



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
OTTOBRE**

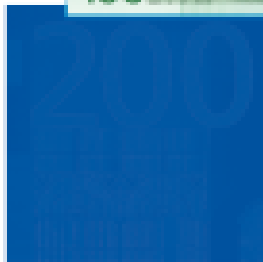
01 | 2004
02 | 2004
03 | 2004
04 | 2004
05 | 2004
06 | 2004
07 | 2004
08 | 2004
09 | 2004
10 | 2004
11 | 2004
12 | 2004

100





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 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 6 ottobre 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE	5
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	12
Prezzi e costi	25
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	29
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	36
Riquadri:	
1 Andamento del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro	33
2 La composizione geografica della domanda estera all'area dell'euro	41
ARTICOLI	
Analisi monetaria in tempo reale	43
Integrazione economica in alcune regioni al di fuori della Unione Europea	69
STATISTICHE	SI
CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA	I
DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2003	V
GLOSSARIO	XI

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
HWHA	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 7 ottobre 2004 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di mantenere al 2,0 per cento il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

La decisione di non modificare i tassi d'interesse di riferimento della BCE riflette la valutazione del Consiglio direttivo secondo cui le prospettive, nel complesso, rimangono in linea con la stabilità dei prezzi nel medio termine. I tassi di interesse continuano a collocarsi su livelli storicamente molto bassi, in termini sia nominali sia reali. Riguardo alla crescita economica, la ripresa procede nell'area dell'euro, malgrado il recente emergere di alcune incertezze circa l'atteso rafforzamento dell'attività. Quanto all'andamento dei prezzi, gli elevati corsi petroliferi hanno avuto evidenti ripercussioni dirette sul tasso di inflazione nell'anno in corso. Se da un lato il rischio di effetti di secondo impatto sembra restare contenuto, dall'altro occorre tenere un atteggiamento estremamente vigile riguardo a tutti gli sviluppi suscettibili di comportare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, le informazioni finora disponibili indicano il procedere della ripresa nell'area dell'euro. In particolare, i risultati delle indagini congiunturali condotte fino a settembre mostrano il perdurare della crescita della produzione industriale e nel settore dei servizi. Prosegue, inoltre, il graduale recupero della fiducia dei consumatori, ed emergono alcuni segnali preliminari di un miglioramento delle prospettive per l'occupazione, sebbene gli indicatori disponibili per la spesa delle famiglie non suggeriscano ancora un'immediata accelerazione dei consumi.

Nel complesso, la vigorosa espansione osservata nell'area dell'euro nella prima metà del 2004 dovrebbe sostanzialmente proseguire nei prossimi trimestri, in linea con le previsioni pubbli-

cate da organizzazioni internazionali. Dal lato esterno, le esportazioni dell'area continuerebbero a beneficiare delle favorevoli condizioni della domanda mondiale, nonché dell'interscambio con i nuovi Stati membri dell'UE, che registrano un aumento della domanda di importazioni. Dal lato interno, gli investimenti sarebbero sostenuti dal positivo contesto internazionale e dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area. Con il procedere delle ristrutturazioni societarie, l'incremento dell'efficienza e dei profitti delle imprese promuove altresì gli investimenti. Inoltre, vi è margine per una ripresa dei consumi privati nell'area, coerentemente con la crescita del reddito disponibile reale.

Ogni scenario centrale per gli andamenti futuri è circondato da notevole incertezza, al momento connessa in particolare ai prezzi del petrolio. Se le quotazioni del greggio dovessero rimanere elevate o persino aumentare ulteriormente, potrebbero attenuare il vigore della ripresa, sia all'interno sia all'esterno dell'area, benché l'intensità di utilizzo del petrolio nell'attività produttiva sia diminuita in misura considerevole dagli anni settanta e ottanta. Nell'insieme, l'onere risultante dai rincari del greggio non può essere evitato, tuttavia il suo impatto nel medio periodo dovrebbe essere di entità più limitata rispetto al passato. Naturalmente, affinché ciò si verifichi, tutte le parti interessate dovranno assumersi le rispettive responsabilità.

Passando ai prezzi al consumo, l'andamento del mercato petrolifero ha esercitato un impatto diretto sullo IAPC dell'area dell'euro. Dopo essersi collocato all'1,7 per cento nel primo trimestre del 2004, il tasso di inflazione sul periodo corrispondente ha raggiunto il 2,3 per cento nel secondo trimestre, per poi rimanere su questo livello in luglio e agosto. La stima rapida dell'Eurostat indica per settembre una lieve flessione del tasso di inflazione, al 2,2 per cento. Il rincaro dei beni energetici potrebbe essere stato più che compensato dalla diminuzione dei prezzi degli alimentari, dovuta in parte a effetti base derivanti dai forti aumenti di questa componente nello scorso anno. Tenuto conto delle attuali aspettative del mercato sulle quotazioni

petrolifere, si ritiene tuttavia improbabile che l'inflazione si riporti su livelli inferiori al 2 per cento nella restante parte dell'anno.

Nondimeno, in una prospettiva di più lungo periodo, le informazioni disponibili non indicano l'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo di origine interna. La recente dinamica salariale rimane moderata e questa tendenza dovrebbe proseguire. Sulla base di tale ipotesi, e nel caso in cui non si producano ulteriori significativi shock sui prezzi, il tasso di inflazione scenderebbe su livelli inferiori al 2 per cento nel 2005.

Continuano a sussistere diversi rischi al rialzo per le prospettive circa la stabilità dei prezzi. Seguita a destare preoccupazione l'andamento dei corsi petroliferi, in particolare l'eventualità che si manifestino effetti di secondo impatto attraverso il processo di formazione dei salari e dei prezzi. Risulta pertanto della massima importanza evitare reazioni inadeguate, come quelle osservate in precedenti episodi di forti rincari del greggio. Un ulteriore fattore è rappresentato dalla futura evoluzione delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Tali rischi al rialzo richiedono costante attenzione, condizione necessaria per mantenere le aspettative di inflazione a medio-lungo termine in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE.

Per quanto riguarda l'analisi monetaria, l'espansione di M3 seguita a essere vigorosa. La tendenza discendente del tasso di incremento sui dodici mesi di M3 osservata da metà dello scorso anno sembra essersi arrestata nei mesi estivi, e la dinamica di breve periodo dell'aggregato monetario si è rafforzata. Questa evoluzione riflette il fatto che il livello storicamente basso dei tassi di interesse nell'area dell'euro continua a sostenere la crescita della moneta, segnatamente delle attività più liquide incluse nell'aggregato ristretto M1.

Il livello contenuto dei tassi di interesse alimentare, inoltre, l'espansione dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie. La crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato ri-

mane sostenuta, in gran parte determinata dalla vivace dinamica dei mutui ipotecari. Questi ultimi sono favoriti anche dai marcati incrementi dei prezzi degli immobili residenziali in diversi paesi dell'area.

La liquidità presente nell'area dell'euro continua a essere notevolmente superiore a quanto necessario per finanziare una crescita non inflazionistica. Allo stadio attuale, non è chiaro l'uso a cui sarà destinato tale eccesso di liquidità, dovuto principalmente alle scorse riallocazioni di portafoglio. Se quote significative dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi, soprattutto in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica, aumenterebbero i rischi di inflazione. Inoltre, l'elevato eccesso di liquidità e la forte espansione dei prestiti potrebbero indurre considerevoli incrementi dei prezzi delle attività.

In sintesi, il tasso di inflazione dovrebbe scendere su livelli inferiori al 2 per cento il prossimo anno, tuttavia alcuni rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio termine vanno tenuti sotto stretta osservazione. Anche la verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere estremamente vigili circa il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne i conti pubblici, le più recenti informazioni sui loro andamenti sono fonte di preoccupazione. A fronte di alcuni paesi dell'area dell'euro che manterranno solide posizioni di bilancio, molti altri dovrebbero registrare disavanzi prossimi o superiori al 3 per cento. Il rapporto aggregato tra il disavanzo e il PIL nell'area dovrebbe aumentare in certa misura, al pari di quello tra il debito e il PIL. Nei prossimi anni sarà necessario affrontare importanti sfide per il risanamento delle finanze pubbliche. Gli Stati membri devono intensificare gli sforzi volti al riequilibrio di bilancio senza ricorrere a misure straordinarie, al fine di assolvere gli impegni assunti nel quadro del Patto di stabilità e crescita nonché di migliorare il clima di fiducia. Essi devono inoltre definire le giuste priorità per le finanze pubbliche, privilegiando le riforme strutturali, l'innovazione e la compe-

tività. Ciò apporterebbe un grande beneficio alla realizzazione del programma stabilito a Lisbona, promuovendo in tal modo l'espansione economica, la creazione di posti di lavoro e la riduzione della disoccupazione.

Passando all'assetto per le politiche di bilancio nell'UE, è convinzione del Consiglio direttivo che siano possibili sostanziali miglioramenti all'applicazione del Patto di stabilità e crescita e che questi comporterebbero effetti positivi. Nel contempo, esso mette in guardia dal modificare il testo del Trattato o dei regolamenti che formano parte del patto. Quest'ultimo assume importanza fondamentale per garantire la stabilità macroeconomica su basi sostenibili. Esso rappresenta un quadro di riferimento necessario a preservare solide politiche di bilancio nell'area dell'euro; a tal fine sono indispensabili una rigorosa sorveglianza e un'efficace pressione esercitata reciprocamente tra i vari paesi sulle rispettive politiche fiscali.

Per la credibilità della sorveglianza di bilancio è cruciale che siano garantite la compilazione attendibile e la tempestiva segnalazione dei dati statistici di finanza pubblica. Le norme contabili adottate a livello europeo devono essere rispettate integralmente nella registrazione di ogni tipologia di entrata e di spesa, applicando criteri coerenti e costanti nel tempo, nonché omogenei tra i paesi. Come ha dichiarato il Consiglio Eco-fin, le procedure non devono essere influenzate da cicli politici ed elettorali. È opportuno che i paesi considerino prioritarie la qualità e l'integrità delle statistiche da essi elaborate.

Il Consiglio direttivo ha analizzato a fondo gli andamenti dell'occupazione e della disoccupazione nell'area dell'euro. Esaminando il periodo di espansione relativamente debole del PIL dagli inizi del 2001, due aspetti risultano evidenti. In primo luogo, dopo l'aumento iniziale, il tasso di disoccupazione nell'area è rimasto sostanzialmente invariato dai primi mesi del 2003. In

secondo luogo, sembra che l'impatto negativo sulla crescita dell'occupazione osservato negli ultimi anni sia stato relativamente limitato. I seguenti fattori potrebbero contribuire a spiegare questa evoluzione. Se da un lato la fase di debole espansione è stata piuttosto lunga in prospettiva storica, dall'altro l'ampiezza ciclica è risultata meno pronunciata e, pertanto, non ha innescato reazioni molto forti dell'occupazione e della disoccupazione. In aggiunta, la dinamica salariale è stata più moderata rispetto a periodi precedenti ed è possibile che le imprese abbiano rivisto verso il basso il fattore lavoro in termini di ore anziché di dipendenti, in misura maggiore rispetto al passato. Ciò potrebbe indicare a sua volta che le società hanno acquisito un elemento di flessibilità per correggere i costi.

In prospettiva, da un punto di vista ciclico, l'occupazione dovrebbe recuperare e la disoccupazione potrebbe iniziare a diminuire nel corso del prossimo anno, se la domanda aggregata seguirà l'evoluzione attesa. Questi fattori sosterranno l'espansione economica attraverso l'aumento del reddito da lavoro nonché l'impatto positivo sulla fiducia dei consumatori e, quindi, sui consumi. Tuttavia, persistono notevoli problemi strutturali, come è evidenziato, ad esempio, dal fatto che oltre il 40 per cento del totale dei disoccupati nell'area dell'euro sia senza impiego da più di un anno. Per superare con determinazione gli ostacoli che si frappongono a una maggiore crescita dell'occupazione e per ridurre la tendenza della disoccupazione o il suo livello strutturale, è essenziale avviare ulteriori riforme complessive del mercato del lavoro.

Questo numero del Bollettino mensile contiene due articoli. Il primo illustra le modalità con cui, negli ultimi anni, la BCE ha elaborato e utilizzato strumenti di analisi monetaria per identificare i segnali monetari indicanti rischi per la futura stabilità dei prezzi. Il secondo esamina diversi modelli di integrazione economica in alcune regioni all'esterno dell'Unione europea.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Nel corso dell'estate l'attività all'esterno dell'area dell'euro è rimasta nel complesso sostenuta e il commercio mondiale è stato vigoroso, anche se l'evoluzione dei corsi petroliferi è stata fonte di preoccupazione. Malgrado questo serio rischio per l'economia mondiale, le prospettive sono favorevoli.

ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

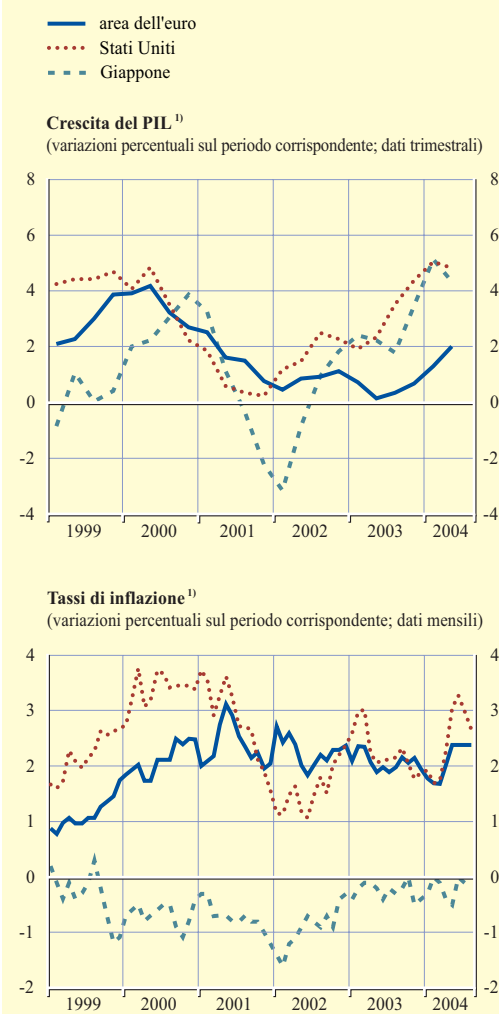
Dopo essere diminuito nel secondo trimestre, il ritmo dell'attività economica mondiale sembra aver riacquisito un certo vigore nel corso dell'estate. L'attività manifatturiera ha segnato un recupero nella maggior parte delle economie ed è probabile che il commercio mondiale si sia ulteriormente intensificato. Le condizioni finanziarie internazionali sono state sostanzialmente favorevoli: i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono persino scesi e le quotazioni azionarie a livello mondiale sono rimaste per lo più stabili.

Durante l'estate il prezzo del greggio ha raggiunto livelli storicamente elevati. L'inflazione al consumo ha tuttavia moderato il passo nella maggior parte delle economie (cfr. figura 1) e i segnali di una trasmissione dei rincari dell'energia a un'ampia gamma di altri beni e di servizi restano limitati.

Negli Stati Uniti il PIL in termini reali è cresciuto del 3,3 per cento (sul periodo precedente, in ragione d'anno) nel secondo trimestre, dopo l'aumento del 4,5 per cento nel primo. Questa decelerazione è derivata principalmente da un marcato rallentamento nella spesa per consumi privati e dal contributo negativo proveniente dalle esportazioni nette. Per contro, vi è stata una notevole accelerazione degli investimenti fissi delle imprese, la cui crescita è passata al 13,9 per cento, dal 4,5 del trimestre precedente. Dalle ultime informazioni disponibili emerge una potenziale ripresa della spesa per consumi e della produzione industriale, che avevano entrambe dato segni di debolezza durante il secondo trimestre.

In agosto la crescita sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo è scesa al 2,7 per cento, dal 3,0 di luglio. Al netto di alimentari ed energia, la diminuzione è stata di 0,1 punti percentuali, all'1,7 per cento. In occasione della riunione del 21 settembre, il Federal Open Market Committee (FOMC) ha innalzato per la terza volta consecutiva l'obiettivo per il tasso

Figura 1 Andamenti principali in importanti economie industrializzate



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. I dati relativi al PIL sono stati destagionalizzati.

sui Federal Funds di 25 punti base, all'1,75 per cento, affermando che l'attuale orientamento della politica monetaria rimane accomodante.

In Giappone l'economia prosegue sul sentiero della ripresa, seppur con minor slancio rispetto alla fase di crescita vigorosa registrata al volgere dell'anno. Ciò emerge ad esempio dai dati sul PIL per il secondo trimestre, che mostrano come il tasso di espansione sul trimestre precedente sia diminuito allo 0,3 per cento. In agosto la decelerazione delle esportazioni e l'aumento delle importazioni dovuto agli elevati prezzi delle materie prime hanno provocato per la prima volta da oltre un anno una contrazione dell'avanzo commerciale rispetto ai livelli di un anno prima. Alla luce dell'incoraggiante evoluzione dei profitti societari, del recupero della domanda di lavoro e del miglioramento in atto nella situazione delle famiglie, le prospettive per la domanda interna del settore privato restano piuttosto positive. In agosto i prezzi al consumo sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo corrispondente, dopo la flessione dello 0,1 per cento di luglio. Dall'inizio dell'anno continuano ad aumentare i prezzi alla produzione: in agosto la loro crescita è stata dell'1,7 per cento.

Nel Regno Unito permane un quadro di crescita nel complesso relativamente vigorosa. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dello 0,9 per cento sul periodo precedente, contro lo 0,7 del primo trimestre. La crescita ha continuato a essere trainata dalla domanda interna, e in particolar modo dagli investimenti. L'inflazione al consumo armonizzata in agosto è stata pari all'1,3 per cento, in calo dall'1,4 per cento di luglio.

In Svezia il PIL è cresciuto a un tasso riveduto dell'1,0 per cento nel secondo trimestre rispetto al primo, mentre in agosto il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è stato dell'1,2 per cento, invariato rispetto ai due mesi precedenti. La crescita è stata moderata in Danimarca dove, nei rispettivi periodi, il PIL è salito dello 0,2 per cento mentre l'inflazione armonizzata è rimasta invariata allo 0,9. In gran parte degli altri Stati membri dell'UE non facenti parte dell'area dell'euro la crescita del PIL è rimasta vigorosa e l'inflazione armonizzata è notevolmente aumentata, soprattutto a causa di variazioni nelle imposte indirette, aumenti nei prezzi amministrati e degli alimentari e rincaro dei beni energetici.

Per quanto riguarda i paesi asiatici escluso il Giappone, le più recenti informazioni fanno ritenere che la crescita delle esportazioni possa aver toccato un massimo. Allo stesso tempo, la domanda interna dà prova di considerevole vigore nella maggior parte delle economie, eccettuata la Corea del Sud. In Cina l'attività economica continua a rallentare gradualmente dal secondo trimestre per effetto delle politiche restrittive messe in atto. In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi degli investimenti fissi è sceso al 26,6 per cento e quello dei prestiti bancari sotto quota 15 per cento, contro il circa 20 per cento di inizio anno. Nella Corea del Sud la crescita sui dodici mesi delle esportazioni è diminuita in settembre al 23,5 per cento, il tasso più basso del 2004, mentre in luglio le vendite al dettaglio sono aumentate soltanto dello 0,3 per cento.

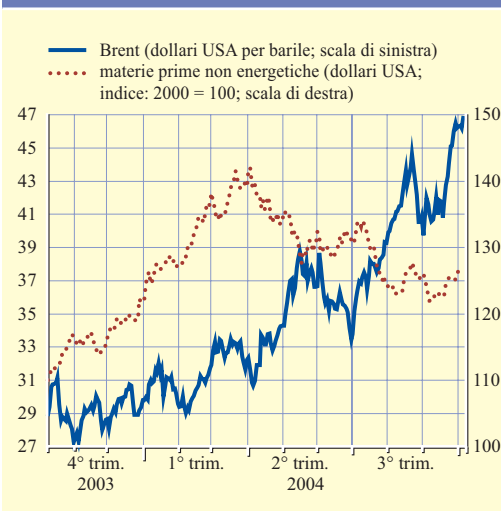
In America latina gli ultimi dati mostrano che la dinamica della crescita è rimasta molto vivace nel terzo trimestre: la produzione industriale è aumentata (sui dodici mesi) di oltre il 10 per cento sia in Brasile in luglio sia in Argentina in agosto, e del 3,8 in Messico in luglio (invariata). La crescita delle esportazioni, seppur lievemente calata, continua a sostenere l'attività economica e a tradursi in una più vigorosa domanda interna.

MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I prezzi del petrolio hanno toccato nuovi massimi agli inizi di ottobre, sospinti dalla compresenza di una forte domanda, timori dal lato dell'offerta e scarsa capacità inutilizzata. La domanda di petrolio a livello mondiale ha continuato a salire vertiginosamente, alimentata dal fabbisogno di Asia

e Stati Uniti. Il recente aumento delle forniture mondiali di greggio non è bastato a raffreddare il mercato, giacché la capacità in eccesso va restringendosi, lasciando un limitatissimo margine per l'assorbimento di eventuali turbative sul mercato del petrolio. I corsi petroliferi hanno di conseguenza reagito vigorosamente allorché in vari paesi produttori sono riemersi timori dal lato dell'offerta. Il 6 ottobre il prezzo del greggio di qualità Brent si situava a 47 dollari (pari a 38,2 euro). Gli operatori si attendono che i corsi petroliferi rimangano in prossimità degli attuali livelli per tutto il resto dell'anno, per poi calare solo gradualmente in seguito. Nondimeno, il livello corrente dei prezzi sembra incorporare un considerevole "premio" che appare non completamente giustificato dai fondamentali del mercato ma che potrebbe attribuirsi ai timori collegati all'evenienza di future interruzioni dell'offerta.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

Per quanto riguarda i mercati delle altre materie prime, negli ultimi mesi i prezzi di quelle non energetiche hanno frenato la propria corsa, dopo aver raggiunto all'inizio di aprile i massimi livelli in molti anni. In agosto, tuttavia, in termini di dollari statunitensi essi risultavano del 21,5 per cento superiori a un anno prima.

PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Nel complesso le prospettive per l'economia globale restano propizie, con la possibilità che nei mesi a venire la crescita si stabilizzi gradualmente su livelli inferiori a quelli precedentemente osservati quest'anno. Tuttavia, l'incertezza riguardo ai corsi petroliferi rimane molto forte e comporta alcuni rischi per l'andamento dell'inflazione e della domanda aggregata, specie nell'ipotesi del manifestarsi di effetti di secondo impatto.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La graduale moderazione della crescita di M3 osservata dalla metà del 2003 sembra essersi arrestata durante i mesi estivi. I dati relativi ad agosto 2004 rispecchiano i due fattori contrapposti che stanno attualmente influenzando la crescita monetaria. Da un lato, la normalizzazione delle scelte di portafoglio degli operatori dopo le eccezionali riallocazioni a favore di M3 tra il 2001 e il 2003 continua a frenare la crescita dell'aggregato monetario ampio. Dall'altro lato, il basso livello dei tassi di interesse sta stimolando la domanda per le componenti più liquide di M3 e sta sostenendo il protrarsi di una forte crescita del credito delle IFM al settore privato, in particolare dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Nel complesso, il primo fattore sembra essersi parzialmente attenuato negli ultimi mesi, lasciando al secondo un ruolo più rilevante nel determinare le dinamiche monetarie.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

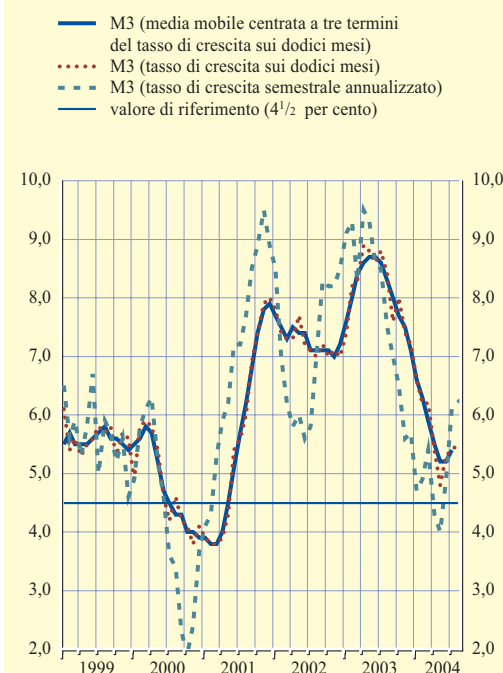
Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 5,5 per cento in agosto, dal 5,4 del mese precedente (cfr. figura 3). Nel periodo giugno-agosto la media a tre mesi del tasso è aumentata al 5,4 per cento, contro il 5,2 del periodo maggio-luglio. La dinamica a più breve termine di M3, misurata ad esempio dal tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno, è rimasta relativamente sostenuta in agosto.

La graduale moderazione della crescita di M3 osservata dalla metà del 2003 sembra essersi arrestata durante i mesi estivi. I dati relativi ad agosto 2004 rispecchiano gli effetti contrapposti di due fattori che stanno attualmente influenzando la crescita monetaria. Da un lato, la normalizzazione delle scelte di portafoglio degli operatori dopo le eccezionali riallocazioni a favore delle attività monetarie tra il 2001 e il 2003 continua a frenare la crescita di M3. Dall'altro lato, il basso livello dei tassi di interesse sta stimolando la domanda per le componenti più liquide di M3 e per il credito delle IFM al settore privato. Sebbene l'impatto frenante del primo fattore abbia tendenzialmente dominato nell'ultimo anno, i dati relativi agli ultimi mesi suggeriscono una sua possibile attenuazione, che consente al secondo, un fattore di stimolo, di svolgere un ruolo di maggior rilievo nelle dinamiche monetarie complessive.

Come conseguenza delle recenti tendenze monetarie, nell'area dell'euro resta tuttora una liquidità significativamente superiore a quella necessaria per finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Se quote significative di tali disponibilità liquide dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

servizi, soprattutto in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica, aumenterebbero i rischi di inflazione. Le condizioni di abbondante liquidità potrebbero anche sostenere forti incrementi dei prezzi delle attività, ad esempio sui mercati immobiliari.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In agosto la crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 è scesa al 9,3 per cento, dal 10,1 di luglio (cfr. tavola 1), rispecchiando una moderazione del tasso di incremento relativamente sostenuto dei depositi a vista (dall'8,5 al 7,5 per cento). Tale calo è in larga misura dovuto all'esaurirsi di un fattore straordinario che aveva esercitato un'influenza al rialzo sui dati di luglio. Il tasso di crescita del circolante si è mantenuto molto elevato, al 20,3 per cento, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. Si è registrata una forte domanda di banconote dell'area dell'euro sia dall'interno dell'area, in particolare in paesi dove le banconote di taglio elevato non esistevano prima dell'introduzione del contante in euro, sia dall'esterno dell'area. Più in generale, la vigorosa domanda di strumenti liquidi compresi in M1 è principalmente riconducibile al basso costo opportunità di detenere tali strumenti, ascrivibile a sua volta al basso livello dei tassi di interesse.

In agosto il tasso di incremento dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è aumentato lievemente, al 2,0 per cento dall'1,7 di luglio. Ciò ha rispecchiato principalmente una moderazione del tasso di decremento dei depositi con durata prestabilita fino a due anni, mentre il tasso di crescita relativamente elevato dei depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi è rimasto pressoché invariato. La debole domanda del primo tipo di depositi è probabilmente imputabile al fatto che, specie rispetto ai depositi a vista, un tasso di rendimento lievemente più elevato non compensa lo svantaggio relativo in termini di minore liquidità.

Il tasso di variazione degli strumenti negoziabili compresi in M3 è salito significativamente in agosto, al 4,5 per cento dal 2,5 di luglio. Tale aumento ha rispecchiato contributi positivi di tutte le componenti (quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, operazioni pronti contro termine e titoli di debito con durata prestabilita fino a due anni). Sebbene la volatilità sul mese precedente del tasso di incremento degli strumenti negoziabili sia elevata e dovrebbe pertanto essere interpretata

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 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2003	2003	2003	2004	2004	2004	2004
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	lug.	ago.
M1	44,5	11,3	11,4	11,0	11,1	10,2	10,1	9,3
Banconote e monete in circolazione	6,8	35,7	29,6	26,5	24,0	21,6	20,0	20,3
Depositi a vista	37,7	8,2	8,9	8,8	9,1	8,5	8,5	7,5
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	40,8	5,7	5,8	4,9	3,3	1,7	1,7	2,0
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,6	0,2	-1,3	-2,9	-4,4	-7,0	-6,3	-5,7
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,2	10,1	11,6	11,1	9,2	8,1	7,4	7,5
M2	85,3	8,4	8,6	7,9	7,2	6,0	5,9	5,7
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,7	10,3	7,7	5,8	2,4	1,7	2,5	4,5
M3	100,0	8,7	8,4	7,6	6,5	5,3	5,4	5,5
Credito a residenti nell'area dell'euro	169,4	4,8	5,3	5,9	5,8	6,0	6,3	6,1
Credito alle Amministrazioni pubbliche	36,7	3,4	4,8	6,6	6,1	6,5	6,4	6,6
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche	13,3	-0,4	1,0	1,5	1,2	2,2	2,5	2,6
Credito al settore privato	132,7	5,1	5,5	5,7	5,7	5,9	6,3	6,0
Prestiti al settore privato	115,5	4,7	4,9	5,3	5,4	5,6	6,2	6,0
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)	52,2	5,6	5,8	6,7	7,4	8,4	8,6	8,8

Fonte: BCE.

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

con cautela, il rafforzamento in particolare della domanda di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari in agosto potrebbe indicare una moderazione del ritmo di normalizzazione delle scelte di portafoglio e della conseguente ricomposizione a favore di attività a più lungo termine.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è rimasto sostenuto, al 6,0 per cento, dopo essersi collocato al 6,2 per cento in luglio. Tale andamento continua a essere il risultato di sviluppi contrastanti nei principali sottosettori (cfr. tavola 2). Da un lato, il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle famiglie è ulteriormente aumentato in agosto, sotto l'impulso, in particolare, della vigorosa espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (che ha raggiunto il 9,3 per cento sui dodici mesi). L'elevato livello del credito ipotecario è associato ai bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'area dell'euro e alla vigorosa dinamica dei mercati immobiliari in diversi paesi dell'area. Dall'altro lato, la crescita dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è rimasta comparativamente moderata, seppur lievemente più sostenuta che negli ultimi due anni.

Sulla base di tali andamenti, il tasso di espansione dell'aggregato più ampio del credito delle IFM al settore privato è calato in misura marginale in agosto (al 6,0 per cento rispetto al 6,3 di luglio). Nello stesso mese, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito alle Amministrazioni pubbliche è aumentato lievemente (al 6,6 per cento dal 6,4 del mese precedente).

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è cresciuto lievemente in agosto (all'8,8 per cento, rispetto all'8,6 di luglio). Il forte incremento della domanda di questi strumenti indica il protrarsi, negli ultimi mesi, di alcune riallocazioni di portafoglio a sfavore delle attività monetarie. Infine, in agosto il flusso cumulato delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area è aumentato a 108 miliardi di euro, contro un incremento di 46 miliardi di euro nel periodo di dodici mesi conclusosi in luglio. Sebbene, data la volatilità di questo indicatore, non dovrebbe essere attribuito eccessivo rilievo ai suoi andamenti a breve termine, i dati di agosto indicano un'interruzione della precedente tendenza al ribasso.

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 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 lug.	2004 ago.
Società non finanziarie	42,1	3,6	3,5	3,2	4,0	4,3	4,0
Fino a 1 anno	30,5	-1,0	-0,8	-2,5	-2,1	-1,2	-1,8
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,6	4,6	3,1	3,7	6,5	6,0	5,7
Oltre 5 anni	51,9	6,5	6,6	6,9	7,1	7,3	7,2
Famiglie ²⁾	50,5	5,8	6,4	6,6	7,2	7,3	7,5
Credito al consumo ³⁾	13,6	3,0	2,9	4,4	5,5	5,4	6,5
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	67,7	7,4	8,1	8,4	9,0	9,2	9,3
Altri prestiti	18,7	2,5	3,3	2,3	2,3	2,4	2,0
Società di assicurazione e fondi pensione	0,7	9,7	11,9	8,7	18,8	15,2	21,6
Altri intermediari finanziari non monetari	6,7	6,0	11,8	8,9	8,7	8,9	7,1

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95.

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.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3 si desume che la protratta forte espansione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) ha contribuito ad attenuare la crescita di M3 (cfr. figura 4). Per contro, l'espansione relativamente vigorosa del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro, alimentata dal basso livello dei tassi di interesse, continua ad esercitare una forte spinta al rialzo sulla crescita di M3.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

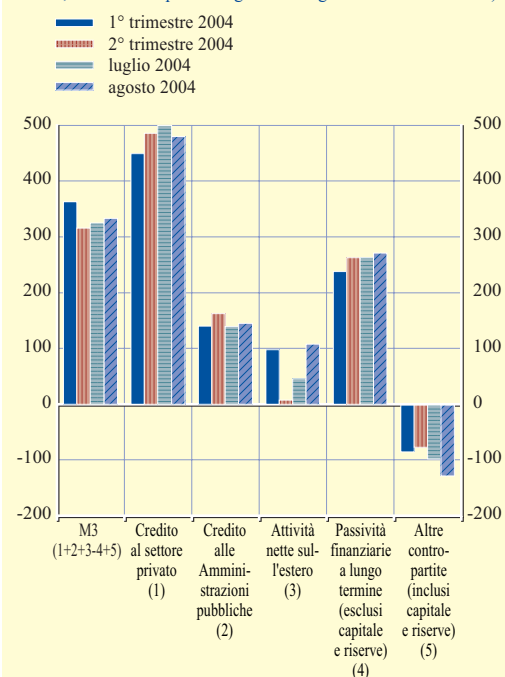
Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito in luglio rispetto al mese precedente. Pur rimanendo a un livello relativamente basso rispetto alla media del 2003, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è aumentato in luglio per il secondo mese consecutivo. Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è calata marginalmente e si è nel complesso mantenuta sui valori moderati degli ultimi due anni.

TITOLI DI DEBITO

In luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito al 7,3 per cento, dal 7,4 di giugno (cfr. figura 5). Quello relativo alle emissioni a breve termine si è mantenuto moderato, al 3,6 per cento, mentre la crescita delle emissioni a lungo termine è rimasta vigorosa (al 7,7 per cento).

Figura 4 Variazioni di M3 e delle sue contropartite

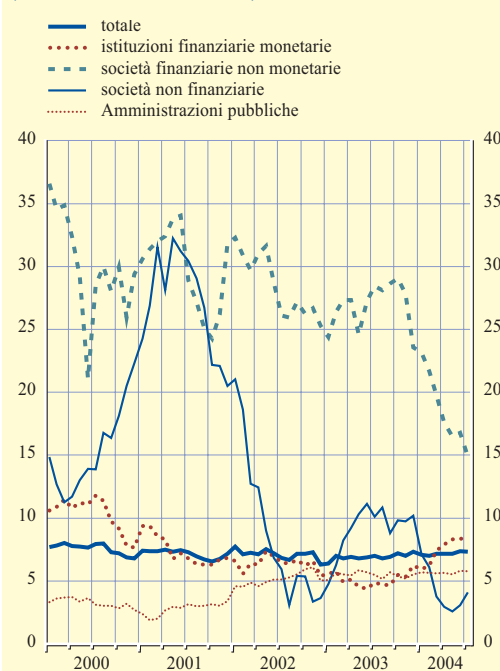
(flussi sui dodici mesi calcolati su dati di fine periodo; in miliardi di euro; dati corretti per la stagionalità e gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base di transazioni finanziarie.

Per quanto attiene alla scomposizione per settore, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto invariato all'8,4 per cento in luglio (cfr. tavola 3). L'attività di emissione delle IFM è pertanto continuata a un ritmo sostenuto, il che potrebbe riflettere il miglioramento delle condizioni di finanziamento e di credito delle IFM, evidenziato anche dal numero crescente di istituzioni il cui merito di credito è stato rivisto al rialzo, così come un crescente fabbisogno di fondi per il finanziamento della maggiore crescita dei prestiti degli ultimi mesi.

Nel settore delle imprese diverse dalle IFM, che comprende le società finanziarie non monetarie e quelle non finanziarie, il tasso di incremento sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è lievemente calato in luglio, di 0,4 punti percentuali, collocandosi al 9,7 per cento, per effetto della flessione del tasso di variazione relativo alle società finanziarie non monetarie, sceso di 1,9 punti percentuali, al 14,9 per cento. Il calo di luglio è sembrato essere principalmente riconducibile a un effetto base e, nel complesso, l'attività di emissione delle istituzioni finanziarie non monetarie rimane a un livello elevato, rispecchiando in parte le emissioni effettuate indirettamente dalle società non finanziarie tramite consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*), oltre che una vigorosa attività di cartolarizzazione (soprattutto da parte delle IFM). Le emissioni dirette di titoli di debito delle società non finanziarie sono cresciute per il secondo mese consecutivo, portando il tasso di incremento sui dodici mesi al 4,1 per cento in luglio. Benché ciò potrebbe indicare una graduale inversione di tendenza nel mercato delle obbligazioni emesse da società non finanziarie, l'attività sul mercato primario è ancora considerevolmente al di sotto dei livelli osservati nel 2003 (quando il tasso di variazione medio si attestava all'8,9 per cento). Il livello ancora modesto del tasso di incremento di luglio è molto probabilmente imputabile al maggiore ricorso all'autofinanziamento e agli sforzi di ristrutturazione del debito in atto, che potrebbero aver continuato a limitare la domanda di finanziamenti esterni da parte delle imprese dell'area dell'euro.

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito non ha registrato variazioni sostanziali, mantenendosi al 5,7 per cento in luglio. Nello stesso mese, il tasso di variazione dei titoli emessi dalle Amministrazioni centrali si è collocato al 5,2 per cento, invariato rispetto al mese precedente. Il settore delle Amministrazioni centrali ha mostrato una crescente tendenza a emettere titoli di debito a lungo termine negli ultimi mesi (con un tasso di incremento sui dodici mesi pari al 5,4 per cento in luglio, rispetto a un tasso medio del 3,2 per cento

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2004 2° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 giu.	2004 lug.
Emissione di titoli di debito:	9.173	6,9	7,1	7,1	7,2	7,4	7,3
IFM	3.477	4,7	5,4	6,3	8,0	8,4	8,4
Società finanziarie non monetarie	720	28,2	27,6	22,1	17,4	16,8	14,9
Società non finanziarie	603	10,3	9,7	6,7	3,0	3,1	4,1
Amministrazioni pubbliche	4.373	5,4	5,4	5,6	5,6	5,8	5,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.135	4,7	4,6	4,9	5,0	5,2	5,2
Altre amministrazioni pubbliche	238	22,8	22,4	21,4	18,4	17,4	16,0
Emissione di azioni quotate:	3.790	1,1	1,1	1,3	1,1	1,1	0,9
IFM	583	0,8	1,3	1,9	2,3	2,7	1,8
Società finanziarie non monetarie	362	2,1	2,4	3,1	1,7	1,4	1,9
Società non finanziarie	2.845	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6

Fonte: BCE.

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

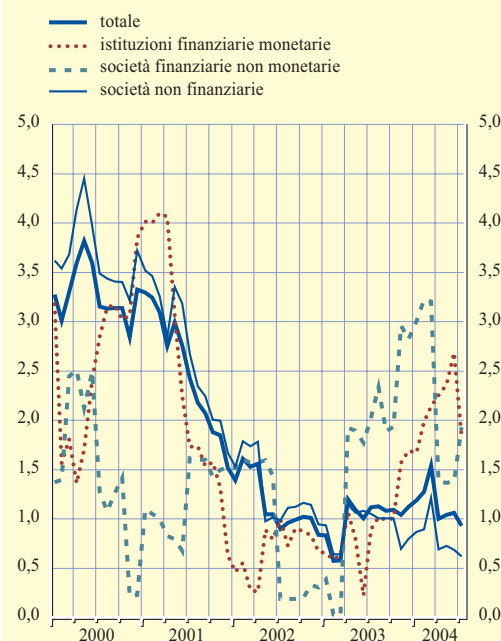
nel 2003), mentre le emissioni di titoli a breve termine sono diminuite (al 3,4 per cento in luglio da una media del 19,3 per cento nel 2003). Tali andamenti potrebbero in parte riflettere un tentativo degli emittenti di titoli di Stato di assicurarsi i correnti bassi costi di finanziamento a lungo termine in anticipazione di un aumento dei tassi di interesse. Inoltre, gli emittenti potrebbero star rispondendo alla crescente domanda di titoli a più lunga scadenza da parte degli investitori. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da altri comparti delle Amministrazioni pubbliche, che includono principalmente le Amministrazioni statali e locali, ha proseguito la sua tendenza al ribasso (seppur da un livello elevato), scendendo al 16,0 per cento in luglio.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto su livelli molto bassi, diminuendo ulteriormente dall'1,1 per cento di giugno allo 0,9 in luglio (cfr. figura 6 e tavola 3). Alla base di tale flessione vi è stato un ulteriore indebolimento dell'espansione delle emissioni delle società non finanziarie, che in luglio si è collocata solo allo 0,6 per cento, segnando una lieve contrazione rispetto al mese precedente. Inoltre, dopo aver mostrato alcuni segni di miglioramento nella prima metà del 2004, il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle IFM è sceso in luglio di 0,9 punti percentuali, all'1,8 per cento. Infine, nello stesso periodo il tasso di variazione delle emissioni delle società finanziarie non monetarie, comprese le società di assicurazione, è lievemente aumentato all'1,9 per cento. L'attività complessivamente moderata sul mercato azionario primario nei trimestri recenti può essere riconducibile alla percepita debolezza della domanda degli investitori oltre che a un fabbisogno di finanziamento delle imprese attualmente limitato, in un contesto in cui il costo del capitale di rischio potrebbe essere considerato ancora relativamente elevato dalle società emittenti.

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

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: i tassi di crescita sono calcolati sulla base di transazioni finanziarie.

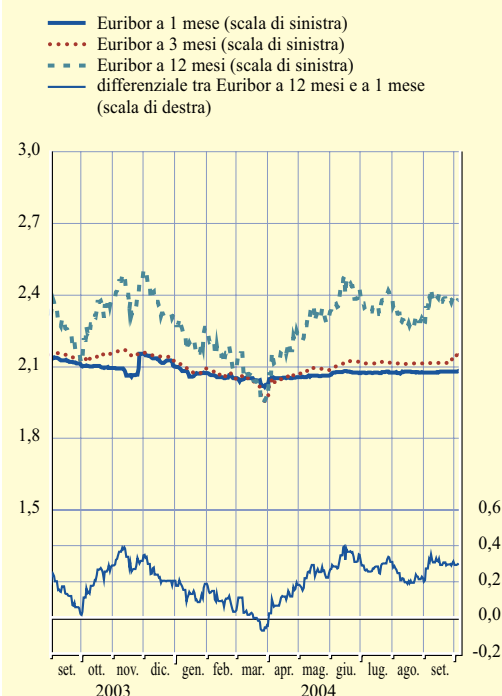
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Dopo essere diminuiti significativamente in agosto, i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono aumentati all'inizio di settembre, restando successivamente stabili sui livelli raggiunti, mentre i tassi a breve sono rimasti sostanzialmente invariati; di conseguenza l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è aumentata dalla fine di agosto.

Dopo essere scesi dal picco di metà giugno, i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono aumentati all'inizio di settembre per poi stabilizzarsi successivamente (cfr. figura 7) e collocarsi, il 6 ottobre, su livelli fino a 8 punti base superiori a quelli di fine di agosto. I tassi nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono invece rimasti

Figura 7 Tassi di interesse di mercato a breve termine

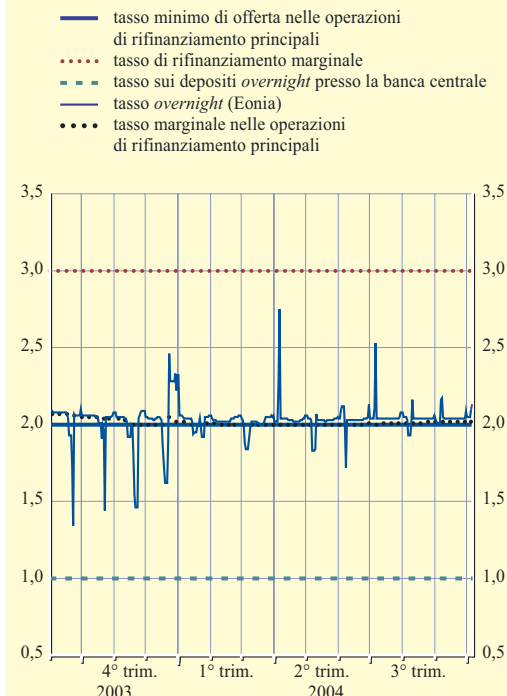
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

stabili, in linea con i tassi di riferimento della BCE (cfr. figura 8). Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è aumentata dalla fine di agosto. Il 6 ottobre il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era di 29 punti base.

In settembre gli operatori di mercato hanno rivisto lievemente al rialzo le proprie attese sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei mesi successivi, come si evince dal moderato incremento dei tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future*. Tra la fine di agosto e il 6 ottobre i tassi impliciti nei prezzi dei contratti con scadenza nel dicembre 2004 e marzo e giugno 2005 sono aumentati di un ammontare compreso fra 4 e 9 punti base.

Il periodo tra la fine di agosto e il 6 ottobre è stato caratterizzato da una notevole stabilità delle condizioni di liquidità e dei tassi a più breve termine. In realtà i tassi di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono molto stabili da diversi mesi. Tanto il tasso marginale quanto quello medio ponderato di tali operazioni si sono mantenuti su livelli di poco superiori al tasso minimo di offerta del 2,00 per cento durante tutto il mese di settembre. L'Eonia (*euro overnight index average*) si è collocato intorno al 2,04 per cento per la maggior parte del mese, con la sola eccezione degli ultimi giorni del periodo di mantenimento delle riserve terminato il 7 settembre. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 30 settembre, i tassi di aggiudicazione marginale e quello medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 2,06 e 2,08 per cento, lievemente al di sotto dell'Euribor a tre mesi prevalente in quel momento.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono per lo più rimasti invariati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, riflettendo in qualche misura la sostanziale stabilità delle attese degli operatori di mercato circa le prospettive macroeconomiche. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari, indicatore dell'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti delle obbligazioni, è rimasta complessivamente stabile nell'area dell'euro, mentre è diminuita lievemente negli Stati Uniti.

STATI UNITI

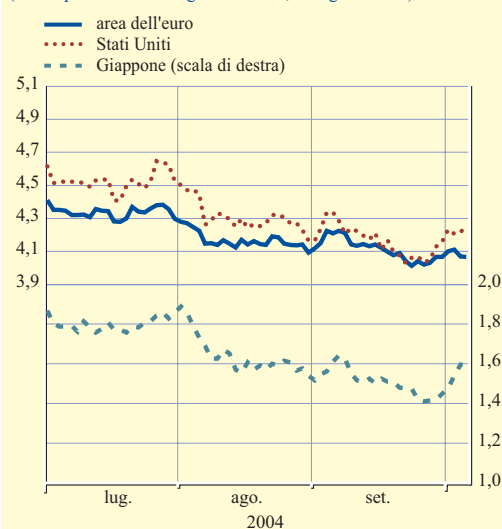
Negli Stati Uniti i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di 10 punti base tra la fine di agosto e il 6 ottobre, collocandosi in tale data a circa il 4,3 per cento (cfr. figura 9).

L'aumento dei rendimenti obbligazionari è stato lieve nel segmento a lungo termine della curva dei rendimenti e più significativo per le scadenze a breve e medio termine, forse riflettendo la pubblicazione di dati economici migliori delle attese verso la fine del periodo in esame. I rendimenti obbligazionari reali, misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati, e il tasso di inflazione "di pareggio", misurato dalla differenza fra rendimenti nominali e indicizzati, sono aumentati lievemente, rispettivamente di 10 e 5 punti base, tra la fine di agosto e il 6 ottobre.

L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è diminuita lievemente in settembre, per collocarsi su un livello di poco inferiore alla media registrata dal gennaio 1999 (cfr. figura 10).

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

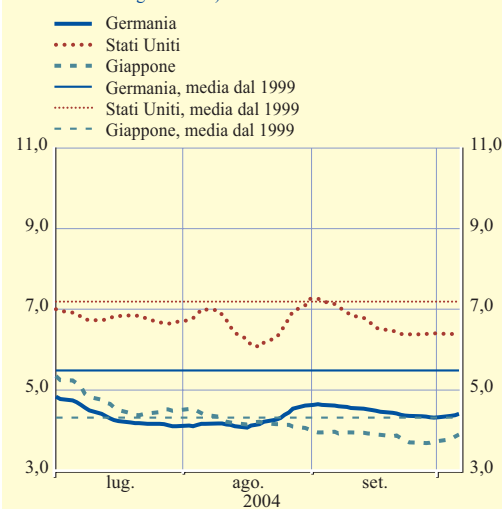
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
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.

GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di 5 punti base tra la fine di agosto e il 6 ottobre, per collocarsi in tale data all'1,6 per cento. L'aumento è stato favorito dalla pubblicazione, verso la fine del periodo in esame, di dati economici migliori delle attese che sembrano avere controbilanciato i timori degli operatori circa un rallentamento della crescita economica in Giappone, timori aggravati dall'elevato livello delle quotazioni petrolifere.

L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è rimasta pressoché invariata in settembre, su un livello prossimo alla sua media dal gennaio 1999.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati tra la fine di agosto e il 6 ottobre, collocandosi in tale data al 4,1 per cento e portando il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato statunitensi e quelli dell'area dell'euro fino a 20 punti base.

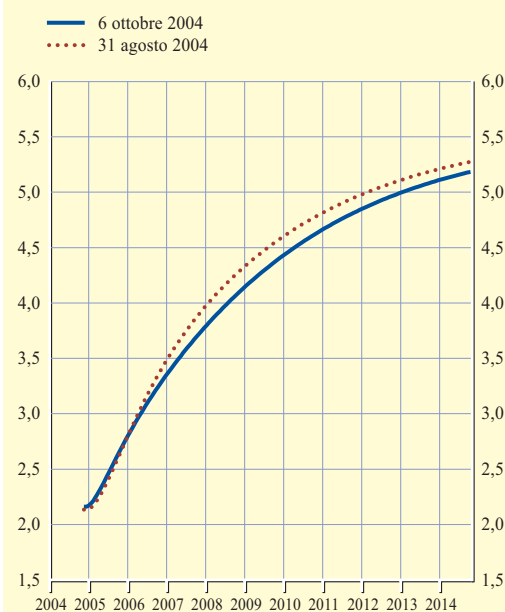
Il livello dei rendimenti dei titoli di Stato nell'area sembra riconducibile a una lieve correzione delle attese degli operatori circa la crescita economica e l'inflazione, a fronte del perdurante elevato livello delle quotazioni petrolifere. Tra la fine di agosto e il 6 ottobre, i rendimenti obbligazionari reali, misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati, sono diminuiti lievemente, di circa 10 punti base, mentre il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, misurato dalla differenza fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nominali e quelli indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco) - che incorpora, oltre a vari altri fattori, le aspettative degli operatori sull'inflazione nel lungo termine - è aumentato di circa 5 punti base, collocandosi al 2,2 per cento alla fine del periodo. Sebbene il livello di questo indicatore vada interpretato con una certa cautela, tenendo conto dei diversi premi che possono influire sul suo andamento, va notato come esso sia relativamente elevato in termini storici.

L'andamento della curva dei tassi di interesse *overnight* impliciti nei tassi *swap* (cfr. figura 11) indica che i rendimenti delle scadenze a medio e lungo termine sono diminuiti lievemente tra la fine di agosto e il 6 ottobre, a fronte di un lieve aumento di quelli per le scadenze a breve termine (fino a due anni).

Il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla loro volatilità implicita, è rimasto complessivamente invariato in settembre, su un livello lievemente inferiore alla media registrata dal gennaio 1999.

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. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

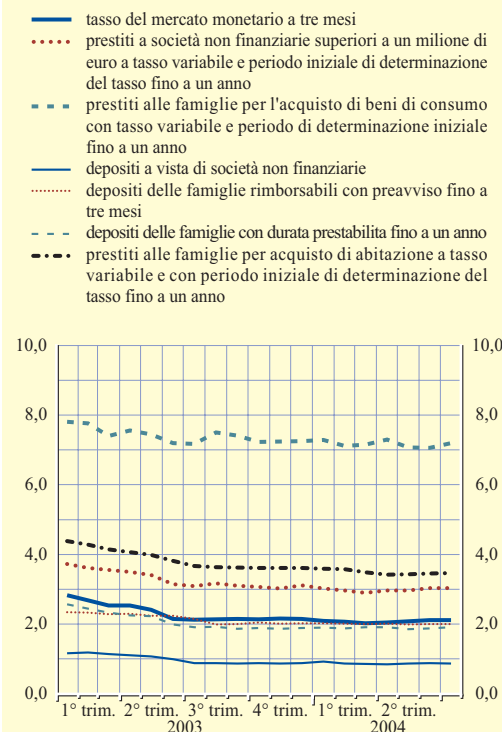
2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

Nel periodo di tre mesi concluso in luglio la dinamica dei tassi di interesse applicati dalle IFM alle nuove operazioni è stata disomogenea, sostanzialmente in linea con l'andamento dei tassi di mercato comparabili.

I tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni sono in genere aumentati lievemente in luglio (cfr. figura 12 e tavola 4), così come nel trimestre concluso in tale mese, muovendosi sostanzialmente in linea con i tassi di interesse del mercato monetario (a titolo di esempio, nello stesso periodo il tasso del mercato monetario a tre mesi è aumentato di 7 punti base). Su un orizzonte temporale più lungo, nei primi sette mesi del 2004 i tassi a breve applicati dalle IFM sono in genere rimasti invariati o sono diminuiti in modo marginale. Per esempio, i tassi applicati ai depositi delle famiglie e ai depositi con durata prestabilita delle società non finanziarie sono rimasti pressoché invariati tra la fine di dicembre 2003 e luglio 2004, mentre quelli sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie sono diminuiti, rispettivamente, fino a 10-15 punti base e di meno di

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; tassi corretti¹⁾)

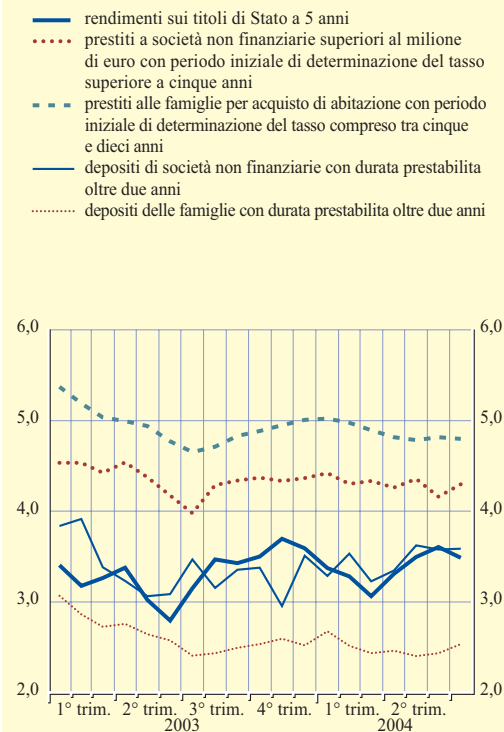


Fonte: BCE.

1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata è ottenuto usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* alle pagine 28-30 del numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

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; tassi corretti¹⁾)



Fonte: BCE.

1) Il tasso di interesse delle IFM calcolato come media ponderata è ottenuto, per il periodo a partire da dicembre 2003, usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a 12 mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, il tasso di interesse calcolato come media ponderata è ottenuto usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* alle pagine 28-30 del numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati ¹⁾)

							Variazione in punti base fino a luglio 2004			
	2004 feb.	2004 mar.	2004 apr.	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2003 gen.	2003 dic.	2004 apr.	2004 giu.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi										
Depositi delle famiglie										
con durata prestabilita fino a un anno	1,88	1,91	1,91	1,86	1,88	1,91	-66	2	0	3
con durata prestabilita oltre due anni	2,52	2,44	2,46	2,40	2,43	2,53	-54	1	7	10
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,02	2,00	2,01	2,00	2,00	2,00	-34	-2	-1	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,63	2,59	2,57	2,55	2,54	2,54	-74	-14	-3	0
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,87	0,86	0,85	0,87	0,88	0,87	-29	-1	2	-1
Depositi detenuti da società non finanziarie										
con durata prestabilita fino a un anno	1,98	1,96	1,97	1,96	1,99	2,00	-71	0	3	1
con durata prestabilita oltre due anni	3,53	3,23	3,35	3,62	3,58	3,59	-25	8	24	1
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti										
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso										
fino a un anno	7,12	7,15	7,29	7,07	7,06	7,19	-61	-7	-10	13
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso										
fino a un anno	3,58	3,49	3,42	3,43	3,45	3,46	-92	-15	4	1
con determinazione iniziale del tasso compreso										
tra cinque e dieci anni	4,97	4,89	4,82	4,78	4,81	4,80	-57	-21	-2	-1
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,63	5,56	5,52	5,46	5,44	5,36	-84	-22	-16	-8
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso										
fino a un anno	4,04	3,98	3,94	3,96	3,96	4,02	-87	-1	8	6
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,79	4,80	4,70	4,63	4,72	4,68	-49	-9	-2	-4
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso										
fino a un anno	2,97	2,90	2,97	2,96	3,03	3,04	-68	-7	7	1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,30	4,33	4,26	4,36	4,16	4,30	-24	-6	4	14
Per memoria										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,07	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	-71	-3	7	1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,38	2,16	2,39	2,55	2,74	2,70	6	12	31	-4
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,28	3,06	3,31	3,50	3,60	3,49	9	-10	18	-11

Fonte: BCE.

1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* alle pagine 28-30 del numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

10 punti base nello stesso periodo. A titolo di paragone, nel corso dello stesso periodo il tasso del mercato monetario a tre mesi è diminuito complessivamente di 3 punti base.

Per quanto riguarda i tassi a lungo termine, quelli applicati dalle IFM sono aumentati lievemente in luglio, a fronte di una dinamica meno omogenea nel trimestre concluso in tale mese, forse riconducibile all'assenza di un chiaro andamento tendenziale dei tassi di mercato di scadenza comparabile nello stesso periodo (cfr. figura 13). Su un orizzonte temporale più lungo, i tassi a lungo termine delle IFM sono in genere diminuiti lievemente tra dicembre 2003 e luglio 2004, in linea con l'andamento dei tassi di mercato comparabili (nello stesso periodo, il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è diminuito di 10 punti base). La loro volatilità è stata molto inferiore a quella dei tassi di mercato comparabili nel periodo, riflettendo la loro normale lentezza nell'adeguarsi all'andamento del mercato. In generale, la dinamica dei tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni è stata relativamente moderata nei primi sette mesi del 2004, con l'eccezione dei tassi

applicati ai prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso compreso fra cinque anni e dieci anni, che è diminuito di oltre 20 punti base nel periodo, riducendo così lievemente il differenziale rispetto al tasso di mercato comparabile. Tale riduzione di differenziale potrebbe, in una qualche misura, essere collegata alla percezione di un miglioramento del merito di credito dei prenditori di fondi nel contesto delle migliorate condizioni economiche.

2.6 MERCATI AZIONARI

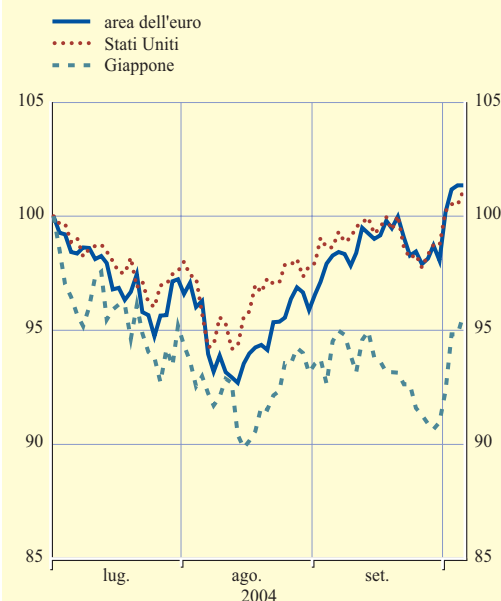
Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentate in settembre, sospinte dalla pubblicazione di dati positivi sulla redditività delle imprese. Nello stesso periodo è diminuita la volatilità implicita dei mercati.

STATI UNITI

Tra la fine di agosto e il 6 ottobre l'indice ampio Standard & Poor's 500 è aumentato del 3 per cento (cfr. figura 14). Diversi fattori contrastanti sembrano avere influito sulla dinamica dei corsi azionari, che hanno risentito della pressione al ribasso derivante dal livello persistentemente elevato delle quotazioni petrolifere, e beneficiato della pubblicazione di dati positivi sugli utili societari. Il settore che ha fatto segnare il maggior rialzo complessivo in settembre è stato quello dell'energia, favorito dall'andamento dei prezzi del petrolio.

Figura 14 Indici dei corsi azionari

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

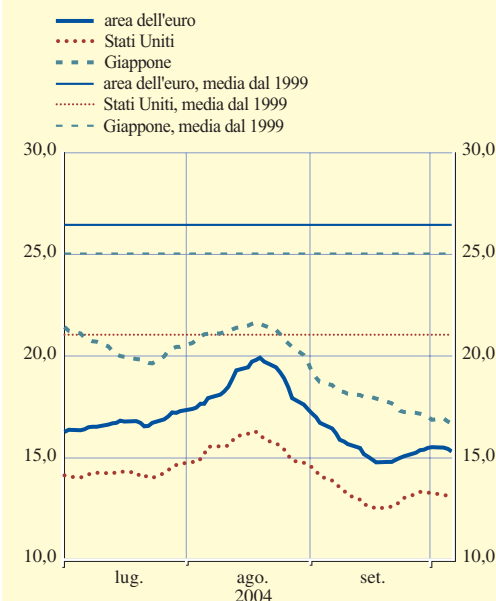


Fonte: Reuters.

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.

L'incertezza sul mercato azionario statunitense, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è diminuita tra la fine di agosto e il 6 ottobre, per collocarsi su livelli ben inferiori alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 15).

GIAPPONE

In Giappone i corsi azionari sono aumentati di circa il 3 per cento tra la fine di agosto e il 6 ottobre in base all'indice Nikkei 225. L'incremento sembra riconducibile alla pubblicazione, verso la fine del periodo in esame, di dati macroeconomici nazionali migliori di quanto atteso dal mercato, che sembrano avere compensato le pressioni al ribasso esercitate dai timori degli operatori circa l'impatto dell'elevato livello delle quotazioni petrolifere su un numero di paesi che sono importanti mercati per le esportazioni giapponesi.

La volatilità implicita estratta dal prezzo delle opzioni sull'indice Nikkei 225, una misura dell'incertezza del mercato azionario giapponese, è diminuita tra la fine di agosto e il 6 ottobre, collocandosi in tale data su un livello ben inferiore alla sua media dal 1999.

AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate di circa il 6 per cento tra la fine di agosto e il 6 ottobre, sospinte dalla revisione al rialzo delle attese relative agli utili delle imprese nei trimestri futuri, oltre che dai dati positivi sugli utili realizzati. Ciò sembra avere compensato l'impatto negativo che il rincaro del petrolio potrebbe avere esercitato tramite i suoi effetti percepiti sui costi degli input e, più in generale, sull'attività economica.

L'incertezza dei mercati azionari dell'area, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, è diminuita tra la fine di agosto e il 6 ottobre, restando su livelli ben inferiori alla media storica registrata dal 1999.

Per quanto riguarda gli sviluppi settoriali nell'area dell'euro, il rialzo ha interessato tutti i settori economici nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, anche se è stato più significativo per il settore delle tecnologie. I titoli in questo settore, che tendono ad avere un'elevata volatilità e che nel mese precedente hanno registrato un andamento mediocre, sembrano essere stati quelli che hanno beneficiato maggiormente della pubblicazione di dati sugli utili societari migliori delle attese.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in settembre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è lievemente calata al 2,2 per cento, dal 2,3 del mese precedente. Il tasso di inflazione è rimasto invariato tra agosto e luglio; il minore incremento sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari è stato controbilanciato dai maggiori rincari dei beni energetici e di quelli industriali non energetici. Con riferimento ai primi stadi della catena produttiva, si prevede il perdurare di pressioni al rialzo sui prezzi alla produzione, a causa dei rincari delle materie prime. Quanto all'andamento del costo del lavoro, i dati più recenti confermano l'ipotesi secondo cui, nell'area, la crescita salariale sul periodo corrispondente sia stata moderata nel primo semestre dell'anno. In prospettiva, il tasso di inflazione non dovrebbe riportarsi al di sotto del 2 per cento nella restante parte dell'anno, ma le prospettive nel medio termine rimangono in linea con la stabilità dei prezzi. Tuttavia, sussistono in questo scenario alcuni rischi verso l'alto.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER SETTEMBRE

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in settembre l'inflazione armonizzata nell'area si è collocata al 2,2 per cento, in calo di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente (cfr. tavola 5). Sebbene non siano attualmente disponibili dati disaggregati, l'ulteriore accelerazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici sarebbe stata più che compensata dal nuovo rallentamento dei prezzi degli alimentari non trasformati. Data la natura preliminare dei dati, tale stima rimane caratterizzata da qualche incertezza.

INFLAZIONE ARMONIZZATA AD AGOSTO

In agosto l'inflazione armonizzata nell'area si è collocata al 2,3 per cento, invariata rispetto al mese precedente. Il minore incremento sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari è stato controbilanciato dai maggiori rincari dei beni energetici e di quelli industriali non energetici.

Per quanto riguarda le componenti più variabili dello IAPC, in agosto la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari non trasformati è scesa a -0,2 per cento dallo 0,7 di luglio (cfr. figura 16).

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2004 apr.	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,3	2,1	2,0	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2
Beni energetici	-0,6	3,0	2,0	6,7	5,9	5,9	6,5	.
Alimentari non trasformati	3,1	2,1	1,6	1,7	1,2	0,7	-0,2	.
Alimentari trasformati	3,1	3,3	3,9	3,9	3,8	3,8	3,6	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,9	.
Servizi	3,1	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-0,1	1,4	1,4	2,4	2,4	2,9	3,1	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	27,6	30,9	29,3	30,7	34,1	35,0
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	19,7	21,1	21,9	18,0	11,0	6,9

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

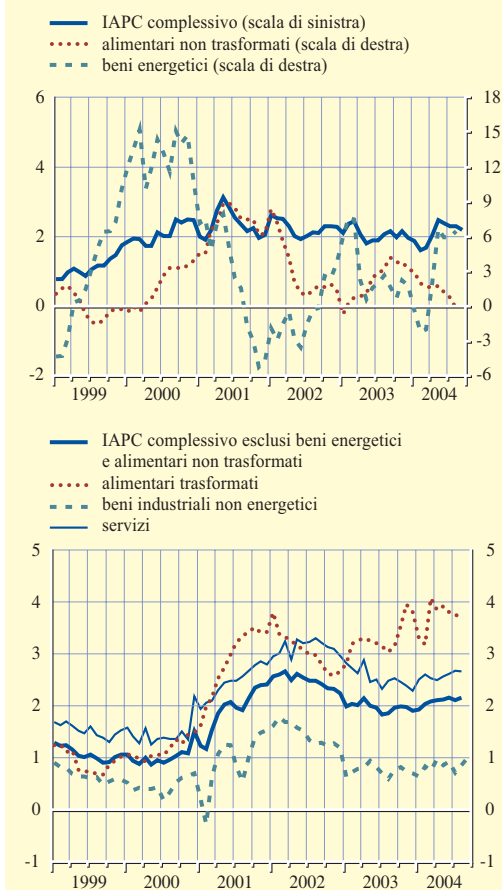
1) Il dato per l'inflazione misurata sullo IAPC in settembre 2004 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Questo andamento ha rispecchiato sia un calo superiore al normale in agosto sia la flessione meno marcata del solito osservata l'anno scorso (ovvero un effetto base). Il recente calo è stato principalmente imputabile ai ribassi dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli, ampiamente disponibili questa estate per effetto delle favorevoli condizioni climatiche. La crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici inclusi nello IAPC è aumentata di 0,6 punti percentuali, raggiungendo il 6,5 per cento in agosto, principalmente a causa degli ulteriori aumenti dei corsi petroliferi in euro.

In agosto la crescita sui dodici mesi dello IAPC, al netto degli alimentari non trasformati e dei beni energetici, è aumentata di 0,1 punti percentuali rispetto al mese precedente, collocandosi al 2,2 per cento, in conseguenza dell'accelerazione dei prezzi dei beni industriali non energetici (cfr. figura 16). È importante notare che tale incremento riflette principalmente la forte stagionalità dei prezzi dell'abbigliamento e pertanto non dovrebbe essere interpretato come il segno di un effetto indiretto del recente rincaro dei beni energetici. Contrariamente all'andamento dei prezzi dei beni industriali, la crescita dei prezzi degli alimentari trasformati è calata tra luglio e agosto. Sempre in agosto, la crescita dei prezzi dei servizi è rimasta invariata: l'ulteriore accelerazione dei prezzi delle vacanze organizzate è stata controbilanciata da un minore calo dei prezzi di altre categorie di servizi (ad esempio, alloggio e trasporti).

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Tra luglio e agosto la crescita sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione (IPP) escluse le costruzioni è aumentata dal 2,9 al 3,1 per cento, principalmente a causa di più elevati rincari dei beni energetici e di quelli intermedi (cfr. figura 17). Nel contempo è aumentata lievemente la crescita dell'indice al netto di costruzioni e beni energetici.

Nello stesso periodo la crescita dei prezzi alla produzione dei beni energetici è aumentata dal 5,2 al 5,4 per cento, principalmente a causa dei forti aumenti dei corsi petroliferi in euro di agosto, parzialmente controbilanciati da un effetto base favorevole. Anche il tasso di variazione dei prezzi dei beni intermedi è ulteriormente aumentato in agosto, portandosi al 4,8 per cento.

Sempre in agosto, la crescita dei prezzi alla produzione nel settore dei beni di consumo è calata all'1,4 per cento, a causa del rallentamento dei prezzi dei beni non durevoli. Per quanto concerne gli

andamenti sottostanti a quest'ultima componente, la crescita dei prezzi degli alimentari e delle bevande è diminuita, mentre gli scorsi rincari del tabacco hanno continuato a fornire un contributo significativo alla crescita dei prezzi dei beni di consumo non durevoli. Per contro, l'incremento dei prezzi dei beni di consumo durevoli è rimasto invariato, mentre nel settore dei beni di investimento la crescita dei prezzi alla produzione ha segnato un ulteriore lieve aumento.

Inoltre, i dati delle indagini congiunturali sui prezzi degli input indicano la possibilità di ulteriori aumenti dei prezzi alla produzione. In settembre lo *Eurozone Input Price Index* per il settore manifatturiero, basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti, è salito bruscamente a 71,3. Il livello dell'indicatore rimane ben al di sopra di 50, segnalando che gli intervistati percepiscono notevoli pressioni sui costi degli input. L'incremento dell'indice tra agosto e settembre è stato causato dagli ulteriori rincari dei beni energetici, oltre che dai costi crescenti di altri input importanti diversi dai carburanti (ad esempio, acciaio e componenti elettronici). Nel contempo, riflettendo l'impatto della dinamica dei costi degli input, i prezzi applicati dai produttori sono aumentati in settembre per il settimo mese consecutivo. Per contro, nel settore dei servizi lo *Eurozone Input Price Index* è sceso a 58,3, continuando tuttavia a segnalare pressioni sui costi degli input.

Nel complesso, i dati recenti sulla dinamica dei prezzi nei primi stadi del processo produttivo sembrano indicare l'esistenza di ulteriori pressioni al rialzo, ma non sussistono al momento chiari segnali di effetti indiretti dei prezzi dei beni energetici sui prezzi dei beni di consumo.

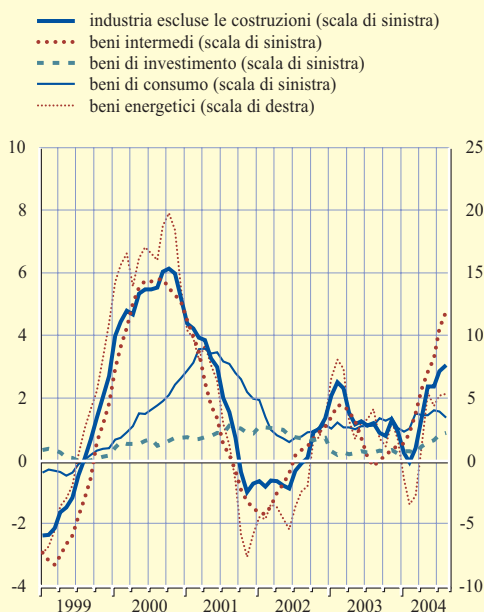
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Alcune indicazioni sulla dinamica del costo del lavoro nell'area per il secondo trimestre sono fornite dall'indicatore delle retribuzioni contrattuali e dalla stima preliminare dell'indice del costo orario del lavoro (cfr. tavola 6). Sostanzialmente in linea con le aspettative, la crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali nel trimestre è lievemente scesa al 2,2 per cento dal 2,3 del primo trimestre. Nello stesso periodo il costo orario del lavoro nell'area è aumentato del 2,2 per cento sul periodo corrispondente, in calo rispetto al 2,7 del primo trimestre.

Nel primo trimestre la crescita dei redditi per occupato si è collocata al 2,1 per cento sul periodo corrispondente, confermando la flessione evidenziata nel corso degli ultimi due anni. Inoltre, la stima dei redditi per occupato per il secondo trimestre, basata sui dati nazionali disponibili con una copertura pari a circa il 90 per cento dell'area, fa ritenere che la crescita potrebbe essere lievemente calata tra il primo e il secondo trimestre.

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,7	2,4	2,4	2,4	2,2	2,3	2,2
Costo orario complessivo del lavoro	3,7	2,8	3,3	2,8	2,1	2,7	2,2
Retribuzioni lorde mensili	3,0	2,7	2,8	2,6	2,5	.	.
Redditi per occupato	2,5	2,4	2,5	2,5	2,1	2,1	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,3	0,3	0,0	0,2	0,5	1,1	1,8
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,2	2,1	2,5	2,4	1,6	1,0	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

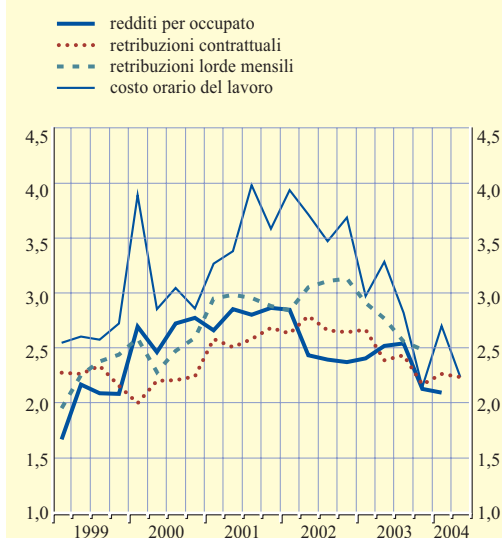
Tutti gli indicatori del costo del lavoro continuano a confermare l'ipotesi che la crescita salariale sia diminuita di recente, intorno al 2,0-2,5 per cento in media nella prima metà dell'anno in corso, dopo i maggiori incrementi registrati per gran parte del 2002 e 2003 (cfr. figura 18). La crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe diminuire ancora nel secondo trimestre, per effetto di un ulteriore considerevole incremento della crescita della produttività del lavoro. In prospettiva, il perdurare di una crescita salariale moderata, riconducibile alla debolezza del mercato del lavoro, unitamente all'andamento favorevole della crescita della produttività del lavoro dovrebbero portare a una contenuta crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nei prossimi trimestri.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Guardando ai prossimi mesi, i recenti rincari petroliferi potrebbero esercitare ulteriori pressioni al rialzo sull'inflazione nel breve periodo. Sulla base delle attuali attese del mercato riguardo ai corsi petroliferi, è improbabile che il tasso di inflazione armonizzata ritorni a livelli inferiori al 2 per cento nel resto dell'anno. Oltre il breve termine, tuttavia, il tasso di inflazione dovrebbe scendere sotto il 2 per cento nel 2005 e non sussistono al momento segnali di rafforzamento delle pressioni inflazionistiche di origine interna. La dinamica salariale recente è stata moderata e questa tendenza dovrebbe continuare nel prossimo futuro in considerazione del protrarsi dell'alto livello di disoccupazione nell'area. Tale valutazione, tuttavia, si basa sull'ipotesi che i corsi petroliferi seguano nei prossimi trimestri l'andamento discendente indicato dai prezzi dei contratti *future*. Un ulteriore rischio verso l'alto è costituito dagli andamenti futuri delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Sebbene al momento non vi siano chiare indicazioni di effetti indiretti e di secondo impatto conseguenti ai rincari delle materie prime, è necessario tenere sotto attenta osservazione i segnali del loro eventuale insorgere.

Figura 18 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La prima stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro per il secondo trimestre indica una crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente pari allo 0,5 per cento, lievemente inferiore allo 0,6 per cento del primo trimestre. L'interscambio commerciale netto ha nuovamente svolto un ruolo importante nel sostenere l'attività dell'area, mentre il contributo della domanda interna è rimasto modesto. Quanto al terzo trimestre, le indagini delineano in genere una crescita sostanzialmente invariata sia nel settore manifatturiero sia nei servizi. Il mercato del lavoro mostra alcuni segnali di miglioramento, ma l'andamento rimane ancora relativamente debole. In prospettiva, un proseguimento della ripresa è atteso nei prossimi trimestri, a un ritmo sostanzialmente in linea con quello osservato di recente.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Come prevedibile, la prima stima dei dati di contabilità nazionale per il secondo trimestre indica che nella prima metà dell'anno la ripresa ha proceduto ad un ritmo relativamente sostenuto. Dopo aver registrato un tasso di crescita dello 0,6 per cento nel primo trimestre su quello precedente, nel secondo il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,5 per cento, confermando la stima rapida pubblicata dall'Eurostat il mese scorso (cfr. figura 19).

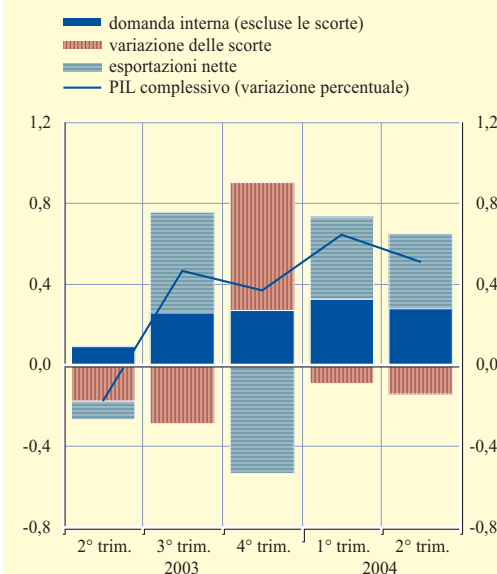
Analogamente al primo trimestre, nel secondo l'attività economica è stata sospinta per lo più dall'apporto significativo dell'interscambio commerciale netto, mentre la domanda interna è rimasta piuttosto debole e la variazione delle scorte ha fornito un contributo negativo alla crescita. Nel secondo trimestre le esportazioni hanno accelerato ulteriormente sotto la spinta di una robusta domanda esterna. Tuttavia, il contributo delle esportazioni nette è rimasto invariato rispetto al primo trimestre, per effetto di un cospicuo aumento delle importazioni. Quanto alla domanda interna, la crescita dei consumi privati è diminuita nel secondo trimestre, rispecchiando in parte gli effetti negativi sul reddito reale dei mercati rincari petroliferi. Tuttavia, la spesa per consumi ha rallentato anche in termini nominali, il che suggerisce l'agire contemporaneo di altri fattori, quali una correzione rispetto ai consumi elevati del primo trimestre. Nel secondo trimestre gli investimenti sono aumenti solo lievemente, mentre i dati per il primo trimestre sono stati rivisti sensibilmente al ribasso. Gli scarsi investimenti della prima metà dell'anno riflettono, in gran parte, una notevole flessione di quelli in costruzioni, mentre le altre voci di spesa per investimenti hanno fatto registrare incrementi che risultano maggiormente in linea con il ritmo dell'attività economica complessiva.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

L'attività industriale è stata relativamente sostenuta nel secondo trimestre e i dati disponibili

Figura 19 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti

(contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



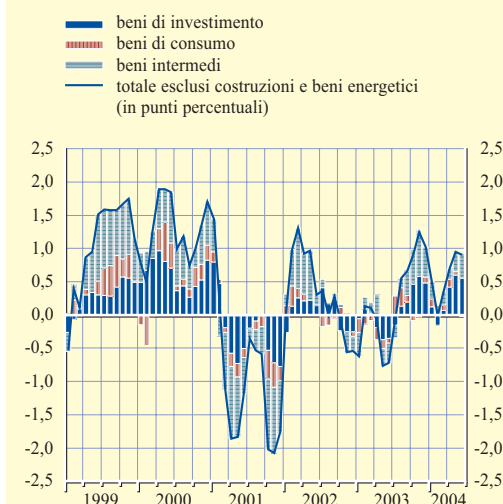
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

fino a luglio indicano che essa ha mantenuto sostanzialmente lo stesso vigore all'inizio del terzo. La produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata in luglio dello 0,3 per cento sul mese precedente e, in termini di media mobile a tre mesi, ha continuato a crescere a un tasso lievemente inferiore all'1 per cento (cfr. figura 20).

Negli ultimi mesi i tre principali settori industriali hanno seguito un andamento profondamente diverso fra loro. La produzione di beni di investimento è cresciuta vigorosamente, con un tasso pari a circa il 2,0 per cento in termini di media mobile a tre mesi in luglio. La produzione di beni intermedi ha registrato un incremento meno sostenuto, mentre quella dei beni di consumo è rimasta sostanzialmente invariata nei tre mesi fino a luglio rispetto ai tre precedenti. Tale andamento è piuttosto tipico di una ripresa, sebbene la produzione di beni di consumo attualmente rimanga piuttosto debole.

Figura 20 Contributi alla crescita della produzione industriale

(contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate su tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

Nel terzo trimestre i risultati delle indagini per il settore manifatturiero hanno fornito segnali in parte contrastanti, pur tendendo a indicare un vigore relativamente stabile dell'attività manifatturiera rispetto al secondo trimestre. Un quadro analogo di crescita sostanzialmente stabile è emerso anche dalle indagini condotte nel settore dei servizi.

I dati sul clima di fiducia delle imprese industriali rilevati dalle indagini sulle imprese della Commissione europea, disponibili per agosto e settembre, mostrano un lieve miglioramento in quest'ultimo mese dopo essere rimasti invariati nei tre precedenti (cfr. figura 21). La fiducia sarebbe quindi aumentata nel complesso del terzo trimestre, principalmente per effetto di una migliore valutazione degli ordini, mentre le attese di produzione sono lievemente diminuite rispetto al secondo trimestre. L'andamento recente dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è in contrasto con quello dell'indicatore del clima di fiducia delle imprese industriali nel terzo trimestre. Il PMI è sceso in settembre per il secondo mese consecutivo, determinando un valore medio per il terzo trimestre inferiore a quello del secondo. La flessione del PMI è riconducibile alle componenti riguardanti produzione, nuovi ordini e tempi di consegna dei fornitori. Nondimeno, il PMI segnala tuttora un protrarsi dell'espansione della produzione manifatturiera nel terzo trimestre, seppure a un ritmo lievemente più moderato.

I risultati delle indagini sono altresì in linea con un proseguimento della crescita nel settore dei servizi durante il terzo trimestre, a un tasso prossimo o lievemente inferiore a quello osservato nel secondo. In settembre le indagini della Commissione europea hanno registrato una lieve flessione della fiducia in questo settore dovuta a un deterioramento del clima di fiducia generale nonché al recente andamento della domanda, solo in parte compensata dalle attese di una domanda più vigorosa. In una prospettiva a più lungo termine, tuttavia, l'indicatore del clima di fiducia continua a essere prossimo al suo valore medio dall'inizio dell'anno. In settembre è altresì diminuito il PMI per l'at-

tività economica nel settore dei servizi, a 53,3, proseguendo così l'andamento al ribasso osservato dalla fine dell'anno scorso. Nonostante le ulteriori flessioni recenti, l'indice rimane a un livello in linea con il protrarsi della crescita del settore dei servizi nel corso del terzo trimestre.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

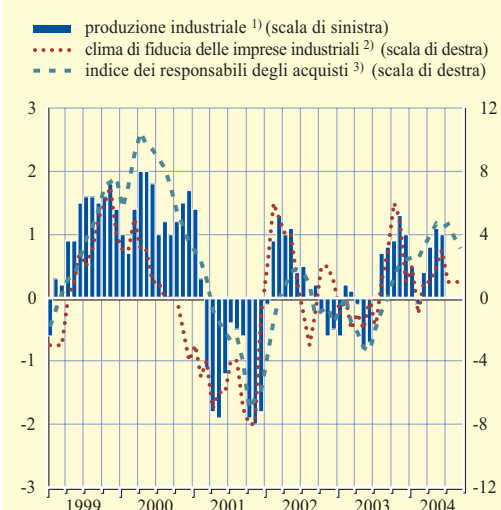
Gli indicatori economici sulla spesa delle famiglie disponibili a frequenza mensile rimangono piuttosto discordanti nel terzo trimestre.

Secondo le stime, in agosto il volume delle vendite al dettaglio sarebbe diminuito dell'1,3 per cento sul mese precedente, mentre i dati di luglio, rivisti al ribasso, indicano una crescita nulla. Il calo di agosto è stato equamente ripartito fra prodotti alimentari e non. Come di consueto, maggiori dettagli sulle componenti saranno disponibili soltanto con i dati rivisti il prossimo mese. Nonostante l'andamento piuttosto sfavorevole in luglio e agosto, i tassi di crescita su tre e dodici mesi sono migliorati con gli ultimi dati, rispecchiando principalmente gli effetti della vigorosa crescita di giugno rispetto al mese precedente (cfr. figura 22). Per quanto concerne altri indicatori della spesa delle famiglie, in luglio e agosto le immatricolazioni di nuove autovetture sono sensibilmente diminuite collocandosi a un livello inferiore del 4,5 per cento a quello medio del secondo trimestre. Nel complesso, il recente andamento del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture non mostra un significativo rafforzamento dei consumi privati nel terzo trimestre.

Ciò nonostante, il clima di fiducia dei consumatori è lievemente migliorato in settembre e nel complesso del terzo trimestre, proseguendo quindi il graduale rialzo osservato dall'inizio del 2003.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

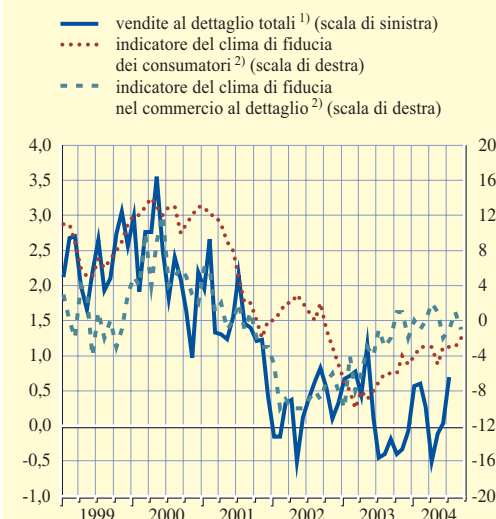
1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.

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

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

Figura 22 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.

Le attese dei consumatori circa la situazione economica nonché le loro aspettative sulla disoccupazione sono migliorate in settembre. Tuttavia, le risposte a domande riguardanti specificatamente i consumi e il risparmio indicano che i consumatori dell'area non avrebbero modificato sostanzialmente l'andamento delle proprie spese attuali o programmate durante il terzo trimestre.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

DISOCCUPAZIONE

In agosto il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è rimasto al 9,0 per cento, invariato dallo scorso aprile (cfr. figura 23). Il numero di disoccupati ha registrato una crescita lievemente più rapida in agosto rispetto a luglio, ma l'andamento negli ultimi due mesi suggerisce un aumento medio della disoccupazione nel terzo trimestre inferiore a quello del secondo, che a sua volta è stato inferiore a quello del primo.

Questi dati, unitamente ad altri che indicano che la flessione del numero degli impieghi disponibili sarebbe in qualche misura rallentata verso la metà dell'anno, segnalano una possibile stabilizzazione delle condizioni del mercato del lavoro.

OCCUPAZIONE

Si stima che l'occupazione sia aumentata dello 0,1 per cento nel secondo trimestre, rispetto alla crescita nulla del primo (cfr. tavola 7). L'incremento riflette una minor contrazione dell'occupazione nell'industria e una crescita lievemente più vigorosa nei servizi. La produttività del lavoro per occupato è ulteriormente cresciuta nel secondo trimestre, all'1,8 per cento sui dodici mesi,

Figura 23 Disoccupazione

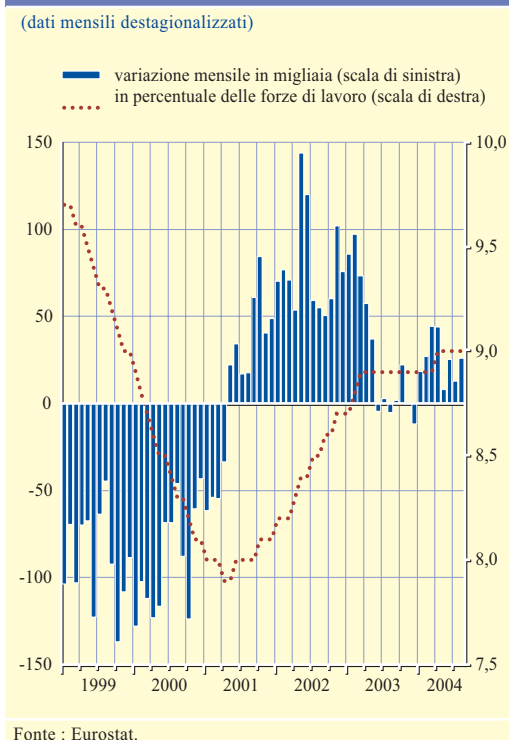


Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2002	2003	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.
Totale economia	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	0,1	-0,9	-0,5
Industria	-1,2	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2
Escluse le costruzioni	-1,4	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3
Costruzioni	-0,6	-0,2	0,4	-0,4	-0,2	0,1	0,1
Servizi	1,4	0,9	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3
Commercio e trasporti	0,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,1	0,2
Finanziari e alle imprese	2,4	1,2	0,1	0,4	0,6	0,4	0,4
Amministrazione pubblica	1,8	1,0	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

superando per la prima volta dall'inizio del 2000 il tasso medio di crescita degli anni novanta. La recente accelerazione della produttività per occupato riflette principalmente il ritardo abituale dell'occupazione nell'adeguarsi a una crescita del PIL più vigorosa. Ci sarebbero anche indicazioni che le ore lavorate per persona occupata, che potrebbero essere state diminuite nel recente periodo di crescita debole, stiano aumentando nell'attuale fase di ripresa (cfr. il riquadro 1 *L'andamento del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro*).

Quanto all'evoluzione nel terzo trimestre, le indagini sull'occupazione mostrano in genere condizioni sostanzialmente stabili rispetto al secondo. In base alle più recenti indagini della Commissione europea, le attese per l'occupazione nel settore manifatturiero sono migliorate marginalmente in settembre, senza però variare in misura rilevante nel complesso del terzo trimestre, mentre per il settore dei servizi sono lievemente peggiorate in settembre e nel complesso del terzo trimestre. Il PMI per l'occupazione in questi due settori è leggermente migliorato in settembre e, in media, nel terzo trimestre.

Riquadro 1

L'ANDAMENTO DEL TOTALE DELLE ORE LAVORATE NELL'AREA DELL'EURO

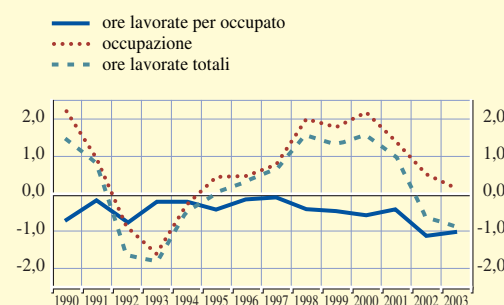
Al fine di ridurre al minimo i costi durante il ciclo economico, le imprese tentano di modificare l'ammontare dei fattori di produzione utilizzati (compreso il lavoro) per adeguarli agli andamenti della domanda di prodotti. A causa dei costi fissi da sostenere per modificare il numero degli occupati, l'adeguamento a livello aziendale del fattore lavoro spesso avviene in parte in termini di ore lavorate per occupato. Questo riquadro esamina alcuni fatti relativi all'aggiustamento ciclico del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro. L'andamento delle serie stimate dalla BCE del totale delle ore lavorate nell'area dell'euro indica che, nel corso del recente periodo di debole crescita, le imprese potrebbero avere effettivamente ridotto l'input di lavoro in termini di ore lavorate per occupato in misura maggiore rispetto a quanto avvenuto nel rallentamento verificatosi agli inizi degli anni novanta. Tuttavia, poiché è difficile distinguere chiaramente tra un'eventuale flessione ciclica e altri fattori (compresi gli andamenti tendenziali) che influenzano il numero di ore lavorate, queste conclusioni rimangono preliminari.

L'analisi degli andamenti ciclici delle ore lavorate nell'area dell'euro viene limitata dalla mancanza di dati ufficiali. Una stima del totale di ore lavorate è stata ottenuta utilizzando i dati annuali relativi alle ore lavorate per occupato tratti dall'Indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat moltiplicati per il numero totale degli occupati. Gli andamenti del totale delle ore lavorate riflettono dunque le variazioni del numero degli occupati e delle ore lavorate per persona dagli occupati sia a tempo parziale sia a tempo pieno. Le ore effettivamente lavorate escludono le assenze dovute, per esempio, a congedo e malattia, mentre includono le ore di straordinario.

La stima delle ore lavorate mostra un calo tendenziale delle ore lavorate per occupato nel corso degli anni novanta, nonché variazioni cicliche sia nel totale delle ore lavorate sia nell'occupazione (cfr. figura). Sulla base di una semplice analisi di correlazione con l'attività nelle ultime due deca-

Totale delle ore lavorate, occupazione e ore lavorate per occupato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

di, il totale delle ore lavorate appare chiaramente prociclico. Inoltre, tale dato indica che le ore lavorate complessive sembrano reagire alle variazioni dell'attività economica in modo in qualche misura più rapido rispetto all'occupazione. Per quanto concerne la recente fase di debole crescita, vi sono indicazioni secondo cui le ore lavorate per occupato potrebbero essere diminuite in questo periodo in misura lievemente maggiore che nel corso del rallentamento dell'attività economica, relativamente più netto, verificatosi nei primi anni novanta¹⁾. Tuttavia è importante notare come sia difficile distinguere chiaramente tra un'eventuale flessione ciclica e altre variazioni di breve termine delle ore lavorate, che includono effetti legati al numero di giorni lavorativi e alla riduzione delle ore medie di lavoro in alcuni paesi dell'area dell'euro. Pertanto, le conclusioni sull'influenza delle ore lavorate nel corso del recente periodo di modesta crescita dell'economia rimangono alquanto preliminari.

Gli andamenti delle stime del totale delle ore lavorate suggeriscono che, nel corso degli anni novanta, le imprese potrebbero aver acquisito maggior flessibilità nella riduzione dei costi modificando il numero delle ore lavorate. L'evidenza aneddotica avvalora l'ipotesi che le aziende abbiano modificato in vari modi le ore lavorate per occupato. Il quadro normativo per le ore di lavoro annue nell'area dell'euro viene regolato per legge e, nell'ambito di tale quadro, normalmente i dettagli di uno specifico piano di lavoro vengono fissati a livello aziendale, spesso attraverso un contratto collettivo. Secondo l'Osservatorio europeo sulle relazioni industriali (OERI)²⁾, negli ultimi anni sono state rare le diminuzioni generalizzate di rilievo delle ore lavorate per settimana, mentre riduzioni più modeste sono state negoziate a livello aziendale. Tali accordi si riferiscono principalmente a diminuzioni delle ore di lavoro settimanali, a riduzioni delle ore di lavoro annue e/o all'introduzione di congedi aggiuntivi. Inoltre, si stanno diffondendo dei contratti flessibili che, ad esempio, prevedono il computo su base annuale delle ore lavorate e permettono di calcolare e programmare l'orario lavorativo in maniera flessibile nel corso dell'anno. In generale, questi accordi riducono la necessità delle imprese di modificare la forza lavoro nel corso del ciclo economico, trasferendo gli adeguamenti sulle ore lavorate per addetto e abbassando dunque i costi derivanti da assunzioni e licenziamenti di personale a tempo pieno.

In prospettiva, la possibile riduzione delle ore lavorate durante la recente fase di rallentamento della crescita implicherebbe la possibilità che nel corso della ripresa le aziende aumentino il numero delle ore lavorate per persona prima di accrescere l'occupazione. Alcune recenti indicazioni evidenziano come a partire dalla metà del 2003 si sia verificato un effettivo incremento delle ore lavorate per occupato nell'area dell'euro. Si prevede che a tale incremento faccia seguito un graduale aumento dell'occupazione.

- 1) Il calo delle ore lavorate per persona occupata a partire dal 2001 ha avuto effettivamente luogo nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, sebbene esso abbia assunto dimensioni di maggior rilievo in Francia a causa dell'introduzione della settimana di 35 ore. Tuttavia le principali conclusioni dell'analisi rimangono valide anche quando si escluda dal campione la Francia.
- 2) Agenzia di monitoraggio a struttura tripartita, che si basa su una rete di istituti di ricerca e tiene sotto osservazione gli andamenti del mercato del lavoro nell'Unione europea (per ulteriori informazioni cfr. www.eiro.eurofound.eu.int).

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati recenti confermano che la ripresa nell'area dell'euro sta continuando sostanzialmente secondo le previsioni. In particolare, le indagini sono coerenti con un protrarsi della crescita nel terzo trimestre.

In prospettiva, sebbene ultimamente siano sorte alcune incertezze sul rafforzamento dell'attività, riconducibili in parte all'ulteriore evoluzione sfavorevole dei mercati petroliferi, la ripresa dovrebbe continuare nei prossimi trimestri, a un ritmo sostanzialmente in linea con quello osservato di recente. La domanda esterna all'area dovrebbe rimanere vigorosa e, quindi, sostenere ancora la crescita delle esportazioni, mentre sussistono le condizioni per un graduale rafforzamento della domanda interna. In particolare, gli investimenti dovrebbero trarre vantaggio dal contesto attuale di bassi tassi di interesse, ripristinata redditività delle imprese e attese di crescita positiva. Inoltre, i consumi privati dovrebbero poter recuperare in linea con la crescita del reddito disponibile reale, il quale dovrebbe essere ulteriormente sostenuto dalla graduale ripresa dell'occupazione.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In settembre e agli inizi di ottobre l'euro si è lievemente apprezzato rispetto a gran parte delle principali valute. Tuttavia, in un contesto di perduranti incertezze circa le prospettive di inflazione e di crescita a medio termine in tutte le maggiori aree economiche, i tassi di cambio principali si sono generalmente mantenuti entro gli intervalli osservati da maggio, risentendo in misura soltanto temporanea delle notizie sull'attività economica. La moneta unica europea ha continuato a registrare un moderato deprezzamento nei confronti sia della corona svedese sia delle valute dei tre principali nuovi Stati membri dell'UE e più in particolare dello zloty polacco.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

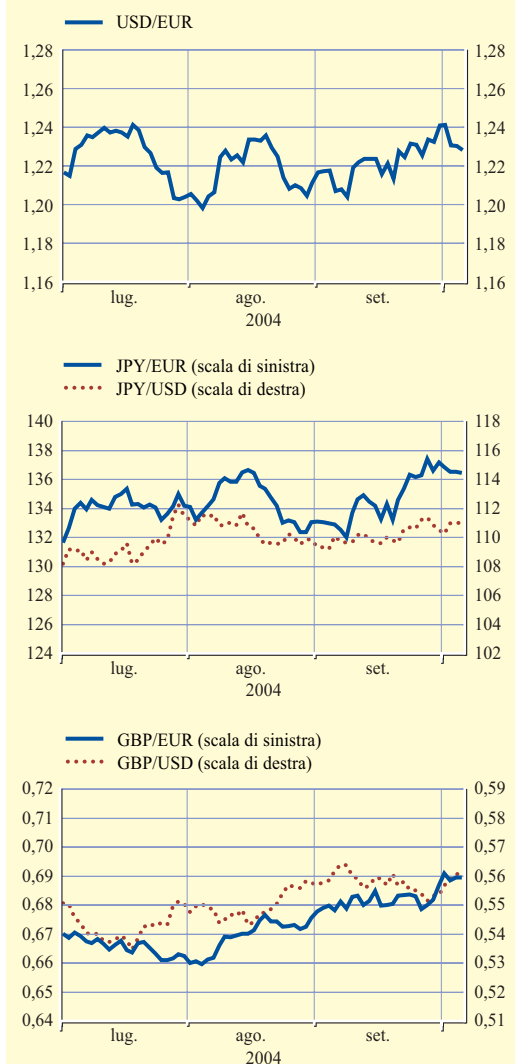
Dopo essersi indebolito nella seconda metà di agosto, durante gran parte di settembre l'euro ha evidenziato un lieve e graduale rafforzamento rispetto al dollaro statunitense (cfr. figura 24). Per tutto questo periodo, i segnali di attenuazione delle spinte inflazionistiche negli Stati Uniti hanno concorso a far scendere i rendimenti obbligazionari statunitensi e potrebbero avere esercitato pressioni al ribasso sul dollaro. La pubblicazione di altri dati economici avrebbe invece avuto ripercussioni piuttosto limitate sul cambio dollaro/euro. In particolare, le evidenze di un ulteriore ampliamento del disavanzo di conto corrente statunitense nel secondo trimestre 2004 erano state largamente anticipate – dopo che le precedenti pubblicazioni mensili sull'interscambio avevano rivelato crescenti disavanzi commerciali – e non hanno pertanto influito in misura particolarmente negativa sul dollaro. Analogamente, la decisione adottata il 19 settembre dal Federal Open Market Committee di aumentare di 25 punti base i tassi d'interesse era già stata ampiamente scontata dagli operatori e non ha quindi fornito un sostegno durevole alla moneta statunitense. Agli inizi di ottobre, il dollaro statunitense si è lievemente apprezzato rispetto a tutte le principali valute. Il 6 ottobre l'euro si situava a 1,23 dollari, un valore superiore dell'1,4 per cento a quello di fine agosto e dell'8,6 per cento alla media del 2003.

YEN GIAPPONESE/EURO

In settembre l'euro si è apprezzato lievemente anche nei confronti dello yen giapponese (cfr. figura 24), che nello stesso periodo è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al dollaro statunitense. La pubblicazione, in settembre, di dati indicativi di un rallentamento della produzione industriale e

Figura 24 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

di un aumento del tasso di disoccupazione in Giappone può avere inciso in senso negativo sull'atteggiamento degli operatori riguardo allo yen. Tali pressioni sono state ulteriormente accentuate dal temporaneo calo subito dai corsi azionari nipponici nella seconda metà di settembre nonostante l'evoluzione relativamente favorevole della redditività delle imprese e degli indicatori del clima di fiducia nel paese. Verso la fine del periodo in esame lo yen si è tuttavia apprezzato in concomitanza con la diffusione di risultati relativamente positivi dell'indagine congiunturale Tankan, risultati che hanno anche contribuito alla risalita dei corsi azionari. Il 6 ottobre l'euro è stato quotato a 136,5 yen, un livello superiore del 2,6 per cento a quello di fine agosto e del 4,2 per cento alla media del 2003.

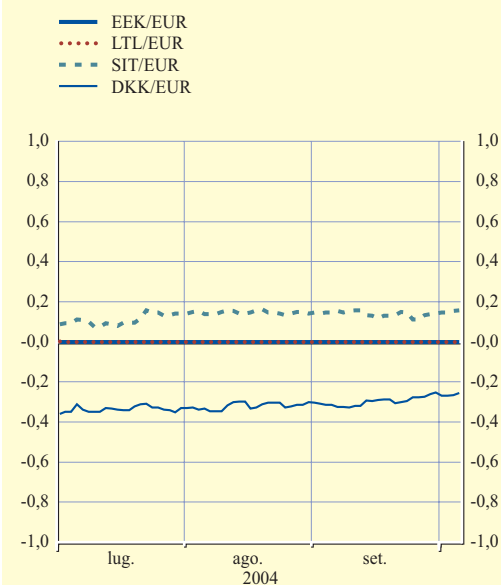
VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, la corona danese e il tallero sloveno hanno continuato a oscillare entro intervalli ristretti in prossimità delle rispettive parità centrali (cfr. figura 25). In linea con gli impegni unilaterali assunti da Estonia e Lituania a mantenere i *currency board* coerenti con i margini di oscillazione standard degli AEC II, la corona estone e il litas lituano sono rimasti invariati rispetto alla loro parità centrale.

In settembre e agli inizi di ottobre l'euro si è lievemente apprezzato anche nei confronti della sterlina britannica (cfr. figura 24). All'indebolimento di quest'ultima valuta nel periodo

Figura 25 Tassi di cambio negli AEC II

(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)

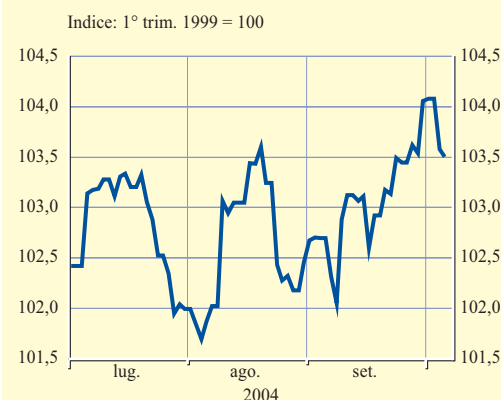


Fonte: BCE.

Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono $\pm 2,25\%$; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di $\pm 15\%$.

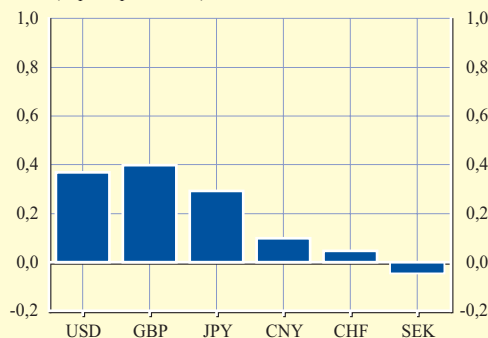
Figura 26 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 31 agosto al 6 ottobre 2004
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 23 importanti partner commerciali.

2) I contributi alle variazioni del TCE-23 sono riportati soltanto per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascuno di essi nell'indice TCE-23.

ha continuato a contribuire soprattutto il moderarsi delle aspettative di mercato circa il ritmo di inasprimento monetario nel Regno Unito in presenza di una percezione da parte degli operatori di mercato di un possibile rallentamento della dinamica dei prezzi delle abitazioni negli ultimi mesi. Il 6 ottobre l'euro veniva quotato a 0,69 sterline, un livello superiore del 2,1 per cento a quello di fine agosto e prossimo alla media del 2003. In settembre la moneta unica europea si è deprezzata rispetto alla corona svedese, allo zloty polacco, alla corona ceca e al fiorino ungherese, si è apprezzata sul lat lettone ed è rimasta sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina cipriota, della corona slovacca e della lira maltese.

ALTRE VALUTE

L'euro si è lievemente apprezzato rispetto al franco svizzero, mentre si è indebolito sul dollaro canadese e sulla corona norvegese che hanno tratto beneficio dal perdurante incremento dei corsi petroliferi e dal livello relativamente elevato dei prezzi delle materie prime non petrolifere. Nel contempo, la moneta unica europea si è rafforzata non soltanto rispetto alle valute asiatiche ancorate al dollaro statunitense – quali il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong – ma anche sul won sudcoreano.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 6 ottobre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 fra i principali partner commerciali dell'area, si situava a un livello superiore dell'1 per cento a quello di fine agosto e del 3,6 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 26). L'apprezzamento complessivo in termini effettivi in settembre ha riflesso soprattutto il vigore dell'euro nei confronti del dollaro statunitense, della sterlina britannica e dello yen giapponese (valute con un notevole peso relativo nel paniere dei tassi di cambio effettivi basati sull'interscambio), parzialmente compensato dal moderato deprezzamento rispetto alle divise dei paesi esportatori di materie prime e di alcuni nuovi Stati membri dell'UE.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In luglio il valore dei beni esportati è salito dello 0,7 per cento rispetto al mese precedente e le importazioni sono cresciute dell'1,1 per cento, in parte a causa del rincaro del petrolio. In un'ottica di più lungo periodo, l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente è in crescita dalla fine del 2003, soprattutto grazie alla vigorosa dinamica delle esportazioni riconducibile alla robusta domanda estera. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme consistenti deflussi netti. Tuttavia, per il possibile effetto del migliorato quadro economico dell'area dell'euro, dal secondo trimestre del 2004 i deflussi netti cumulati per investimenti di portafoglio sono andati calando.

CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in luglio un avanzo pari a 1,8 miliardi di euro (3,1 miliardi in termini non destagionalizzati). Tale risultato è principalmente riconducibile all'avanzo nei beni, solo in parte controbilanciato dal disavanzo nei trasferimenti correnti, mentre il conto dei servizi e quello dei redditi sono rimasti pressoché in pareggio (cfr. tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). Rispetto al mese precedente, l'avanzo del conto corrente è aumentato di 1,4 miliardi di euro. Ciò va imputato soprattutto al calo (di 4,2 miliardi di euro) del disavanzo nei redditi, parzialmente controbilanciato dalla flessione (di 1,2 miliardi) dell'avanzo nei servizi e dall'aumento (di 1,3 miliardi) del disavanzo nei trasferimenti correnti.

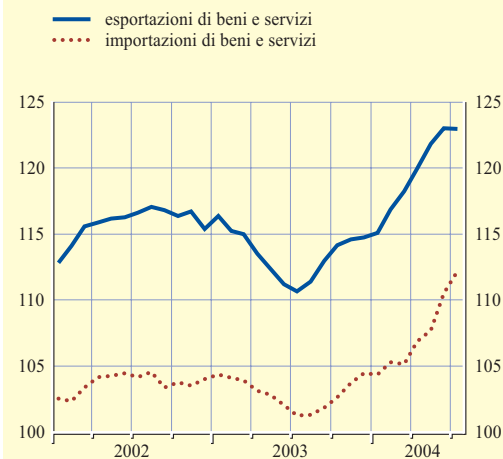
In luglio il valore dei beni esportati è aumentato dello 0,7 per cento rispetto al mese precedente, in parte per effetto della vigorosa domanda estera, mentre le importazioni sono salite dell'1,1 per cento sulla scia del rincaro del petrolio e della perdurante espansione della domanda nell'area dell'euro. Per contro, nello stesso periodo le esportazioni di servizi sono diminuite in misura significativa mentre le importazioni hanno registrato un calo inferiore. Di conseguenza, la media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni e servizi si è stabilizzata in luglio, mentre le importazioni di beni e servizi hanno continuato a evidenziare una crescita robusta (cfr. figura 27).

In un'ottica di più lungo termine, l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area è costantemente aumentato, passando da un minimo di circa 24 miliardi di euro alla fine del 2003 ai 50,1 miliardi di luglio 2004 (cfr. figura 28). Tale aumento è principalmente riconducibile all'evoluzione dell'attivo dei beni e del saldo del conto dei redditi. In luglio il valore cumulato sui dodici mesi delle esportazioni e delle importazioni di beni con il resto del mondo è aumentato rispettivamente del 4,2 e del 3,3 per cento nel confronto con i dodici mesi precedenti. Mentre l'incremento di valore delle importazioni è parzialmente riconducibile al rincaro del petrolio, quello delle esportazioni va attribuito soprattutto alla robusta domanda estera. Il riquadro 2 descrive nel dettaglio la scomposizione geografica della domanda estera dell'area dell'euro su un orizzonte temporale più lungo. Nei 12 mesi terminati a luglio 2004 il disavanzo cumulato del conto dei redditi è sceso di 15,8 miliardi, soprattutto per effetto dei minori esborsi.

Guardando alla scomposizione dei flussi commerciali in volumi e prezzi – in base alle statistiche sul commercio estero di Eurostat fino a giugno 2004 – l'aumento di valore delle esportazioni osservato nel secondo trimestre del 2004 sarebbe imputabile all'incremento sia di volume sia di prezzo delle stesse (cfr. tavola 7.3 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). L'espansione dei volumi esportati è in linea con il vigore della domanda estera in tale trimestre, che potrebbe anche in parte spiegare la contestuale ascesa dei prezzi all'esportazione. Di fatto, gli esportatori

Figura 27 Area dell'euro: esportazioni e importazioni di beni e servizi

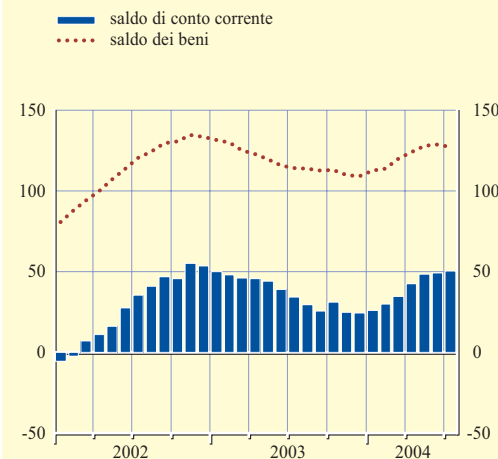
(miliardi di euro; medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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.

dell'area potrebbero avere sfruttato le favorevoli condizioni della domanda per aumentare i prezzi e i margini di profitto che erano andati calando dall'inizio della fase ascendente dell'euro nel secondo trimestre del 2002. Allo stesso tempo, l'incremento di valore delle importazioni nel secondo trimestre del 2004 sembra riflettere soprattutto il rincaro delle importazioni, per lo più imputabile al maggiore prezzo in dollari statunitensi del petrolio, cui si è aggiunto il moderato indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro intervenuto nel periodo.

CONTO FINANZIARIO

In luglio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 38,7 miliardi di euro. In particolare, gli investimenti di portafoglio hanno evidenziato deflussi netti relativamente ampi (per 30,5 miliardi di euro) e principalmente riconducibili ai flussi netti in uscita per strumenti di debito (36,7 miliardi), solo in parte compensati dai flussi netti in entrata per titoli azionari (6,2 miliardi di euro).

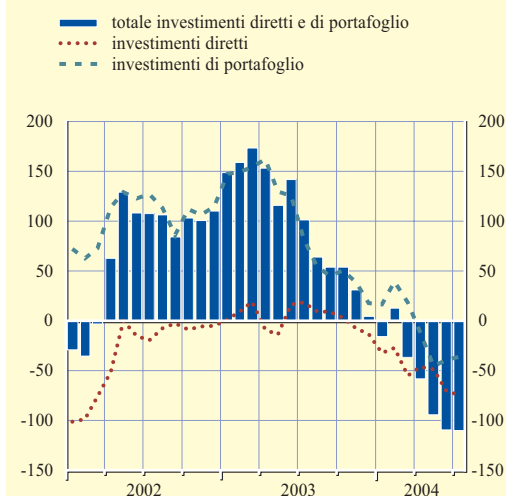
I flussi netti in uscita per strumenti di debito sono per lo più imputabili agli acquisti netti di titoli di debito esteri da parte di residenti dell'area (per un totale di 30,1 miliardi di euro). Gli investimenti diretti hanno registrato deflussi netti per 8,3 miliardi di euro, riconducibili tanto alla voce azioni (principalmente investimenti all'estero effettuati dai residenti dell'area) quanto a quella del debito (che comprende principalmente prestiti intersocietari).

Nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 110,1 miliardi di euro, contro afflussi netti per 101,2 miliardi un anno prima. Per il quinto mese consecutivo, in luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati. Gli andamenti nei dodici mesi fino a luglio sono da ricondurre a un'inversione di direzione (da afflussi netti a deflussi netti) di entità analoga sia degli investimenti diretti sia di quelli di portafoglio (cfr. figura 29). Mentre per gli investimenti diretti tale mutamento di segno è principalmente imputabile al calo progressivo (da 140,9 a 33,8 miliardi di euro) degli afflussi nell'area a fronte di deflussi relativamente stabili, nel caso degli investimenti di portafoglio va in larga misura attribuito alla diminuzione (di 90,4 miliardi di euro) degli acquisti netti di strumenti di debito dell'area da parte di non residenti e – in grado inferiore – all'aumento (di 73,5 miliardi) degli acquisti netti di azioni estere da parte di residenti dell'area.

Gli investimenti di portafoglio hanno continuato nell'insieme a registrare deflussi netti cumulati, che tuttavia sono andati calando a partire dal secondo trimestre del 2004 per il possibile effetto del migliorato quadro economico dell'area dell'euro. Inoltre, dato il calo dell'incertezza geopolitica dopo la guerra in Iraq, il processo di ricomposizione dei portafogli internazionali osservato dalla metà del 2003, specificamente per quanto riguarda i titoli a reddito fisso, potrebbe essere in fase di graduale esaurimento.

Figura 29 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

Riquadro 2

LA COMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLA DOMANDA ESTERA ALL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro esamina brevemente l'evoluzione del valore delle esportazioni di beni all'esterno dell'area dell'euro negli ultimi anni e descrive le variazioni della composizione della domanda estera ¹⁾.

Le esportazioni dell'area dell'euro verso l'Asia, Giappone escluso, e i nuovi Stati membri dell'UE sono state particolarmente vigorose negli ultimi anni, con tassi di crescita annuali mediamente compresi tra il 5 e il 10 per cento in valore nominale (cfr. figura A). Tra il 2002 e gli inizi del 2004 le esportazioni verso la Cina sono cresciute anche più rapidamente, a tassi compresi tra il 10 e il 25 per cento. Tuttavia, le esportazioni totali dell'area si sono ridotte del 2,6 per cento nel 2003. In particolare, quelle verso gli Stati Uniti, il Giappone e il Regno Unito sono diminuite rispettivamente del 9,8, 5,7 e 6,2 per cento. Tali dinamiche riflettono gli effetti dell'apprezzamento dell'euro iniziato nel secondo trimestre del 2002 e l'andamento modesto della domanda di beni d'importazione nei paesi menzionati nel secondo semestre del 2002 e nel primo del 2003.

Malgrado i flussi verso Stati Uniti, Giappone e Regno Unito siano calati nel 2003, le esportazioni dell'area hanno tratto vantaggio dalla crescita più dinamica della domanda di beni d'importazione in altre regioni. In particolare, l'Asia (escluso il Giappone) e i nuovi Stati membri hanno fornito un contributo positivo alle esportazioni dell'area sin dal 2001, compensando così parzialmente la flessione delle esportazioni verso le altre regioni (cfr. figura B), soprattutto nello scorso anno. Più di recente, gli esportatori dell'area si sono giovati della forte ripresa della domanda estera registrata nella maggior parte dei mercati d'esportazione a partire dalla seconda metà del 2003.

Di conseguenza, negli ultimi anni la composizione geografica dell'interscambio commerciale dell'area dell'euro si è modificata lievemente. Lo sviluppo più sorprendente riguarda la quota crescente dei nuovi Stati membri dell'UE, che, inferiore al 9 per cento nella seconda metà degli anni

Domanda estera dell'area dell'euro: scomposizione in quote

(in punti percentuali)

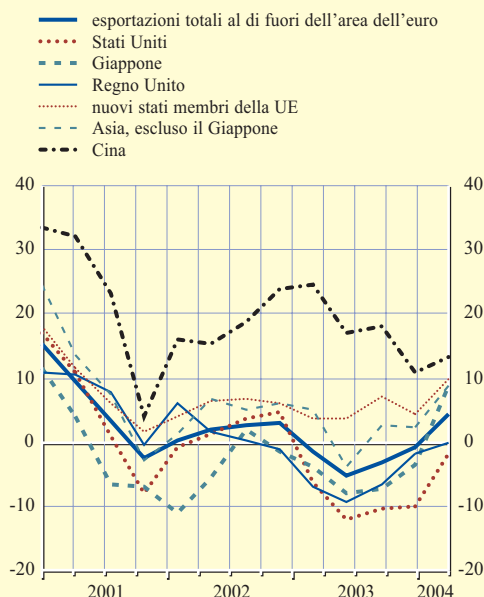
	1995-2000	2001	2002	2003
Stati Uniti	14,7	17,0	17,0	15,7
Giappone	3,6	3,2	3,1	3,0
Paesi UE non partecipanti all'euro	34,4	34,8	35,1	35,4
di cui: Regno Unito	18,8	19,0	19,0	18,3
Svezia	4,0	3,5	3,4	3,6
Danimarca	2,6	2,3	2,3	2,4
nuovi Stati membri della UE	8,9	10,0	10,3	11,1
Svizzera	6,8	6,2	5,9	6,0
Asia, escluso il Giappone	13,0	12,3	12,7	13,2
di cui: ASEAN	3,8	3,2	2,9	2,8
Cina	1,9	2,4	2,8	3,3
Altri paesi	27,6	26,4	26,3	26,7
Esportazioni totali al di fuori dell'area dell'euro	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati in miliardi di euro.

1) La misura della domanda estera cui si fa riferimento in questo riquadro è una media geometrica ponderata delle importazioni dei partner commerciali dell'area dell'euro. I pesi utilizzati per ciascun paese o regione sono basati su flussi commerciali bilaterali.

Figura A Crescita delle esportazioni dell'area verso alcuni partner commerciali

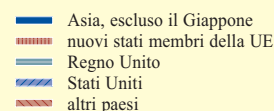
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura B Contributo di alcuni partner commerciali alla crescita delle esportazioni dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

novanta, rappresenta ora oltre l'11 per cento delle esportazioni totali all'esterno dell'area. Nel complesso, nel 2003 la quota delle esportazioni dell'area verso i paesi dell'UE non inclusi nell'area è salita al 35,4 per cento, dal 34,4 per cento della seconda metà degli anni novanta. All'interno di questo gruppo, le esportazioni dell'area sono state destinate per oltre la metà al Regno Unito (18,3 per cento del totale) e per quasi un terzo ai nuovi Stati membri. Gli Stati Uniti, l'Asia escluso il Giappone e la Svizzera sono gli altri principali partner commerciali dell'area (rappresentando, rispettivamente, il 15,7, il 13,2 e il 6,0 per cento della domanda esterna all'area totale).

Sebbene la quota dell'Asia escluso il Giappone si sia mantenuta sostanzialmente costante (tra il 12 e poco più del 13 per cento), la sua composizione è notevolmente mutata. La Cina assorbe attualmente un quarto delle esportazioni dell'area in questa regione, mentre nella seconda metà degli anni novanta ne assorbiva all'incirca un sesto. L'aumento significativo del peso della Cina nell'interscambio è stato realizzato a spese dei paesi inclusi nell'ASEAN (Sud-est asiatico), il cui peso nelle esportazioni dell'area nella regione è calato, nello stesso periodo, da un terzo a un quinto. Pertanto, nel 2003 la Cina ha contribuito per il 3,3 per cento alla domanda estera rivolta all'area dell'euro, a fronte di una quota inferiore al 2 per cento nella seconda metà degli anni novanta. Nello stesso periodo, la quota dei paesi dell'ASEAN è scesa dal 3,8 al 2,8 per cento.

ANALISI MONETARIA IN TEMPO REALE

L'obiettivo primario della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. Nella letteratura economica sia teorica che empirica è ampiamente riconosciuto che la quantità di moneta e il livello dei prezzi sono strettamente connessi nel lungo termine. Dato che l'inflazione è quindi, nel medio-lungo periodo, un fenomeno monetario la BCE ha assegnato un ruolo di primaria importanza alla moneta nella sua strategia di politica monetaria. In virtù della verifica incrociata con l'analisi economica, l'analisi monetaria contribuisce pertanto significativamente al processo decisionale del Consiglio direttivo della BCE e alla politica monetaria di quest'ultima.

Questo articolo illustra come gli strumenti sviluppati e utilizzati dagli esperti della BCE e da altri ricercatori siano stati impiegati negli ultimi anni per individuare i segnali monetari relativi ai rischi per la stabilità futura dei prezzi. Portare a termine tale analisi è risultato un compito impegnativo, poiché le eccezionali incertezze economiche, finanziarie e geopolitiche del periodo compreso tra il 2001 e il 2003 hanno influito sulle dinamiche monetarie di breve periodo e hanno quindi complicato l'estrazione dagli andamenti monetari dei segnali relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi. Ciò nondimeno, combinando analisi istituzionali e analisi basate su modelli è stato possibile valutare in tempo reale le implicazioni degli andamenti monetari per le variazioni future dei prezzi.

I INTRODUZIONE

Molti studi empirici hanno dimostrato che gli andamenti monetari contengono informazioni rilevanti ai fini della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi su orizzonti da medio a più lungo termine¹⁾. Di conseguenza, nell'ottobre del 1998 alla moneta è stato assegnato un ruolo di primo piano nella strategia di politica monetaria della BCE²⁾.

In quel periodo le analisi empiriche sull'area dell'euro erano basate su dati "sintetici" costruiti a partire da statistiche nazionali. Dato che l'area dell'euro era un'entità economica del tutto nuova, non esisteva nessuna vera serie temporale per l'area. Attualmente sono disponibili dati sull'area dell'euro per un periodo di oltre cinque anni – un campione ancora modesto ai fini analitici, ma comunque sufficiente per sviluppare una certa comprensione delle dinamiche che caratterizzano le variabili economiche dell'area vista nel suo insieme.

Sfruttando i dati disponibili e, più in generale, utilizzando l'esperienza tratta dall'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro dal 1999, il Consiglio direttivo della BCE ha intrapreso una valutazione della propria strategia di politica monetaria nel maggio del 2003³⁾. Un

aspetto di tale indagine è stata la valutazione del ruolo svolto dall'analisi monetaria. Una serie di studi empirici è stata portata a termine⁴⁾. Inoltre, sono stati analizzati i recenti sviluppi della letteratura che si occupa di moneta e di politica monetaria⁵⁾. La valutazione ha confermato il ruolo molto importante della moneta nella strategia di politica monetaria della BCE. Il Consiglio direttivo ha precisato che l'analisi monetaria è utilizzata, in una prospettiva da medio a più lungo termine, per una verifica incrociata della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi a breve-medio termine ottenuta dall'analisi

- 1) Per una rassegna, cfr. G. T. McCandless e W. E. Weber (1995), *Some monetary facts*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review* 19 (3), pagg. 2-11, e M. A. King (2002), *No money, no inflation – the role of money in the economy*, Bank of England, *Quarterly Bulletin*, estate 2002, pagg. 162-177.
- 2) Cfr. *A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB*, Comunicato stampa della BCE, 13 ottobre 1998, e *La strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*, Bollettino mensile, gennaio 1999, pagg. 39-51.
- 3) Cfr. *I risultati della valutazione svolta dalla BCE sulla sua strategia di politica monetaria*, Bollettino mensile, giugno 2003, pagg. 85-99.
- 4) Per una rassegna di tali studi, cfr. O. Issing (2003), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, BCE, Francoforte sul Meno.
- 5) Nell'ambito di tale esercizio è stato inoltre esaminato criticamente il rinnovato interesse accademico nella relazione tra andamenti monetari e prezzi delle attività (cfr. il riquadro *Il legame fra i prezzi delle attività e gli andamenti monetari*, Bollettino mensile, settembre 2004, pagg. 21-23).

economica (che si focalizza sugli andamenti dei costi e sugli squilibri tra domanda e offerta nel più breve periodo).

Tale verifica incrociata è una caratteristica essenziale della strategia di politica monetaria della BCE. Essa garantisce che il Consiglio direttivo, nel formare il proprio giudizio complessivo sui rischi per la stabilità dei prezzi, non trascuri importanti informazioni relative alle tendenze future dei prezzi. Tutte le relazioni di complementarità tra l'analisi monetaria e l'analisi economica sono sfruttate per assicurare l'utilizzo coerente ed efficiente della serie di informazioni più ampia possibile. Questo metodo favorisce una maggiore comprensione della situazione economica complessiva e riduce il rischio di errori di politica monetaria causati da un eccessivo affidamento su singoli indicatori, previsioni o modelli. Un tale approccio accresce la robustezza della politica monetaria della BCE in un contesto inevitabilmente incerto. Inoltre, attribuendo un'appropriata considerazione all'analisi monetaria nel processo decisionale, la verifica incrociata assicura anche il mantenimento da parte della politica monetaria di un saldo orientamento a medio termine.

L'attuazione pratica di tale verifica incrociata è in genere un esercizio molto impegnativo. Gli andamenti monetari di breve periodo sono spesso influenzati da shock transitori. Analogamente, su orizzonti temporali brevi, le dinamiche dei prezzi sono significativamente influenzate da molti fenomeni non monetari. Pertanto, la relazione di breve periodo tra gli andamenti monetari e l'inflazione è complessa. Riconoscendo tale complessità, il Consiglio direttivo ha sempre sottolineato che la politica monetaria non reagisce meccanicamente agli andamenti monetari, ma risponde, invece, solo alle informazioni contenute negli aggregati monetari che sono rilevanti per il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'analisi monetaria deve pertanto essere in grado di avere una visione che va oltre le fonti di disturbo presenti nei dati monetari e di individuare le tendenze sottostanti rilevanti per le decisioni di politica monetaria. La sfida per l'analisi monetaria con-

siste quindi nell'estrazione del segnale contenuto negli andamenti monetari relativo ai rischi inflazionistici su orizzonti da medio a più lungo termine.

Negli ultimi anni tale compito non è risultato semplice. Il protratto calo degli indici dei mercati azionari dopo la primavera del 2000 e il livello eccezionalmente elevato di incertezza finanziaria, economica e geopolitica tra il 2001 e il 2003 hanno offuscato il segnale sottostante derivante dalla moneta e relativo alle prospettive per l'andamento dei prezzi. Nondimeno, grazie all'attuazione di una approfondita analisi istituzionale⁶⁾ e di una serie di tecniche statistiche ed econometriche, la BCE è stata in grado di individuare in tempo reale le principali cause alla base degli andamenti monetari e di estrarre le informazioni relative ai rischi per la stabilità dei prezzi rilevanti ai fini delle decisioni di politica monetaria.

In tale contesto, il presente articolo illustra alcuni principali aspetti dell'analisi monetaria condotta dalla BCE negli ultimi anni. A causa di limiti di spazio e per motivi espositivi l'articolo non intende essere completamente esaustivo. Esso è principalmente incentrato sull'analisi degli andamenti di M3 e, in particolare, su alcuni dei metodi utilizzati per estrarre dagli andamenti di M3 i segnali relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi. Altri elementi importanti dell'analisi monetaria non sono esaminati in dettaglio.

La restante parte dell'articolo è formata da cinque sezioni. Nella prima vengono presentati sinteticamente gli andamenti monetari registrati dal 1999. Nella seconda tali andamenti sono analizzati utilizzando modelli convenzionali di domanda di moneta. Nella terza vengono costruite diverse misure delle dinamiche monetarie sottostanti al fine di cogliere quegli andamenti di M3 che hanno maggiori probabilità di rappresentare

6) L'analisi istituzionale è qui definita come l'analisi degli andamenti monetari che combina informazioni provenienti da varie fonti tra cui voci del bilancio delle IFM, componenti e contropartite di M3, dati sui conti finanziari, dati di bilancia dei pagamenti e dati finanziari. Tale analisi è caratterizzata da un ampio grado di discrezionalità.

dei rischi per la stabilità futura dei prezzi. Nella quarta alcune di queste misure degli andamenti monetari sottostanti sono utilizzate per costruire una valutazione basata su diversi scenari dei rischi per la stabilità futura dei prezzi derivanti dall'analisi monetaria. Infine, vengono presentate alcune brevi osservazioni conclusive.

2 RASSEGNA DEGLI ANDAMENTI MONETARI DAL 1999

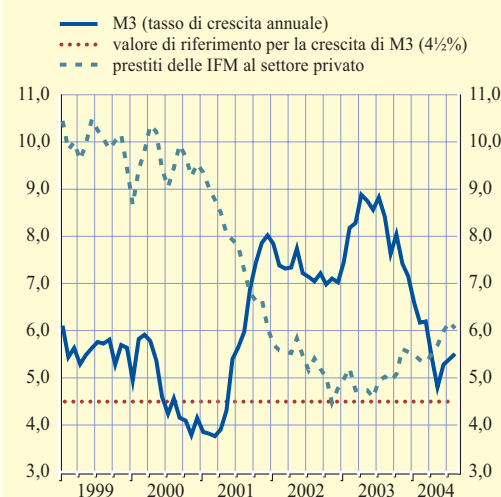
Nel primo anno dell'UEM la crescita di M3 sui dodici mesi si è collocata lievemente al di sopra del valore di riferimento della BCE per la crescita monetaria, che è pari al 4½ per cento, nonostante in tale periodo si fosse registrata una espansione molto sostenuta dei prestiti concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) al settore privato (cfr. figura 1). In retrospettiva, sembra che i residenti nell'area dell'euro si stessero fortemente indebitando per finanziare investimenti o acquisizioni in società estere al culmine del boom della "Nuova Economia" negli Stati Uniti. Tale boom ha raggiunto il suo massimo agli inizi del 2000. Da quel momento in poi si è registrata una moderazione nella dinamica dei prestiti al settore privato e la crescita di M3 si è lievemente ridotta, scendendo, a metà del 2000, al di sotto del valore di riferimento.

Dopo essere calato tra la primavera del 2000 e gli inizi del 2001, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è aumentato significativamente dall'aprile del 2001, raggiungendo livelli ben al di sopra del valore di riferimento deciso dalla BCE per la crescita monetaria. All'epoca, si ritenne che tale rafforzamento della crescita monetaria fosse principalmente ascrivibile a un processo di stabilizzazione, giacché l'espansione monetaria era stata relativamente debole nel periodo precedente.

Tuttavia, a posteriori, appare chiaro che intervennero anche altri fattori e che questi divennero sempre più importanti nei mesi successivi. Di tali fattori venne tenuto conto nelle analisi condotte dalla BCE a partire dalla metà del 2001. In particolare, agli inizi del 2001 cominciò un periodo caratterizzato da riallocazioni straordinarie di

Figura 1 Crescita di M3, valore di riferimento e crescita dei prestiti delle IFM al settore privato

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



Fonte: BCE.

portafoglio a favore di M3, poiché il calo delle quotazioni azionarie insieme al peggioramento delle condizioni economiche determinarono un aumento della domanda per attività monetarie sicure e liquide. Tale processo ricevette un ulteriore significativo impulso dopo gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 che causarono un considerevole incremento dell'incertezza finanziaria, economica e geopolitica. Alla fine del 2001 il tasso di crescita annuale di M3 si collocava in prossimità dell'8 per cento, un valore più che doppio rispetto a quello registrato all'inizio dell'anno.

Il brusco aumento della crescita di M3 nel 2001 ebbe inoltre un impatto significativo su varie misure del cosiddetto "eccesso di liquidità", che è definito come la deviazione della quantità effettiva di moneta dal suo livello stimato di equilibrio. Naturalmente il livello stimato di eccesso di liquidità dipende crucialmente dal modo in cui è definito il livello di equilibrio della moneta. Metodi alternativi per la stima di questo livello di equilibrio determinerebbero misure differenti di eccesso di liquidità. Due misure specifiche dell'eccesso di liquidità vengono tenute sotto continua osservazione dalla BCE e pubblicate nel Bollettino mensile, il *gap* monetario nominale e quello rea-

le. Il *gap* monetario nominale, di norma riportato nel Bollettino, è definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello di M3 che si sarebbe osservato se la sua crescita fosse risultata sistematicamente pari al valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998. Il *gap* monetario reale corrisponde al *gap* monetario nominale corretto per la deviazione accumulata dell'inflazione dalla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Nel calcolare le misure dell'eccesso di liquidità in questo modo va ricordato che la scelta del dicembre 1998 come periodo base è arbitraria. Il livello delle misure del *gap* monetario deve pertanto essere interpretato con cautela⁷⁾.

Sia le misure del *gap* monetario nominale che di quello reale sono fortemente aumentate nel 2001, dando inizio a una tendenza crescente che è continuata nei due anni successivi (cfr. figura 2). Tut-

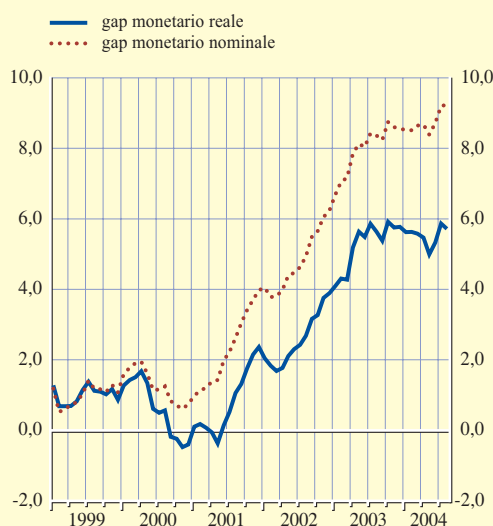
tavia, le due misure hanno mostrato incrementi diversi. Il *gap* monetario nominale ha raggiunto quasi il 9 per cento nell'estate del 2003 e, dopo un periodo di stabilizzazione, è ulteriormente cresciuto nel luglio del 2004, mentre il *gap* monetario reale si è collocato al 6 per cento alla fine del 2003. Queste differenze spingono a domandarsi quale misura rappresenti la stima più rilevante dell'eccesso di liquidità. Il *gap* monetario reale tiene conto del fatto che parte dell'eccesso di liquidità accumulato negli ultimi anni è stato nel frattempo riassorbito dai rialzi dei prezzi, che hanno riflesso deviazioni al rialzo dei tassi di inflazione dall'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

A tal riguardo è importante ricordare che tra il 2000 e il 2004 gli shock all'inflazione dell'area dell'euro (come quelli originati dai rincari del petrolio e dei beni alimentari) sono stati principalmente fenomeni *una tantum*. Nella misura in cui tali shock non sono stati seguiti da significativi effetti di secondo impatto, il *gap* monetario reale dovrebbe, in teoria, essere considerato un indicatore più appropriato dei recenti rischi per la stabilità futura dei prezzi.

Sebbene nei primi mesi del 2002, a seguito di una temporanea ripresa del mercato azionario, si erano osservati alcuni timidi segnali di una moderazione della crescita monetaria, M3 è poi tornata nuovamente ad accelerare quando le quotazioni azionarie hanno ripreso a flettere e l'incertezza finanziaria è ulteriormente aumentata. Agli inizi del 2003 questi fattori sono stati accentuati dalle crescenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Nella primavera e nell'estate del 2003 il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 ha oscillato attorno all'8½ per cento. Dato il prevalente basso livello di inflazione, la prima metà del 2003 rappresenta uno dei periodi di più rapida creazione di moneta in termini reali degli ultimi trent'anni. Inoltre, la forte espansione monetaria

Figura 2 Stime del gap monetario nominale e reale

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998=0)



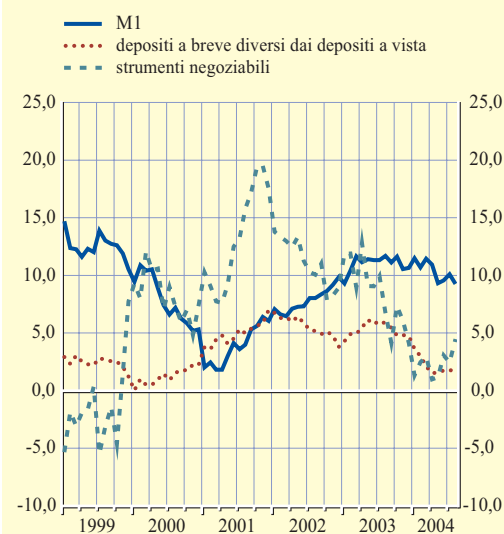
Fonte: BCE.

Nota: La misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento a partire dal dicembre 1998 (scelto come periodo base). La misura del gap monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (sempre utilizzando dicembre 1998 come periodo base).

7) Per una discussione di tali misure, cfr. *Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria*, Bollettino mensile, maggio 2001, in particolare la sezione "Le misure di eccesso di liquidità" a pagg. 47-52, e il riquadro *Stime del gap monetario nominale e reale nell'area dell'euro*, Bollettino mensile, giugno 2001, pagg. 9-10.

Figura 3 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

registrata in tale periodo ha contribuito in misura considerevole ad ampliare lo stock di eccesso di liquidità nell'area dell'euro, misurato sia dal *gap* monetario nominale che da quello reale.

Gli andamenti delle componenti e delle contropartite di M3 hanno rafforzato l'opinione secondo cui l'aumento della crescita monetaria nel 2001 è stato connesso a straordinarie riallocazioni di portafoglio a favore della moneta. In primo luogo, dal lato delle componenti, gli strumenti negoziabili in generale e le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari in particolare sono cresciuti rapidamente in questo periodo (cfr. figura 3). Tali componenti sono spesso utilizzate dalle imprese e dalle famiglie come forme di investimento temporaneo in strumenti sicuri e liquidi in periodi di accresciuta incertezza. In secondo luogo, dal lato delle contropartite, le attività nette sull'estero delle IFM sono aumentate significativamente tra il 2001 e il 2003. Dato che questa contropartita rispecchia le transazioni fra il settore detentore di moneta dell'area dell'euro e i non residenti nell'area, l'incremento osservato nelle attività nette sull'estero delle IFM è risultato in linea con la ri-

duzione degli acquisti di titoli esteri da parte di residenti nell'area e quindi con le riallocazioni di portafoglio da parte del settore detentore di moneta a scapito di strumenti più rischiosi e a favore di moneta (cfr. riquadro 1).

Sebbene le riallocazioni straordinarie di portafoglio a favore di M3 abbiano svolto un ruolo dominante nel determinare la forte crescita monetaria dal 2001 al 2003, anche altri fattori hanno sostenuto il vigore delle dinamiche di M3. Preoccupazioni in merito alle prospettive future per il mercato del lavoro sembrano avere causato un incremento della domanda di moneta a scopo precauzionale. Inoltre, dopo una serie di riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE tra maggio 2001 e giugno 2003, la crescita di M3 è stata alimentata anche dal livello storicamente basso dei tassi di interesse nell'area dell'euro e, quindi, del basso costo opportunità di detenere moneta. Quest'ultimo fenomeno ha influito in particolare sulla domanda per le componenti più liquide di M3. Di conseguenza, il contributo dell'aggregato ristretto M1 alla crescita monetaria è divenuto molto importante.

Nell'estate del 2003 la crescita sui dodici mesi di M3 ha cominciato a rallentare, e tale processo è continuato per il resto dell'anno e nel 2004. Le riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie si sono interrotte e hanno poi iniziato a essere riassorbite con l'attenuarsi dell'incertezza finanziaria in un contesto caratterizzato da una graduale ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro. Tuttavia, questa moderazione della crescita monetaria si è realizzata più lentamente di quanto atteso sulla base della precedente esperienza, poiché la preferenza per la liquidità delle imprese e delle famiglie dell'area dell'euro è rimasta elevata. È possibile che l'esperienza di significative perdite di capitale nei mercati azionari a partire dal 2000 abbia innalzato in maniera permanente l'avversione al rischio delle famiglie dell'area e abbia pertanto accresciuto la loro preferenza per la liquidità. Nonostante la moderazione della crescita monetaria, il *gap* monetario nominale e quello reale si sono solo stabilizzati nella seconda metà del 2003.

LE CONTROPARTI DELLE RIALLOCAZIONI STRAORDINARIE DI PORTAFOGLIO A FAVORE DI ATTIVITÀ MONETARIE TRA IL 2001 E IL 2003

Nel periodo compreso tra il 2001 e il 2003 il settore detentore di moneta dell'area dell'euro (essenzialmente famiglie, società non finanziarie e società finanziarie non monetarie) ha spostato i propri fondi dai titoli a più lungo termine alle attività monetarie. Come esposto nel testo principale, queste riallocazioni straordinarie di portafoglio hanno rispecchiato un aumento della domanda per attività monetarie sicure e liquide in un periodo di accresciuta incertezza economica, finanziaria e geopolitica.

Se le attività finanziarie a più lungo termine vendute o emesse da un'entità del settore detentore di moneta sono acquistate da un'altra entità dello stesso si genera un trasferimento di moneta *all'interno di tale settore*, senza modifiche della quantità aggregata di moneta. Transazioni di tale tipo non possono pertanto spiegare l'aumento complessivo della crescita monetaria registrato tra il 2001 e il 2003. Per avere un impatto sulle dinamiche monetarie le transazioni devono implicare trasferimenti di moneta dal settore detentore di moneta a un altro settore, ad esempio IFM o non residenti. Per comprendere l'effetto di tali transazioni è dunque necessario raccogliere maggiori informazioni sul settore che svolge il ruolo di controparte nell'acquisto delle attività finanziarie a più lungo termine.

Per analizzare le implicazioni monetarie delle riallocazioni di portafoglio è stata quindi costruita una stima mensile degli *acquisti netti di titoli non monetari da parte del settore detentore di moneta da IFM e non residenti*. Benché per motivi statistici siano necessarie alcune ipotesi semplificative, concettualmente la costruzione di tale stima è basata sull'identità del bilancio consolidato del settore detentore di moneta, espressa in termini di flussi.

La stima degli acquisti netti da parte del settore detentore di moneta di titoli non monetari da IFM e non residenti è mostrata nella figura A, unitamente ai flussi annuali verso M3. La forte correlazione negativa fra queste due serie illustrata nella figura conferma che negli ultimi anni il portafoglio del settore detentore di moneta è stato caratterizzato da ingenti riallocazioni dai titoli non monetari verso M3.

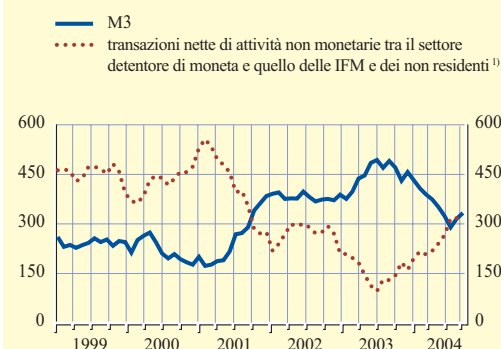
Analizzando unicamente la stima degli acquisti di titoli non monetari da parte del settore detentore di moneta non è possibile distinguere se le principali controparti delle transazioni alla base delle riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie siano state le IFM o i non residenti. Per affrontare tale questione è necessario distinguere fra le transazioni nette di titoli del settore detentore di moneta con, da un lato, le IFM e, dall'altro, i non residenti. Queste ultime transazioni sono comprese nelle attività nette sull'estero delle IFM.

La figura B mostra che dalla metà del 2001 si è osservata una forte correlazione fra l'evoluzione delle transazioni nette di titoli del settore detentore di moneta con i non residenti, come rispecchiato nelle attività nette sull'estero delle IFM, e gli acquisti netti complessivi di titoli non monetari. Tale correlazione indica che negli ultimi anni i non residenti sono stati le principali controparti delle riallocazioni di portafoglio dai titoli non monetari alla moneta.

L'analisi delle controparti presentata in questo riquadro è un esempio di come sia possibile studiare più approfonditamente le transazioni alla base delle riallocazioni di portafoglio a favore

Figura A M3 e acquisti netti di attività non monetarie da parte del settore detentore di moneta consolidato

(flussi annuali; miliardi di euro)

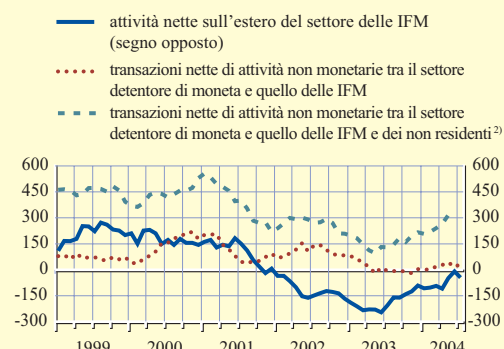


Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolati come prestiti ai residenti dell'area dell'euro più emissioni di titoli da parte del settore detentore di moneta consolidato più saldo di conto corrente meno strumenti inclusi in M3, meno depositi a lungo termine presso le IFM e transazioni esterne nette del settore detentore di moneta in attività diverse dai titoli.

Figura B Acquisti netti di attività non monetarie da parte del settore detentore di moneta consolidato per settore controparte

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Calcolati come passività finanziarie di lungo periodo emesse dalle IFM e detenute dal settore detentore di moneta, esclusi i depositi a lungo termine, meno i titoli emessi dai residenti dell'area dell'euro acquistati dalle IFM.

2) Si veda la nota 1 della figura A.

della moneta osservate negli ultimi anni. L'analisi rivela che le dinamiche di M3 sono state associate in gran parte con transazioni cui hanno preso parte non residenti, accentrando pertanto l'attenzione sui flussi finanziari internazionali.

3 VALUTAZIONE DEI RECENTI ANDAMENTI MONETARI UTILIZZANDO MODELLI CONVENZIONALI DELLA DOMANDA DI MONETA

Finora gli andamenti monetari sono stati esaminati isolatamente. Tuttavia, per sviluppare un quadro complessivo è necessario analizzare gli andamenti della moneta congiuntamente a quelli di altre variabili macroeconomiche. L'uso di modelli di domanda di moneta permette di ottenere informazioni sulla dinamica della moneta che tengano conto anche degli andamenti di altre variabili macroeconomiche. I modelli convenzionali di domanda di moneta spiegano la dinamica degli aggregati monetari sulla base degli andamenti delle determinanti fondamentali, quali il livello dei prezzi, l'attività economica e i tassi di interesse. I modelli di domanda di moneta costituiscono un riferimento naturale a fronte del quale valutare gli andamenti monetari. In particolare, forniscono un quadro per distinguere tra le variazioni di M3 che possono

essere spiegate sulla base di andamenti di altre variabili macroeconomiche (assumendo che l'esperienza storica sia una buona guida per il presente) e le variazioni di M3 che sono specifiche alla situazione corrente.

La rilevazione dell'evoluzione degli andamenti effettivi di M3 a fronte dei profili impliciti nei modelli stimati di domanda di moneta è una componente importante dell'analisi monetaria della BCE ⁸⁾. Attualmente sono disponibili diversi modelli di tale tipo per l'area dell'euro ⁹⁾. Chiaramente tali modelli costituiscono un riferimento significativo con il quale raffrontare gli andamenti monetari osservati solamente se presentano determinate proprietà statistiche, in par-

8) Cfr. *Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria*, Bollettino mensile, maggio 2001, in particolare pagg. 42-47, e K. Masuch, H. Pill e C. Willeke (2001), *Framework and tools of monetary analysis*, pagg. 117-144 in H.-J. Klöckers e C. Willeke (ed.), *Monetary analysis: Tools and applications*, BCE, Francoforte sul Meno.

9) Per una rassegna degli studi esistenti, cfr. O. Issing (2003), *op. cit.*

ticolare la stabilità dei parametri. Per verificare il soddisfacimento di tale criterio la BCE segue costantemente da vicino la stabilità di vari modelli di domanda di moneta, utilizzando una varietà di analisi istituzionali e tecniche statistiche.

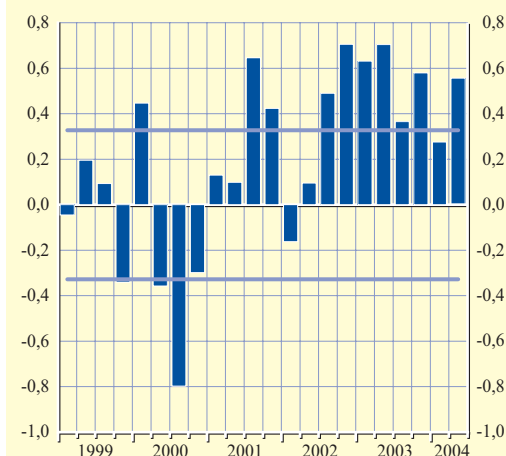
L'allegato sintetizza uno studio della BCE sulla stabilità della domanda di moneta di lungo periodo da un punto di vista econometrico. Pur tenendo presenti le difficoltà implicite nell'individuazione di instabilità nelle relazioni tra variabili economiche alla fine del campione, l'allegato conclude che non esistono attualmente chiare indicazioni a favore di un cambiamento delle relazioni sottostanti la domanda di moneta di lungo periodo nell'area dell'euro.

L'analisi basata sui modelli di domanda di moneta indica che alcuni fattori diversi dalle tradizionali determinanti della moneta hanno svolto un ruolo significativo nelle recenti dinamiche monetarie. Ciò è illustrato nella figura 4, raffigurante i residui derivati da un modello trimestrale di domanda di moneta nell'area dell'euro stimato dagli esperti della BCE ¹⁰⁾. I residui dovrebbero essere interpretati come variazioni di M3 che non sono spiegabili utilizzando le determinanti convenzionali della domanda di moneta (ossia PIL in termini reali, livello dei prezzi e tassi di interesse). Prima del 2001 i residui sono distribuiti equamente attorno allo zero e sono in genere contenuti. Ciò indica che, in quel periodo, il modello stimato forniva una buona spiegazione degli andamenti di M3.

Per contro, dopo la metà del 2001 i residui di tale modello mostrano una successione di valori positivi relativamente elevati. In particolare, in seguito agli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001, nel terzo trimestre del 2001 si è registrato uno shock positivo di domanda di moneta molto ampio. Sebbene i residui non fossero distinguibili da zero durante la prima metà del 2002 a seguito di una temporanea stabilizzazione della crescita monetaria ¹¹⁾, una serie di ulteriori residui positivi è stata registrata nella seconda metà del 2002 e in tutto il 2003 in contemporanea con l'accelerazione di M3. L'entità di tali residui è diminuita agli inizi del 2004, indican-

Figura 4 Residui di un modello di domanda di M3 per l'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: Il residuo è definito come la differenza tra il tasso di crescita di M3 osservato e il tasso di crescita di M3 previsto dal modello (il valore stimato). Le linee tratteggiate denotano le bande di confidenza pari a un errore standard. I residui sono ottenuti dal modello presentato in A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), "Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately", Working Paper del FMI 01/179.

do una moderazione dei fattori eccezionali che avevano contribuito all'aumento della crescita di M3. Ciò è in linea con il miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari e delle prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro, e con l'associata normalizzazione delle scelte di portafoglio, dopo la metà del 2003.

Una ulteriore evidenza sugli andamenti della domanda di moneta negli ultimi anni è ottenibile da una scomposizione del tasso di crescita nominale trimestrale di M3 nei contributi derivanti da ciascuna delle determinanti della domanda di moneta. In termini quantitativi, i contributi approssimano l'impatto sulla crescita monetaria

10) Cfr. A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately*, Working Paper del FMI 01/179. Data la potenziale instabilità dei parametri di breve periodo nell'equazione della domanda di moneta dopo il secondo trimestre del 2001, i parametri sono stati mantenuti fissi al livello stimato utilizzando un campione che non include osservazioni successive a tale data.

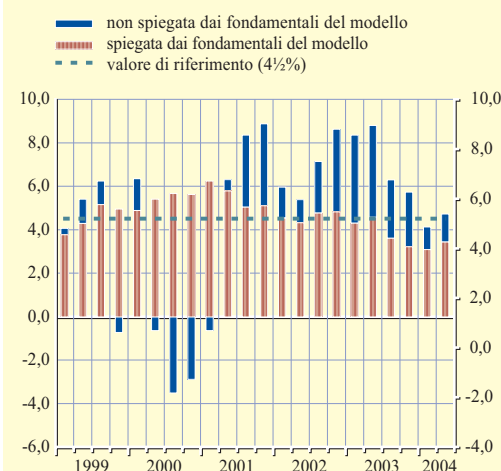
11) In tale periodo i residui cadevano nelle bande di confidenza pari a un errore standard.

degli andamenti correnti e ritardati delle diverse variabili esplicative, quali il prodotto, i prezzi e i tassi di interesse. Chiaramente un esercizio di tale tipo è strettamente legato al modello utilizzato, in quanto i contributi dipenderanno dalle variabili esplicative incluse nel modello e dai valori dei parametri stimati. Al completamento di tale esercizio rimane una componente “non spiegata” della crescita monetaria. Tale componente rappresenta l’impatto contemporaneo e ritardato sulla domanda di moneta dei fattori di cui il modello non tiene esplicitamente conto. Rispetto alla figura 4, la componente non spiegata può essere considerata l’effetto cumulato di tutti i precedenti residui dell’equazione della domanda di moneta sul tasso di crescita trimestrale corrente di M3.

L’applicazione di questa tecnica di scomposizione alla domanda di moneta dell’area dell’euro dimostra che, dopo il terzo trimestre del 2001, l’aumento della crescita trimestrale annualizzata di M3 non può essere ricondotto a un incremento dei contributi delle determinanti convenzionali della domanda di moneta (cfr. figura 5). Di fatto,

Figura 5 Decomposizione della crescita nominale trimestrale di M3 nell’area dell’euro utilizzando un modello di domanda di moneta

(variazioni percentuali trimestrali annualizzate)



Fonte: BCE.

Nota: I contributi sono derivati dal modello presentato in A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), “Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately”, Working Paper del FMI 01/179.

gli andamenti delle determinanti tradizionali suggeriscono che la crescita di M3 avrebbe dovuto rimanere prossima al valore di riferimento tra il 2001 e il 2003, contrariamente a quanto osservato. Pertanto, sulla base di questo semplice esercizio si può concludere che la forte crescita monetaria registrata tra la metà del 2001 e l’estate del 2003 è stata interamente dovuta all’impatto di fattori non inclusi nel modello, ossia eccezionali.

4 DERIVAZIONE DI MISURE DELLE DINAMICHE MONETARIE SOTTOSTANTI

L’analisi istituzionale della sezione 2 ha indicato che le riallocazioni straordinarie di portafoglio a favore della moneta hanno influito fortemente sugli andamenti monetari negli ultimi anni. La valutazione basata sui modelli di domanda di moneta della sezione 3 ha confermato che la crescita monetaria osservata in questo periodo non è spiegabile con le determinanti convenzionali della domanda di moneta. In siffatto contesto, un elemento cruciale di qualsiasi valutazione quantitativa dei recenti andamenti monetari e delle loro implicazioni per la stabilità dei prezzi è quindi la stima di misure di M3 corrette per l’impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio.

In termini generali, due approcci sono possibili. In primo luogo, si potrebbe tentare di attenuare o filtrare la serie ufficiale di M3 per fare emergere la tendenza sottostante delle dinamiche monetarie. Questo approccio è discusso nel riquadro 2 ed è, in teoria, di natura piuttosto generale. Utilizzando dei filtri strutturali che tengono conto delle informazioni provenienti da inflazione, crescita di M3 e indicatori dell’attività reale, il riquadro dimostra che la crescita monetaria ha un impatto sull’inflazione principalmente su orizzonti da medio a più lungo termine. Questa relazione risulta valida anche in periodi in cui l’inflazione è relativamente bassa e non presenta una chiara tendenza. L’applicazione del filtro produce una serie di M3 attenuata, che dovrebbe fornire informazioni sulle pressioni inflazionistiche su orizzonti rilevanti per la politica monetaria.

Alternativamente, si potrebbe tentare di stimare l'entità delle riallocazioni di portafoglio in maniera più diretta e utilizzare tali stime per correggere la serie ufficiale. Chiaramente, un approccio di questo tipo è per sua stessa natura

specifico alle circostanze particolari associate con le riallocazioni di portafoglio degli ultimi trimestri e dipende maggiormente dal modo in cui vengono valutate situazioni specifiche e dall'analisi istituzionale.

Riquadro 2

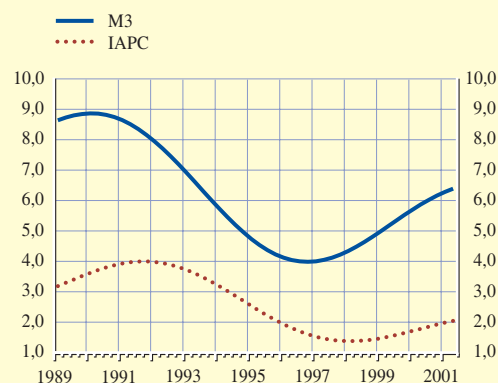
L'IMPIEGO DI SEMPLICI FILTRI STRUTTURALI PER ESTRARRE SEGNALI MONETARI RELATIVI AI RISCHI PER LA STABILITÀ FUTURA DEI PREZZI

L'evidenza di una relazione positiva tra la crescita monetaria e l'inflazione sugli orizzonti temporali più lunghi è diffusa e consolidata. Tuttavia, nel breve termine, shock transitori che colpiscono sia la moneta che l'inflazione possono oscurare i segnali relativi agli andamenti futuri dei prezzi derivanti dalla moneta. Dal punto di vista della politica monetaria è importante individuare le variazioni di M3 che sono associate con pressioni inflazionistiche a più lungo termine e tralasciare tutti gli altri movimenti che costituiscono un "disturbo". Al di là delle informazioni ottenute dai vari modelli econometrici e dalle dettagliate analisi istituzionali di esperti, esposte nel testo principale, l'utilizzo di un filtro strutturale – una procedura statistica che individua ed estrae specifiche componenti alla base delle dinamiche delle serie temporali – può risultare un utile strumento complementare per l'individuazione dei rischi per la stabilità dei prezzi associati con gli andamenti monetari.

Un recente studio della BCE mostra che su orizzonti da medio a più lungo termine le variazioni della crescita monetaria e dell'inflazione hanno presentato un'elevata correlazione nel periodo compreso tra il 1986 e il 2004 (cfr. figura A) ¹⁾. Inoltre, lo studio dimostra che gli indicatori dell'attività reale forniscono informazioni aggiuntive sulle dinamiche dell'inflazione solo per quello che riguarda le frequenze cicliche (qui definite come gli andamenti con una persistenza compresa tra un anno e mezzo e otto anni) e che le informazioni contenute nella moneta a tale frequenza sono piuttosto modeste. Infine, lo studio fornisce evidenza (cfr. figura B) a conferma del fatto che non esiste una stretta relazione tra gli andamenti monetari e l'inflazione nel breve periodo (definito come gli andamenti con una persistenza inferiore a un anno e mezzo) (cfr. figura C).

Figura A Componenti di lungo periodo dello IAPC e di M3

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



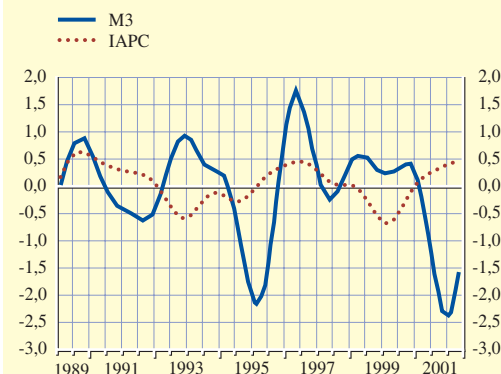
Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: Le componenti di lungo periodo dell'inflazione e la crescita di M3 (definite come cicli con durata superiore agli 8 anni) sono state ottenute come residui utilizzando la differenza tra le serie osservate e la somma della componente ciclica e di quella di breve periodo (cfr. Figure B e C) utilizzando la versione simmetrica del filtro "band-pass" descritto in L.J. Christiano e T.J. Fitzgerald, (2003), "The Band Pass Filter", *International Economic Review*, 44 (2), pp. 435-465.

1) Cfr. A. Bruggeman, G. Camba-Mendez, B. Fischer e J. Sousa (2004), *Structural filters for monetary analysis: inflationary movements of money in the euro area*, Working Paper della BCE in fase di pubblicazione. La scelta del periodo di analisi è basata sul fatto che test formali mostrano che l'inflazione dell'area dell'euro può essere considerata stazionaria in tale periodo.

**Figura B Componenti cicliche
dello IAPC e di M3**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)

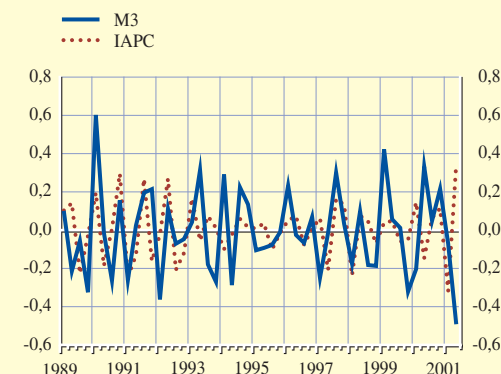


Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: Le componenti cicliche dell'inflazione e la crescita di M3 sono state ottenute utilizzando il filtro "band-pass" di Christiano e Fitzgerald (versione simmetrica) includendo tutte le frequenze tra i 6 e i 32 trimestri. Dal punto di vista pratico, l'applicazione di tale filtro comporta una perdita di osservazioni all'inizio e alla fine del campione.

**Figura C Componenti di breve periodo
dello IAPC e di M3**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: elaborazioni della BCE.

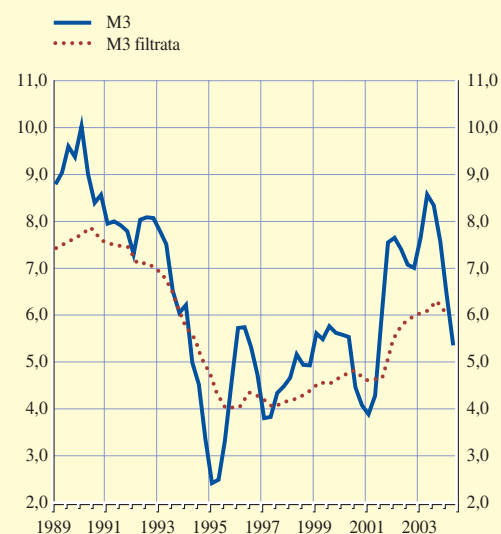
Nota: Le componenti di breve periodo dell'inflazione e la crescita di M3 sono state ottenute utilizzando il filtro "band-pass" di Christiano e Fitzgerald (nella sua versione simmetrica) includendo cicli con durata inferiore ai sei trimestri. Dal punto di vista pratico, l'applicazione di tale filtro comporta la perdita di osservazioni all'inizio e alla fine del campione.

Sulla base di questi risultati, lo studio ha tentato di estrarre le componenti della crescita di M3 che sono connesse all'inflazione utilizzando un semplice modello di crescita monetaria, inflazione e attività reale. Per estrarre tali informazioni (ossia per applicare il filtro statistico ai dati più recenti) è necessario costruire delle previsioni della crescita futura della moneta. Pertanto, la qualità della serie filtrata dipende dalla qualità delle previsioni della moneta e quindi dall'affidabilità del modello di previsione.

Una stima della crescita monetaria "sotto-stante" costruita utilizzando questa procedura di filtraggio è mostrata nella figura D, unitamente alla serie ufficiale di M3. Il filtro attenua considerevolmente i movimenti della crescita della moneta. Ad esempio, le ampie riallocazioni di portafoglio che hanno influito sulla crescita di M3 tra il 1993 e il 1996 – ma che non sembrano avere avuto successivamente alcun impatto sull'inflazione – sono in gran parte rimosse tramite il filtro dalla serie della crescita monetaria sottostante. L'impiego della serie filtrata avrebbe portato all'esclusione di questi andamenti dall'analisi e avrebbe quindi fornito una più accurata visione dei rischi inflazionistici de-

Figura D M3 e M3 filtrata

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: La serie filtrata è basata sulla procedura statistica descritta in A. Bruggeman et al. (2004), "Structural filters for monetary analysis: Inflationary movements of money in the euro area", Working Paper della BCE in fase di pubblicazione.

rivanti dagli andamenti monetari. Come mostrato nello studio, la proposta metodologia di filtraggio avrebbe potuto rilevare questo risultato relativamente bene in tempo reale, in quanto era possibile effettuare previsioni della crescita della moneta sufficientemente accurate.

Anche negli ultimi anni la misura stimata della crescita sottostante di M3 connessa alle pressioni inflazionistiche ha presentato differenze significative rispetto al tasso di crescita della serie ufficiale di M3. Il significativo rallentamento di M3 nel 2000 e la sua forte accelerazione tra il 2001 e il 2003 sono in ampia misura attenuati dalla procedura di filtraggio. Ciò nondimeno, la crescita sottostante di M3 è al momento chiaramente al di sopra del valore di riferimento del 4½ per cento. È interessante notare che il profilo della crescita monetaria sottostante nel periodo compreso tra il 2001 e il 2003 è sostanzialmente comparabile a quello della serie di M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio discussa nel testo principale. La somiglianza tra queste due serie indica che, in generale, le correzioni apportate alla serie ufficiale di M3 nell'analisi monetaria sono appropriate.

Queste tecniche dimostrano che i movimenti a più lungo termine della crescita monetaria e dell'inflazione sono altamente correlati. Ciò vale anche per il periodo compreso tra il 1986 e il 2004, quando l'inflazione non ha presentato una chiara tendenza. Sebbene questi filtri strutturali per la crescita monetaria siano soltanto uno strumento supplementare dell'analisi monetaria, essi sembrano poter contribuire a individuare ed estrarre la componente degli andamenti monetari che ha un impatto persistente sulle dinamiche dei prezzi. Tuttavia, gli strumenti presentati in questo riquadro dovrebbero essere considerati una semplice illustrazione delle sottostanti tecniche e i risultati devono pertanto essere valutati con cautela. Ciò nonostante, le tecniche di filtraggio hanno l'importante vantaggio di essere di natura generale anziché essere connesse a una situazione particolare. Come mostrato dall'analisi dei trimestri più recenti, il loro ruolo più utile potrebbe essere quello di fornire una verifica della robustezza degli altri strumenti ideati per tenere conto di un insieme specifico di circostanze.

Utilizzando quest'ultimo approccio un riquadro in una precedente edizione del Bollettino mensile ha già fornito alcune stime quantitative dell'entità delle riallocazioni di portafoglio¹²⁾. In tale occasione sono state espone varie tecniche. Nel presente articolo viene considerato solo un semplice metodo univariato per la stima dell'entità delle recenti riallocazioni di portafoglio. Questo metodo è basato sull'analisi di un modello univariato della serie temporale di M3, ossia un modello in cui le dinamiche correnti di M3 sono spiegate sulla base dei suoi precedenti andamenti¹³⁾. Il profilo degli errori di previsione un periodo in avanti generato dal modello univariato è simile a quello dei residui del modello basato sulla domanda di moneta. In particolare, si riscontra una prolungata sequenza di errori di previsione positivi con massimi simili tra le due serie nel periodo compreso tra il 2001 e il 2003 (cfr. figura 6).

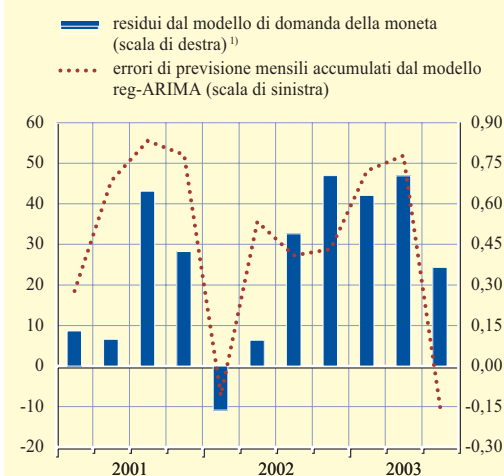
Nel modello vengono introdotte diverse altre variabili di intervento (ossia variabili dummy e tendenze) volte a cogliere l'impatto delle riallocazioni di portafoglio. Queste variabili di intervento sono costruite e calibrate sulla base dell'analisi istituzionale. Tuttavia, dato che il modello univariato non può, per sua stessa natura, distinguere tra l'impatto delle riallocazioni di portafoglio sulle dinamiche monetarie e gli effetti di altre variabili (quali il basso livello dei tassi di interesse), e poiché la costruzione di variabili di intervento è in una certa misura arbitraria, le risultanti stime delle riallocazioni di portafoglio dovrebbero essere interpretate con cautela.

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

13) Cfr. Il quadro di riferimento e gli strumenti dell'analisi monetaria, Bollettino mensile, maggio 2001, in particolare pagg. 57-58 per ulteriori dettagli sul modello.

Figura 6 Errori di previsione un periodo in avanti derivati da un modello di analisi delle serie temporali univariato e residui provenienti da un modello basato sulla domanda di moneta

(miliardi di euro; in punti percentuali)

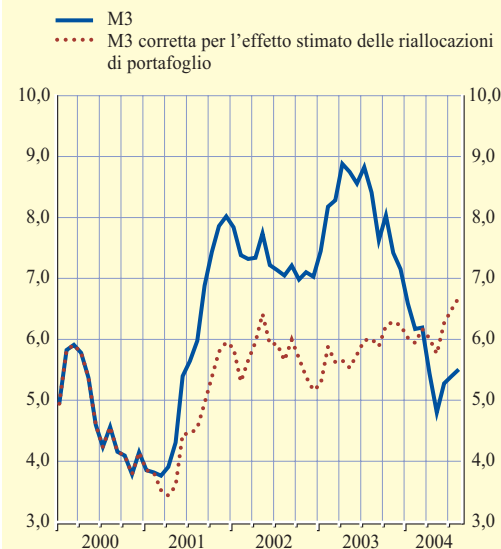


Fonte: BCE.

1) Cfr. Figura 4.

Figura 7 M3 e M3 corretta per l'effetto stimato delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

Nota: Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite utilizzando il modello univariato per l'analisi delle serie temporali descritto nel testo principale.

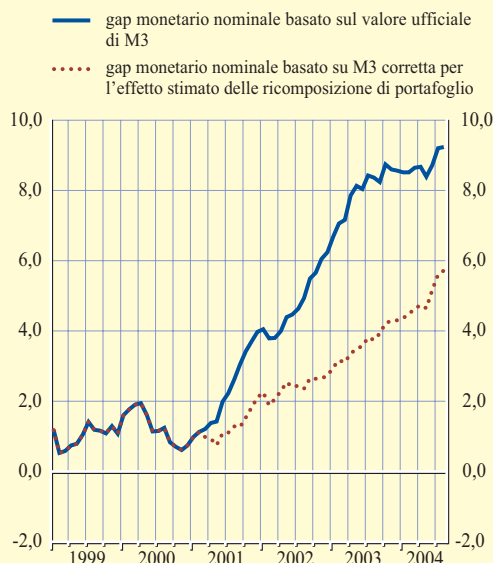
La figura 7 mostra la crescita di M3 sui dodici mesi sia per la serie ufficiale di M3 che per una misura di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni straordinarie di portafoglio sulla base del modello univariato precedentemente descritto. Le divergenze tra i due tassi di crescita sono state particolarmente accentuate nell'ultimo trimestre del 2001 e nella prima metà del 2003, ossia nei due periodi di maggiori riallocazioni di portafoglio individuati sia dall'analisi istituzionale della sezione 2 che dall'analisi basata su modelli della sezione 3. Ciò nondimeno, andrebbe riconosciuto che anche la serie corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio è cresciuta a ritmi relativamente sostenuti negli ultimi anni, con tassi sui dodici mesi prossimi al 6 per cento. Nel secondo trimestre del 2004, il tasso di crescita sui dodici mesi della serie corretta è risultato, per la prima volta nel periodo considerato nella figura 7, superiore a quello della serie ufficiale, in linea con il protrarsi di un'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio.

La misura di M3 corretta per l'impatto stimato delle passate riallocazioni di portafoglio può inoltre essere utilizzata per calcolare le misure dei *gap* monetari nell'area dell'euro. Queste sono illustrate nelle figure 8 e 9, unitamente alle misure costruite utilizzando la serie ufficiale di M3, che sono già state mostrate nella figura 2. Per quanto attiene ai dati ufficiali di M3, le misure sia del *gap* monetario reale che di quello nominale indicano attualmente l'esistenza di un livello significativo di eccesso di liquidità. Tuttavia, in linea con la moderazione della crescita di M3 dall'estate del 2003, entrambe tali misure si sono stabilizzate negli ultimi trimestri al riassorbirsi delle passate riallocazioni di portafoglio.

Il quadro che emerge dall'analisi delle misure di *gap* monetario corrette per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio è piuttosto diverso. In primo luogo, il livello dei *gap* monetari è considerevolmente più basso. Nel caso del *gap* monetario reale, la misura dell'eccesso di liquidità è relativamente bassa persino in termini assoluti. In secondo

Figura 8 Stime del gap monetario nominale

(in percentuale rispetto allo stock di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)

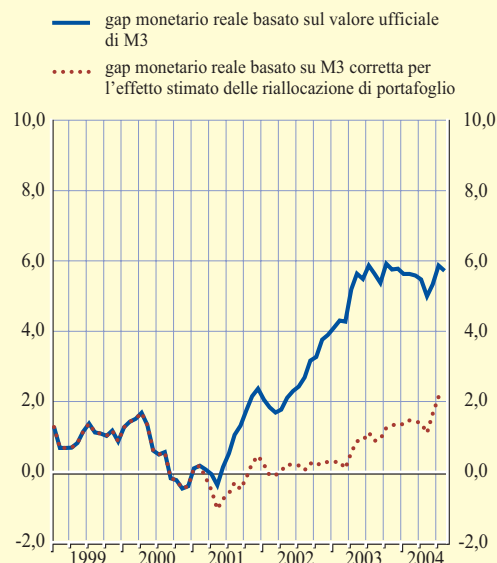


Fonte: BCE.

Nota: La misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento a partire dal dicembre 1998 (scelto come periodo base)

Figura 9 Stime del gap monetario reale

(in percentuale rispetto allo stock reale di M3; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario; dicembre 1998 = 0)



Fonte: BCE.

Nota: La misura del gap monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE, utilizzando dicembre 1998 come periodo base.

luogo, l'andamento delle misure di *gap* monetario corrette per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio si discosta significativamente da quello delle misure basate sui dati ufficiali di M3. In particolare, la misura corretta del *gap* monetario reale è rimasta prossima allo zero fino alla primavera del 2003, ed è diventata positiva solo in seguito. Questo profilo differisce da quello osservato nella misura derivata dalla serie ufficiale, che è aumentata rapidamente dalla metà del 2001 ma che si è poi stabilizzata a partire dall'estate del 2003.

5 IMPLICAZIONI DELL'ANALISI MONETARIA PER LE PROSPETTIVE DI STABILITÀ DEI PREZZI

Avendo individuato e quantificato l'impatto di varie influenze eccezionali sulla recente crescita di M3, rimangono da valutare quantitativamente i rischi per la stabilità futura dei prezzi derivanti

dagli andamenti monetari. Una questione importante che emerge immediatamente in tale contesto è come si dovrebbe trattare l'impatto delle riallocazioni di portafoglio sugli andamenti monetari. In particolare, è necessario determinare se le riallocazioni straordinarie di portafoglio stimate dovrebbero essere escluse dalle serie monetarie utilizzate per valutare i rischi per la stabilità dei prezzi.

Questo problema è già stato affrontato in un riquadro pubblicato in una precedente edizione del presente Bollettino ¹⁴. In tale occasione, sono state delineate tre possibilità. In primo luogo, le passate riallocazioni di portafoglio potrebbero riassorbirsi, man mano che i detentori di moneta normalizzano le proprie scelte di portafoglio, spostando le proprie attività liquide in attività

14) Cfr. *I possibili effetti dell'eccesso di liquidità accumulatosi nell'area dell'euro*, Bollettino mensile, ottobre 2003, pagg. 8-10.

a più lungo termine quali le azioni. In secondo luogo, le maggiori disponibilità di moneta derivanti dalle riallocazioni di portafoglio potrebbero essere associate con un aumento permanente della domanda per attività liquide, in linea con l'opinione che l'avversione al rischio e il desiderio di attività sicure e liquide degli investitori sono stati innalzati permanentemente a seguito delle forti perdite di capitale sugli investimenti azionari sperimentate tra il 2001 e il 2003.

Sulla base di queste due interpretazioni sarebbe naturale presumere che le implicazioni di natura monetaria delle passate riallocazioni di portafoglio non dovrebbero essere avverse alla stabilità dei prezzi, in quanto esse non hanno condotto alla creazione di saldi transattivi che potrebbero essere utilizzati a fini di spesa, aumentando quindi la domanda e le pressioni inflazionistiche¹⁵. In tale contesto, sarebbe appropriato concentrare l'attenzione sulla serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio quando si analizzano le implicazioni degli andamenti monetari per la stabilità dei prezzi.

Tuttavia, esiste anche la possibilità che le disponibilità di moneta accumulate in seguito alle passate riallocazioni di portafoglio vengano trasformate in saldi transattivi. In questo terzo scenario, la liquidità accumulata porterebbe a un incremento della spesa e delle pressioni inflazionistiche provenienti dal lato della domanda. Chiaramente, in questo caso l'analisi dovrebbe focalizzarsi sulla serie ufficiale di M3, che include l'impatto delle riallocazioni di portafoglio.

Nella pratica è ovviamente impossibile essere certi di quale tra queste tre possibilità meglio descrive le scelte dei detentori di moneta. Di fatto, è possibile anche una combinazione di questi tre scenari. Un metodo per affrontare i rischi e le incertezze inerenti a una tale situazione è quello di analizzare quantitativamente vari scenari, stilando quindi un quadro della gamma di possibili risultati. Questo approccio è illustrato nella restante parte della presente sezione.

Sulla base di una serie di semplici strumenti empirici nel prosieguo di questa sezione si mostra

come la precedente analisi può essere trasformata in una valutazione quantitativa dei rischi inflazionistici derivanti dagli andamenti monetari. In primo luogo, vengono sfruttate le proprietà della crescita monetaria quale indicatore anticipatore dell'inflazione sugli orizzonti temporali più lunghi. In secondo luogo, si sviluppa un insieme più complesso di scenari ipotizzando diversi utilizzi dell'eccesso di liquidità accumulato nell'area dell'euro.

PREVISIONE DELL'INFLAZIONE UTILIZZANDO LA SUA RELAZIONE BIVARIATA CON LA CRESCITA DI M3

Uno studio effettuato dagli esperti della BCE fornisce una valutazione delle proprietà della crescita monetaria quale indicatore anticipatore dell'inflazione nell'area dell'euro¹⁶. Esso mostra che l'inclusione di indicatori monetari migliora i risultati di previsione al di fuori del campione rispetto a un semplice modello autoregressivo degli andamenti dei prezzi (in cui l'inflazione è prevista utilizzando solo valori ritardati di se stessa). Inoltre, lo studio dimostra che la capacità previsiva degli indicatori basati sulla moneta rispetto ad altri indicatori economici migliora all'allungarsi dell'orizzonte di previsione. Questo indicatore anticipatore basato su un semplice modello bivariato può essere utilizzato per prevedere l'inflazione media con diversi trimestri di anticipo. Nella figura 10 è stato scelto un orizzonte di previsione relativamente breve, di sei trimestri, al fine di consentire un raffronto con i dati osservati. Nella figura 11 l'orizzonte di previsione è stato esteso a dodici trimestri, un periodo più vicino agli orizzonti da medio a più lungo termine in cui la moneta ha la maggiore utilità nello spiegare l'inflazione. Per avere un quadro del possibile impatto sugli andamenti monetari e dei rischi impliciti per la stabilità dei prezzi

15) La riallocazione dell'esistente liquidità verso attività finanziarie potrebbe, in teoria, avere un impatto sui prezzi delle attività. Anche se ciò potrebbe, a sua volta, influire sulla spesa aggregata tramite effetti di ricchezza o migliorate condizioni finanziarie, il suo effetto sarebbe probabilmente limitato.

16) Cfr. S. Nicoletti-Altimari (2001), *Does money lead inflation in the euro area?*, Working Paper della BCE n. 63. La metodologia utilizzata in questo studio è basata su J. Stock e M. Watson (1999), "Forecasting inflation", *Journal of Monetary Economics* 44 (2), pagg. 293-335.

delle passate riallocazioni di portafoglio è utile presentare un'analisi basata sia sulla serie ufficiale di M3 che sulla serie corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio.

Le figure 10 e 11 mostrano i risultati storici del modello di previsione bivariato in tempo reale. Questa valutazione in tempo reale utilizza solo le informazioni disponibili all'epoca in cui è stata effettuata la previsione. Le figure ritraggono pertanto un quadro accurato dei segnali derivati dal modello nelle circostanze allora prevalenti.

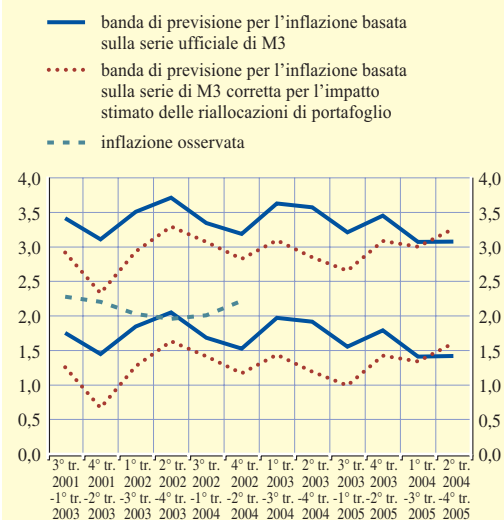
Le figure illustrano due punti importanti. In primo luogo, se ne evince che sia la serie ufficiale di M3 sia la serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio hanno segnalato un innalzamento dei rischi per la stabilità dei prezzi originati dagli andamenti monetari negli ultimi anni. Questi rischi sono rappresentati dagli intervalli di previsione del-

l'inflazione situati, in genere, tendenzialmente al di sopra del 2 per cento, che è il limite superiore della definizione di stabilità dei prezzi fissata dalla BCE. Tuttavia, va ricordato che queste previsioni sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza, come riflesso dall'ampiezza degli intervalli stessi.

In secondo luogo, le figure mostrano inoltre che, nel periodo compreso tra il 2001 e il 2003, le previsioni basate sulla serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio hanno prospettato rischi inflazionistici più contenuti rispetto alle previsioni basate sui dati ufficiali di M3. Ciò è particolarmente evidente alla fine del 2001 e agli inizi del 2003, i due periodi in cui le riallocazioni di portafoglio sono state più accentuate. Ciò dimostra l'importanza di individuare e quantificare i fattori alla base delle dinamiche monetarie nel valutare le implicazioni di queste ultime sull'evoluzione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

Figura 10 Previsione in tempo reale dell'inflazione annualizzata calcolata sullo IAPC sei trimestri in avanti basata su un modello bivariato che include M3 e M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali annualizzate)

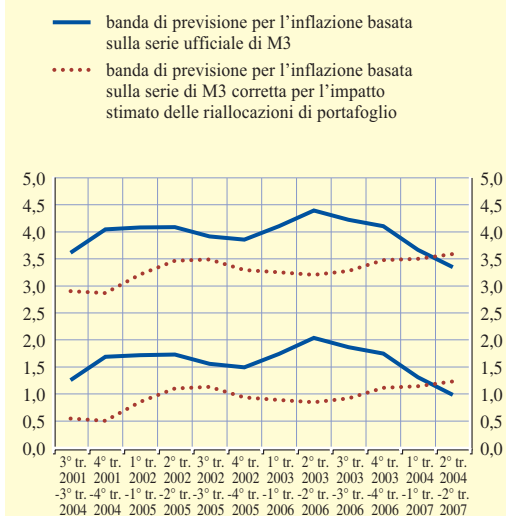


Fonte: BCE.

Nota: Le previsioni sono state ottenute utilizzando dati che si estendono fino al primo trimestre indicato nell'intervallo di previsione. Le bande mostrate nella figura costituiscono intervalli di confidenza al 95 per cento intorno alle previsioni puntuali per l'inflazione.

Figura 11 Previsione in tempo reale dell'inflazione annualizzata calcolata sullo IAPC dodici trimestri in avanti basata su un modello bivariato che include M3 e M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali annualizzate)



Fonte: BCE.

Nota: Le previsioni sono state ottenute utilizzando dati che si estendono fino al primo trimestre indicato nell'intervallo di previsione. Le bande mostrate nella figura costituiscono intervalli di confidenza al 95 per cento intorno alle previsioni puntuali per l'inflazione.

Sebbene il campione disponibile sia chiaramente troppo breve per formulare un giudizio definitivo, la figura 10 mostra altresì che le previsioni basate sulla crescita di M3 – in particolare quando viene utilizzata la serie corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio – hanno dato risultati relativamente buoni in tempo reale.

PREVISIONE DELL'INFLAZIONE UTILIZZANDO LE MISURE DELL'ECESSO DI LIQUIDITÀ

Gli indicatori dell'inflazione basati unicamente sull'evoluzione della crescita della moneta trascurano l'impatto potenziale dell'eccesso di liquidità accumulato sugli andamenti futuri dei prezzi. È pertanto importante valutare anche il contenuto informativo delle misure dell'eccesso di liquidità per gli andamenti futuri dei prezzi. L'analisi qui esposta esamina tre scenari relativi all'uso futuro dell'eccesso di liquidità e il conseguente impatto sulla stabilità dei prezzi, due dei quali potrebbero essere visti come estremi opposti di uno spettro di possibili risultati. L'analisi può quindi essere considerata come un'altra illustrazione dei limiti superiore e inferiore dei rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari.

Il primo scenario è basato sull'ipotesi che l'eccesso di liquidità accumulato sarà trasformato in saldi transattivi e che potrebbe pertanto implicare dei rischi per la stabilità dei prezzi in linea con l'evidenza storica. Per simulare questo scenario viene utilizzata la serie ufficiale di M3. Lo scenario implica una diminuzione piuttosto rapida della crescita di M3 nel futuro, in quanto il modello per M3 ipotizza che l'attuale livello di eccesso di liquidità verrà riassorbito nel tempo scendendo a livelli in linea con i profili storici.

Il secondo scenario è una variante del primo. Esso ipotizza la stabilità della relazione empirica tra dinamiche monetarie e inflazione, ma anche che l'eccesso di liquidità nell'area dell'euro accumulato durante il recente periodo di forte crescita di M3 si riassorbirà più lentamente in futuro rispetto a quanto avvenuto in media negli ultimi due decenni. Una tale analisi è motivata dall'osservazione che negli ultimi anni il livel-

lo di eccesso di liquidità ha mostrato una maggiore persistenza rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato sulla base della precedente esperienza. Ciò potrebbe essere connesso a una maggiore avversione al rischio da parte dei detentori di moneta in seguito al prolungato periodo di cali nei mercati azionari tra il 2000 e il 2003. Questo scenario, che implica un periodo più lungo di eccesso di liquidità rispetto al primo scenario, può essere considerato un'illustrazione del limite superiore dei rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari.

Nel terzo scenario si ipotizza che la recente rapida crescita della moneta associata con le straordinarie riallocazioni di portafoglio è stata totalmente eccezionale e che pertanto non dovrebbe essere analizzata sulla base delle relazioni storiche. In questo scenario viene utilizzata la serie di M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio. Anche questo scenario ipotizza che nel futuro si osserverà una certa correzione dell'eccesso di liquidità. Esso può essere considerato un'illustrazione del limite inferiore dei rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari.

Le possibili implicazioni dell'eccesso di liquidità per le prospettive di stabilità dei prezzi in ciascuno dei tre scenari presentati sono illustrate utilizzando un piccolo modello econometrico indicatore per l'area dell'euro. Tale modello è basato su una misura del *gap* monetario reale derivata da un'equazione di domanda di moneta¹⁷⁾. Diversi studi empirici suggeriscono che questa misura di eccesso di liquidità ha contribuito alla previsione degli andamenti dei prezzi nell'area dell'euro¹⁸⁾. Il modello alla base di quest'analisi è una variante del cosiddetto

17) Si noti che questa misura del *gap* monetario reale è diversa da quella presentata nella figura 2, in quanto è basata su un'equazione di domanda di moneta di lungo periodo anziché sulle deviazioni cumulate della crescita di M3 dal suo valore di riferimento.

18) Cfr., ad esempio, S. Gerlach e L. E. O. Svensson (2003), "Money and inflation in the euro area: A case for monetary indicators?", *Journal of Monetary Economics* 50, pagg. 1649-1672, e C. Trecroci e J.-L. Vega (2002), "The information content of M3 for future inflation", *Weltwirtschaftliches Archiv* 138 (1), pagg. 22-53.

approccio P-star, preminente nella letteratura economica sulle proprietà di indicatore anticipatore della moneta per gli andamenti futuri dei prezzi (cfr. riquadro 3)¹⁹⁾. Chiaramente questi modelli indicatori sono molto semplici e soggetti a una serie di limitazioni. I risultati di tali modelli dovrebbero pertanto essere considerati indicativi, ossia valutati come un quadro generale della direzione, entità e incertezza che

caratterizza i rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari e dall'eccesso di liquidità anziché come una previsione precisa delle prospettive di inflazione su orizzonti brevi.

19) Cfr. J. J. Hallman, R. D. Porter e D. H. Small (1991), "Is the price level tied to the M2 monetary aggregate in the long run?", *American Economic Review* 81 (4), pagg. 841-858.

Riquadro 3

IL MODELLO P-STAR

Il semplice modello P-star alla base delle proiezioni presentate nel testo principale può essere espresso con la seguente equazione:

$$\pi_{t+1} = \pi_{t+1}^{obj} + \alpha_{\pi}(L)(\pi_t - \pi_t^{obj}) + \alpha_m(\text{REALMONEYGAP})_{t-j} + \alpha_z(L)Z_t + u_{t+1} \quad [1]$$

Tale equazione implica che le deviazioni dell'inflazione π_t dall'obiettivo della banca centrale π_t^{obj} vengono gradualmente ricomposte. Il *gap* monetario reale e altre variabili (indicate da Z) vengono ad aggiungersi alla pressione inflazionistica, e l'entità di tali pressioni è determinata dai parametri α_m e α_z . Il *gap* monetario reale utilizzato in quest'esercizio è costruito in maniera diversa da quello mostrato nelle figure 2, 8 e 9 nel testo principale. Come mostrato in seguito, esso è calcolato come deviazione dall'equilibrio implicito in un modello di domanda di moneta. Nel modello semplice utilizzato in quest'articolo, Z rappresenta il prezzo del petrolio. L'inclusione del prezzo del petrolio nell'equazione P-star implica un riconoscimento che gli andamenti monetari non sono decisivi nel prevedere le dinamiche a più breve termine dell'inflazione. Tale inclusione può essere considerata come un tentativo di controllare la volatilità dell'inflazione a breve termine, sottolineando quindi la relazione tra moneta e andamenti dei prezzi nell'orizzonte da medio a più lungo termine.

Per produrre previsioni di inflazione per orizzonti temporali più lunghi con un tale modello P-star sono necessarie delle proiezioni per la crescita monetaria, che a loro volta dipendono da ipotesi circa gli andamenti di altre variabili macroeconomiche. A scopo illustrativo, l'esercizio presentato in quest'articolo utilizza semplicemente i dati pubblicati delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE del settembre 2004¹⁾. Sulla base di tali ipotesi, l'evoluzione della crescita di M3 può essere derivata utilizzando un sistema di domanda di moneta²⁾.

Oltre a derivare le proiezioni per l'inflazione utilizzando il *gap* monetario reale, il modello P-star consente anche una scomposizione delle deviazioni indicate dalle proiezioni dall'obiettivo di inflazione nelle varie componenti del *gap* monetario reale. In particolare, il *gap* monetario reale può essere scomposto nel "*monetary overhang*" (squilibrio monetario, la deviazione della quantità osservata di moneta in termini reali dai valori che sarebbero in linea con i livelli os-

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*, Bollettino mensile, settembre 2004, pagg. 62-65.

2) Il sistema della domanda di moneta utilizzato in quest'esercizio è quello sviluppato per M3 dell'area dell'euro da A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *op. cit.*

servati di attività reale), in un termine connesso alla situazione congiunturale dell'attività reale nell'economia e in un termine connesso ai tassi di interesse.

A tal fine è utile definire il *gap* monetario reale come la deviazione della quantità osservata di moneta in termini reali (*M3 in termini reali*) dal livello che sarebbe implicito nel modello di domanda di moneta in cui entrambe le determinanti tradizionali della domanda di moneta (reddito y_t e tassi di interesse i_t) sono ai loro livelli di equilibrio. Chiaramente ciò è analogo alla definizione basata sul valore di riferimento della BCE per la crescita monetaria, poiché la derivazione del valore di riferimento è implicitamente basata su profili ipotizzati per prodotto e tassi di interesse di equilibrio. L'approccio basato sull'equazione di domanda di moneta implica che³⁾:

$$\text{REALMONEYGAP}_t = (\text{realM3})_t - (c + \beta \cdot y_t^* + \gamma \cdot i_t^*) \quad [2]$$

dove y_t^* è il livello di equilibrio stimato del reddito nazionale, i_t^* è il livello di equilibrio stimato dei tassi di interesse e c , β e γ sono i parametri della funzione di domanda di moneta. Chiaramente, il livello osservato di moneta può sempre essere espresso utilizzando un'equazione della domanda di moneta, a condizione di includere un "residuo" (ε_t) per cogliere la parte della quantità di moneta che non è spiegata dalle determinanti tradizionali nel lungo periodo. Riscrivendo la quantità di M3 in termini reali in tale modo si ottiene la seguente scomposizione del *gap* monetario reale:

$$\begin{aligned} \text{REALMONEYGAP}_t &= (c + \beta \cdot y_t + \gamma \cdot i_t + \varepsilon_t) - (c + \beta \cdot y_t^* + \gamma \cdot i_t^*) \\ &= \varepsilon_t + \beta \cdot (y_t - y_t^*) + \gamma \cdot (i_t - i_t^*) \end{aligned} \quad [3]$$

dove ε_t è il "*monetary overhang*", definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 in termini reali e il livello "di equilibrio" o "desiderato" di M3 in termini reali dato dalla relazione di lungo periodo di un modello della domanda di moneta, $\beta(y_t - y_t^*)$ è il contributo legato alla situazione congiunturale dell'economia e $\gamma(i_t - i_t^*)$ è il contributo dei tassi di interessi. Queste componenti del *gap* monetario reale possono poi essere sostituite nell'equazione di previsione dell'inflazione [1] in modo tale da individuare separatamente i contributi di ciascuna di tali componenti, nonché il contributo derivante dai prezzi del petrolio che servono per controllare la volatilità dell'inflazione nel breve termine.

Se il *monetary overhang* contiene informazioni utili per la previsione dell'evoluzione futura dell'inflazione al di là di quelle contenute negli indicatori della situazione congiunturale dell'economia o dei tassi di interesse vi sono forti motivi per tenere in conto gli andamenti monetari quando si analizza il processo inflazionistico. Utilizzando dati riferiti agli ultimi due decenni, diversi studi pubblicati nella letteratura economica hanno dimostrato che il *monetary overhang* contribuisce di fatto alla previsione dell'inflazione nell'area dell'euro⁴⁾.

È chiaro che modelli di previsione quali quelli presentati in questo riquadro sono relativamente semplici. Inoltre, le proiezioni da essi derivate sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza. Ciò non-dimeno, i risultati degli esercizi di simulazione basati su questi tipi di modelli offrono utili indicazioni per la valutazione dei rischi impliciti nell'eccesso di liquidità per gli andamenti futuri dei prezzi.

3) Nelle equazioni 2 e 3, M3 in termini reali e il prodotto sono espressi in logaritmi.

4) Cfr, ad esempio, C. Trecroci e J.-L. Vega, *op cit.*

Nella tavola 1 sono mostrate le proiezioni di inflazione basate sul modello P-star fino alla fine del 2006. Come indicato in precedenza, vengono analizzati tre scenari. Nello scenario basato sui dati ufficiali di M3, il modello prevede un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC compreso tra 1¼ e 2¾ per cento alla fine del 2006. Tali valori sono gli estremi della banda di confidenza al 95 per cento attorno alla stima puntuale per l'inflazione sui dodici mesi e illustrano le forti incertezze che caratterizzano la previsione basata sulla moneta. Per contro, se il livello corrente di eccesso di liquidità dovesse riassorbirsi più lentamente di quanto previsto in base all'esperienza passata (in linea con il secondo scenario dianzi delineato), le proiezioni di inflazione resterebbero sbilanciate al di sopra del 2 per cento sull'intero orizzonte di previsione.

Ad ogni modo, per entrambi gli scenari basati sulla serie ufficiale di M3, gran parte dell'intervallo di previsione per l'inflazione è al di sopra del 2 per cento, a indicazione di alcuni rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi. Questi risultati sono lievemente in contrasto con lo sce-

nario basato sulla serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio. In tal caso, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è prevista rimanere in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE nel 2005 e 2006. I risultati dell'esercizio finale sono quindi più vicini alle proiezioni contenute nello scenario principale pubblicato nel contesto delle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE in settembre, mentre gli altri due scenari, in particolare il secondo, indicano alcuni rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari.

Come esposto nel riquadro 3, il *gap* monetario reale alla base del modello P-star può essere scomposto in varie componenti al fine di individuare l'impatto di ciascuna di esse sulla proiezione dell'inflazione. In particolare, si può valutare l'importanza del *monetary overhang*, che è la deviazione della quantità effettiva di moneta dal livello che si attenderebbe in base all'esperienza storica stante il livello prevalente delle determinanti convenzionali della domanda di moneta. Il contributo del *monetary overhang*

Tavola 1 Previsione dell'inflazione calcolata sullo IAPC basata su un modello P-star che utilizza M3, M3 con un tasso di aggiustamento lento e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)

	Inflazione nel 4°trim. 2005 ¹⁾	Contributo del <i>monetary overhang</i> all'inflazione ²⁾	Inflazione nel 4°trim. 2006 ¹⁾	Contributo del <i>monetary overhang</i> all'inflazione ²⁾
Scenario 1: crescita ufficiale di M3 con un riassorbimento relativamente rapido dell'eccesso di liquidità ³⁾	1¼ - 3	2½	1¼ - 2¾	2
Scenario 2: crescita ufficiale di M3 con un lento riassorbimento dell'eccesso di liquidità ⁴⁾	1¼ - 3	2¾	1¼ - 3¼	2½
Scenario 3: crescita di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio	1 - 2¼	2	1 - 2½	1¾

Nota: Le previsioni sono state derivate utilizzando dati relativi alla moneta che si estendono fino al secondo trimestre del 2004.

1) Le bande di previsione sono basate su intervalli di confidenza del 95 per cento intorno alla previsione puntuale dell'inflazione annuale.

2) Il contributo del *money overhang* all'inflazione mostra il tasso di inflazione che si realizzerebbe sulla base del modello P-star qualora l'impatto degli andamenti del prezzo del petrolio e dello stato congiunturale dell'economia venissero rimossi dalla previsione, in modo tale da ottenere una previsione basata esclusivamente sugli andamenti monetari. Le previsioni sugli andamenti del prezzo del petrolio sono tratte dalle ipotesi alla base delle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE di settembre 2004. L'indicatore dello stato ciclico dell'economia (e la sua previsione) è stato ottenuto come media delle stime ottenute utilizzando il filtro standard Hodrick-Prescott, un approccio basato sulla funzione di produzione come quello suggerito da T. Proietti, A. Musso e T. Westermann (2002), "Estimating potential output and the output gap for the euro area: a model-based production function approach," Working Paper dello IUE, ECO 2002/9 e una stima fornita dall'OCSE. Le previsioni per i primi due indicatori sono state derivate utilizzando i risultati dell'esercizio previsivo macroeconomico degli esperti della BCE di settembre. L'OCSE fornisce previsioni sullo stato ciclico dell'economia solo fino alla fine del 2005. Quest'ultima previsione è stata estesa fino alla fine del 2006 utilizzando variazioni trimestrali congiunturali dell'indicatore basato su lavoro di T. Proietti, A. Musso e T. Westermann (2002).

3) I risultati presentati sono basati su una equazione di domanda di moneta i cui parametri sono stati stimati utilizzando osservazioni dal 1980 alla metà del 2001.

4) L'aggiustamento più lento è stato simulato assumendo che il futuro riassorbimento dell'eccesso monetario avvenga coerentemente con la stima del sopra menzionato modello di domanda di moneta tra il 1980 e il secondo trimestre del 2004.

può essere descritto come l'impulso puramente monetario sugli andamenti dei prezzi.

Nel caso dei due scenari basati sulla serie ufficiale di M3 il contributo alla proiezione di inflazione del *monetary overhang* è sempre positivo e indica, per la maggior parte del tempo, un'inflazione misurata sullo IAPC al di sopra del 2 per cento. Quando la previsione di inflazione complessiva di questo scenario si situa al di sotto del 2 per cento, ciò è la conseguenza di un contributo negativo della situazione congiunturale dell'economia. La tavola 1 mostra che quando si utilizza la serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio il contributo del *monetary overhang* alle pressioni inflazionistiche è leggermente più modesto, dando così origine a delle previsioni di inflazione più moderate.

La tavola 2 mostra i risultati ottenuti dal modello di previsione P-star per l'area dell'euro in tempo reale, in prospettiva storica. La tavola illustra un numero di punti importanti. In primo luogo, essa dimostra che i rischi per la stabilità dei prezzi sono relativamente contenuti quando valutati sulla base del modello P-star (basato sulle misure di eccesso di liquidità). Tuttavia, benché tale modello preveda livelli di inflazione relativamente bassi nel 2001, nel corso del tempo, man mano che comincia ad accumularsi l'impatto dell'eccesso di liquidità, le previsioni di inflazione mostrano una tendenza verso l'alto. Nel complesso, le indicazioni sui rischi inflazionistici ricavate

dal modello P-star appaiono più moderate rispetto a quelle fornite dai modelli indicatori bivariati (che si focalizzano sulla crescita monetaria). La diversa valutazione è riconducibile alla struttura più ricca del modello P-star, che tiene conto della situazione congiunturale dell'economia, oltre che degli andamenti monetari.

Questi risultati sottolineano nuovamente l'importanza di un'attenta valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari che tenga conto della natura specifica dei fattori alla base di tali andamenti in diversi periodi di tempo.

Concludendo, questa sezione ha presentato i risultati dell'analisi monetaria ottenuti applicando alcuni semplici strumenti illustrativi che dimostrano come l'analisi monetaria possa fornire informazioni rilevanti per le decisioni di politica monetaria volte al mantenimento della stabilità dei prezzi. Chiaramente, la semplicità degli approcci mostrati implica che le proiezioni di inflazione basate in gran parte su dati monetari possono costituire solo una parte dell'analisi monetaria complessiva. Come è evidente dalla natura dei metodi, dalle ipotesi alla base di tali strumenti e dai motivi di cautela menzionati, gli strumenti presentati in quest'articolo non possono essere applicati in maniera meccanica per ottenere conclusioni concrete di politica monetaria. In linea con la strategia annunciata all'avvio della Terza fase dell'UEM nell'ottobre 1998, anziché reagire agli andamenti monetari in modo

Tavola 2 Previsione in tempo reale dell'inflazione calcolata sullo IAPC nove trimestri in avanti basata sul modello P-star che utilizza M3, M3 con un tasso di aggiustamento lento e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)

Ultima osservazione disponibile	Previsione dell'inflazione annuale	M3	M3 con aggiustamento più lento	M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio
2001 3° trim.	2003 4° trim.	½ - 2¼	½ - 2¼	½ - 2
2002 1° trim.	2004 2° trim.	½ - 2¼	½ - 2	½ - 2
2002 3° trim.	2004 4° trim.	¾ - 2¼	¾ - 2¼	½ - 2
2003 1° trim.	2005 2° trim.	1 - 2½	1¼ - 2½	¾ - 2¼
2003 3° trim.	2005 4° trim.	1¼ - 2½	1¼ - 2¾	¾ - 2¼
2004 1° trim.	2006 2° trim.	1¼ - 2¾	1½ - 3	¾ - 2¼
2004 2° trim.	2006 3° trim.	1½ - 2¾	1¾ - 3	1 - 2¼

Nota: Le previsioni sono state ottenute utilizzando dati che si estendono fino al primo periodo indicato nell'intervallo di previsione. Le bande di previsione mostrate nella tavola sono basate su intervalli di confidenza del 95 per cento attorno alla previsione puntuale dell'inflazione.

meccanico, la BCE ha utilizzato quest'analisi per individuare le dinamiche di M3 che pongono dei rischi potenziali per la stabilità dei prezzi su orizzonti compresi tra il medio e il più lungo termine. Quest'analisi è stata utilizzata come verifica incrociata a fronte della valutazione ottenuta dall'analisi economica. Tale verifica incrociata è una caratteristica essenziale della strategia di politica monetaria della BCE e garantisce che il Consiglio direttivo reagisca in modo appropriato ai fini dell'assolvimento del mandato della BCE. Ciò nonostante, gli esercizi presentati in questa sezione dovrebbero essere considerati dei mezzi euristici ed espositivi adeguati, che consentono di presentare e comprendere più chiaramente le implicazioni della dettagliata analisi monetaria.

6 CONCLUSIONI

Negli ultimi anni l'estrazione dagli andamenti monetari di segnali relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo si è rivelata un compito difficoltoso. Diversi shock hanno influenzato sia gli andamenti monetari che quelli dei prezzi nel breve-medio periodo, offuscando di conseguenza la relazione sottostante tra crescita monetaria e inflazione nel più lungo periodo.

Nell'impegnativo contesto degli ultimi anni, l'analisi monetaria della BCE si è avvalsa di una varietà di strumenti analitici e quadri concettuali per trarre dagli andamenti monetari le informazioni rilevanti per le decisioni di politica monetaria. Alcuni di tali strumenti sono stati descritti in questo articolo. È evidente che è piuttosto improbabile che l'utilizzo meccanico di un singolo indicatore o strumento costituisca un metodo efficace per estrarre dagli andamenti monetari le informazioni rilevanti per le decisioni di politica monetaria. Come è stato dimostrato dagli esercizi basati su scenari presentati in questo articolo, dati simili della crescita monetaria complessiva possono portare a valutazioni piuttosto diverse dei rischi per la stabilità futura dei prezzi, a seconda delle condizioni macroeconomiche prevalenti e, in particolare, dei fattori alla base della crescita monetaria.

Utilizzando l'analisi istituzionale e le tecniche econometriche espone in questo articolo è stato possibile sviluppare una soddisfacente comprensione in tempo reale degli andamenti monetari osservati negli ultimi anni, e in particolare di alcune delle cause alla base delle variazioni della crescita di M3 e delle loro possibili implicazioni per gli andamenti futuri dei prezzi.

ALLEGATO

VERIFICA DELLA STABILITÀ DELLA DOMANDA DI MONETA DI LUNGO PERIODO NELL'AREA DELL'EURO

Diversi studi hanno rilevato che la domanda di M3 nell'area dell'euro mostra una relazione stabile con i prezzi, l'attività economica e i tassi di interesse ²⁰). Tuttavia, l'eccezionale crescita di M3 tra la metà del 2001 e l'estate del 2003, ben al di là di quanto si sarebbe previsto sulla base degli andamenti delle determinanti convenzionali della domanda di moneta, ha suscitato preoccupazioni circa la possibilità di una interruzione statistica di questa relazione storica.

Nel valutare la stabilità delle relazioni sottostanti alla domanda di moneta si dovrebbe riconoscere che la definizione empiricamente rilevante di moneta non è univoca. In un contesto di innovazioni finanziarie e di modifiche della struttura finanziaria, gli strumenti che svolgono i ruoli tradizionali della moneta – unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore – subiscono continui mutamenti. Inoltre, la natura stessa di questi tre ruoli evolve nel tempo a seguito del progresso tecnologico e dell'introduzione di nuovi strumenti. Un'analisi monetaria completa deve includere gli andamenti delle componenti e contropartite dell'aggregato monetario fondamentale e considerare continuamente se, in un dato insieme di circostanze, le disponibilità di alcune componenti rappresentano realmente dei saldi monetari nel senso convenzionale del termine ovvero se non siano invece degli strumenti con un ruolo economico alternativo, quali ad esempio forme di risparmio a più lungo termine. Ciò nondimeno, in linea con il testo principale, la valutazione di questo allegato si focalizza sulla stabilità dell'aggregato monetario ampio fondamentale, M3.

In linea di principio si possono distinguere due forme di instabilità della domanda di moneta. In primo luogo, possono verificarsi delle instabilità di breve periodo che lasciano invariata la relazione della domanda di lungo periodo tra quantità di moneta, prezzi, redditi reali e tassi

di interesse. Queste forme di instabilità sono in certa misura inevitabili, data la complessità della relazione di breve periodo tra dinamiche monetarie e inflazione, che dipende dagli andamenti di molte altre variabili economiche. In secondo luogo, e ancor più importante, la relazione della domanda di moneta di lungo periodo può essa stessa interrompersi. Benché ciò rappresenti semplicemente l'instabilità di una specifica formulazione econometrica della domanda di moneta e non ponga necessariamente in discussione la sottostante relazione di lungo periodo tra gli andamenti monetari e i prezzi, una tale interruzione causerebbe importanti problemi pratici per l'analisi monetaria poiché i termini di riferimento statistici a fronte dei quali sono in genere valutati gli andamenti monetari diventerebbero meno precisi.

Questo allegato valuta la stabilità della domanda di moneta di lungo periodo dell'area dell'euro nell'intervallo di tempo compreso tra il primo trimestre del 1980 e il primo trimestre del 2004 utilizzando un'equazione di domanda di moneta elaborata dagli esperti della BCE ²¹). Tale equazione è incorporata in un sistema vettoriale a correzione d'errore (*vector error correction* – VEC) stimato applicando la procedura di cointegrazione di Johansen a una serie di variabili comprendenti M3 deflazionata con il deflatore del PIL (*m-p*), il PIL in termini reali (*y*) e una misura del costo opportunità di detenere moneta definita come il differenziale fra il tasso di interesse di mercato a breve termine (*ST*) e il tasso proprio di rendimento di M3 (*OWN*). Il tasso proprio è calcolato come la media ponderata dei tassi di rendimento delle singole componenti di M3 (utilizzando la relativa importanza di ciascuna componente di

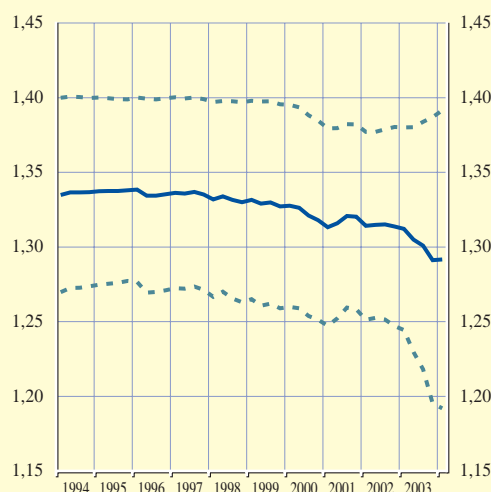
20) Per alcuni esempi recenti, cfr. C. Brand e N. Cassola (2004), "A money demand system for euro area M3", *Applied Economics* 36 (8), pagg. 817-838; A. Bruggeman, P. Donati e A. Warne (2003), *Is the demand for euro area M3 stable?*, Working Paper della BCE n. 255; A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *op. cit.*; G. Coenen e J.-L. Vega (2001), "The demand for M3 in the euro area", *Journal of Applied Econometrics* 16 (6), pagg. 727-748; e M. Funke (2001), "Money demand in Euroland", *Journal of International Money and Finance* 20 (5), pagg. 701-713.

21) A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *op. cit.*

ARTICOLI

Analisi monetaria
in tempo reale

Figura A Stime recursive dei coefficienti di lungo periodo del PIL reale ¹⁾

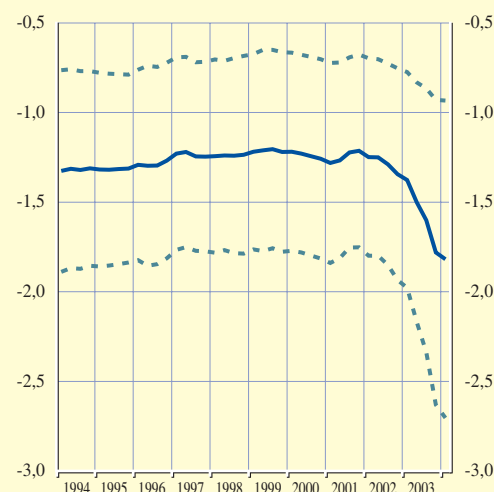


Fonte: BCE.

Nota: Le linee tratteggiate indicano l'intervallo di confidenza al 95 per cento.

1) Basate sul modello di domanda di moneta di A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001); cfr. note alla Figura 4 per maggiori dettagli.

Figura B Stime recursive dei coefficienti di lungo periodo del costo opportunità ¹⁾



Fonte: BCE.

Nota: Le linee tratteggiate indicano l'intervallo di confidenza al 95 per cento.

1) Basate sul modello di domanda di moneta di A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001); cfr. note alla Figura 4 per maggiori dettagli.

M3 come suo peso) ²²⁾. La domanda di lungo periodo stimata per la moneta in termini reali assume la seguente forma lineare semilogaritmica (errori standard tra parentesi):

$$(m - p)_t = \underset{(0,05)}{1,29} \cdot y_t - \underset{(0,47)}{1,82} \cdot (ST - OWN)_t$$

Un metodo convenzionale per analizzare la stabilità dei coefficienti di lungo periodo è quello di rappresentare graficamente le stime ricorsive di tali coefficienti. Tale procedura consiste semplicemente nello stimare l'equazione su un campione troncato e poi nello ristimare ripetutamente l'equazione su campioni più grandi fino a ottenere una stima basata sull'intero campione. L'esercizio offre alcune indicazioni in merito all'eventuale variazione delle stime nel tempo. In particolare, ampie fluttuazioni dei coefficienti stimati sono in genere interpretate come un'indicazione di instabilità.

Andrebbe ricordato fin dall'inizio che tale metodo è piuttosto informale e presenta alcuni seri problemi econometrici. Pertanto, i risultati ottenuti appli-

cando tale metodo dovrebbero essere interpretati con notevole cautela. Essi possono essere utilizzati unicamente per ottenere dell'evidenza preliminare sulla stabilità dei parametri del modello.

Le figure A e B raffigurano i profili temporali descritti dalle stime ricorsive dei coefficienti dell'equazione della domanda di moneta di lungo periodo, unitamente alle corrispondenti bande di confidenza del 95 per cento. Sia l'elasticità al reddito che la semi-elasticità al differenziale di tasso di interesse (due parametri fondamentali di lungo periodo del modello) sembrano essere state soggette a modifiche negli ultimi trimestri del periodo sotto analisi, quando la crescita monetaria è stata eccezionalmente elevata. Benché l'effetto di tali perturbazioni sia in particolare visibile nell'oscil-

22) La variante del modello utilizzata per questo allegato è stimata condizionatamente a una restrizione di esogeneità debole del PIL reale rispetto al sistema. Inoltre, sono state incluse come variabili esogene la differenza prima del tasso di inflazione trimestrale annualizzato (basato sul deflatore del PIL) e la variazione ritardata di un trimestre del "differenziale di rendimento" (definito come la differenza fra il rendimento dei titoli di Stato decennali e il tasso di interesse del mercato monetario a tre mesi).

lazione del coefficiente del costo opportunità, esso è rilevabile anche dall'ampliarsi delle bande di confidenza intorno alle stime dell'elasticità al reddito verso la fine del periodo campione.

Nel complesso, quest'analisi grafica suggerirebbe che la stabilità del modello negli ultimi periodi non può essere data per scontata. Tale osservazione fa sorgere la necessità di indagini più formali utilizzando metodi, quali i test di stabilità dei parametri, che non siano soggetti agli inconvenienti tecnici associati con le stime ricorsive. Tali test più sofisticati includono le varianti relative alla media e all'estremo superiore del cosiddetto test di stabilità congiunta dei parametri del vettore di cointegrazione di Nyblom²³⁾. I risultati di tali test sulla domanda di M3 dell'area dell'euro sono mostrati nella tavola A.

Sebbene anche tali test presentino diversi problemi, quali le questioni della dimensione ridotta del campione, l'impiego di tecniche di bootstrapping proposto da Bruggeman, Donati e Warne (2003) può mitigarne almeno alcuni. Come mostra il livello relativamente elevato dei valori p, l'ipotesi nulla del test (stabilità congiunta dei parametri di lungo periodo) non può essere rifiutata ai livelli convenzionali di confidenza. Ciò suggerisce che i parametri di lungo periodo del modello rimangono congiuntamente stabili, anche quando il periodo campione è esteso fino al primo trimestre del 2004 e include pertanto il recente periodo di forte crescita monetaria.

Tavola A Test di stabilità dei parametri di Nyblom¹⁾

Tipo di test	Statistica	P-value
Estremo superiore	0,53	0,62
Media	0,16	0,55

Note: Il p-value è una misura della verosimiglianza dell'ipotesi nulla (che, in questi test, è la stabilità congiunta dei parametri della domanda di moneta). Un valore alto del p-value indica che esiste scarsa evidenza contro l'ipotesi nulla. I p-values sono ottenuti utilizzando la metodologia di bootstrapping (basata su 1.000 iterazioni).

1) Basati sul modello di domanda di moneta di A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001); cfr. note alla Figura 4 per maggiori dettagli.

Complessivamente i due metodi utilizzati per valutare la stabilità della domanda di moneta danno segnali in certa misura contraddittori. Mentre i risultati delle stime ricorsive indicano che la stabilità dei coefficienti di lungo periodo del modello potrebbe essersi deteriorata verso la fine del periodo campione, quelli di un test formale di costanza dei parametri non rivelano importanti segnali di instabilità dei parametri nel modello. Nell'insieme, i test formali di costanza dei parametri dovrebbero fornire informazioni più affidabili rispetto alle analisi grafiche delle stime ricorsive e, pertanto, bisognerebbe attribuire un maggior peso ai loro risultati. In sintesi, questo esercizio econometrico non indica la presenza di motivi ragionevoli per ritenere che la relazione della domanda di M3 di lungo periodo stimata per l'area dell'euro sia cambiata.

23) Questi test sono stati estesi ai VAR cointegrati da B. Seo (1998), "Tests for structural changes in cointegrated systems", *Econometric Theory* 14, pagg. 222-259, e da H. Hansen e S. Johansen (1999), "Some tests for parameter constancy in cointegrated VAR-models", *Econometric Journal* 2, pagg. 306-333.



L'INTEGRAZIONE ECONOMICA IN ALCUNE REGIONI AL DI FUORI DELLA UNIONE EUROPEA

All'interno della Unione europea (UE) l'integrazione economica regionale ha raggiunto uno stadio molto avanzato ed è stata ampiamente oggetto di discussione e analisi. La UE è quindi spesso usata come riferimento per altre regioni del mondo. Allo stesso tempo, essa rappresenta solo una fra le tante esperienze di integrazione economica regionale. Questo articolo pone l'attenzione su alcune regioni diverse dalla UE (la Comunità di Stati indipendenti, il Medio Oriente, l'Africa, l'Asia orientale e l'America latina) e illustra i diversi gradi e modelli secondo cui si è sviluppata l'integrazione in ciascuna di esse. In taluni casi risulta che il principale impulso all'integrazione è stato fornito dalle forze di mercato in risposta a fattori economici, mentre in altri è stata l'iniziativa politica a costituire la forza trainante. Nel lungo periodo, tuttavia, si può osservare un certo grado di interazione fra questi due modelli.

I INTRODUZIONE

La Banca Centrale Europea (BCE), essendo essa stessa il risultato di un lungo processo di integrazione economica regionale, è diventata un punto di riferimento naturale per diversi gruppi di paesi nel mondo, che la invitano a condividere la propria esperienza nel quadro di seminari congiunti e di altre iniziative che vedono la partecipazione di responsabili di politica economica e, talvolta, di accademici. In particolare, negli ultimi anni la BCE ha organizzato nell'ambito dell'Eurosistema seminari ad alto livello con banche centrali della regione del Mediterraneo meridionale e orientale, con quelle dell'Asia orientale e del Pacifico che partecipano alla Riunione dei Dirigenti delle banche centrali dell'Asia orientale e del Pacifico (EMEAP)¹⁾ e con gran parte delle banche centrali dell'America latina. Si sono altresì tenuti seminari sull'integrazione economica regionale nell'ambito del Vertice Asia-Europa (ASEM) e del Gruppo dei Venti (G20), nonché si sono avuti contatti con altri enti regionali quali il Consiglio di cooperazione del Golfo (GCC), l'Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico (ASEAN) e il Centro di studi monetari latinoamericani (CEMLA). In tale contesto, la BCE non è solo interessata a spiegare l'esperienza europea, soprattutto nell'ambito della cooperazione monetaria, bensì, cosa altrettanto importante, a seguire l'integrazione economica regionale che si sviluppa al di fuori della UE. Questo articolo verte su quest'ultimo aspetto.

L'integrazione economica regionale può essere definita come il grado di interconnessione dell'attività economica fra paesi appartenenti alla

stessa area geografica ed è misurata sia da fenomeni reali, come gli scambi commerciali e la mobilità del lavoro, sia da aspetti monetari e finanziari, come la convergenza dei tassi di interesse e di inflazione. Il livello di integrazione economica effettivamente raggiunto da una regione in un determinato momento può essere interpretato come il risultato sia di fattori economici sia di iniziative politiche, con diverse combinazioni di queste due componenti a seconda del caso in esame. Le iniziative politiche possono perseguire diversi obiettivi finali di integrazione, come quelli riportati nella classificazione di cui alla tavola 1, e possono altresì variare in misura significativa, spaziando da accordi intergovernativi a unioni di ampio respiro che implicano un trasferimento di sovranità a istituzioni sovranazionali. Tutti questi diversi assetti istituzionali possono essere indicati come "accordi regionali".

Anche se la UE è spesso indicata come l'accordo regionale più avanzato, in diverse altre regioni è stato istituito o rafforzato un quadro istituzionale volto a favorire l'integrazione, soprattutto a partire dagli anni novanta. Infatti, negli ultimi quindici anni il processo multilaterale di globalizzazione è stato accompagnato da un proliferare di iniziative regionali. Questo è stato in particolare il caso delle economie emergenti, in transizione e di altri paesi in via di sviluppo, su cui si incentra prevalentemente questo articolo.

Quanto all'integrazione commerciale, i paesi in via di sviluppo hanno potenzialmente la facoltà

1) Per un glossario dei raggruppamenti regionali e degli acronimi usati in questo articolo si rimanda all'appendice.

Tavola 1 Obiettivi dell'integrazione economica regionale: classificazione standard

1.	Zona di commercio preferenziale (ZCP)	Una regione dove i dazi applicati sui beni prodotti nei paesi membri sono inferiori a quelli sui beni prodotti all'esterno dell'area.
2.	Zona di libero scambio (ZLS)	Una regione dove sono nulli i dazi e i contingenti sulle importazioni dai paesi membri ma in cui questi ultimi mantengono un proprio regime nazionale su dazi e contingenti nei confronti delle importazioni da paesi terzi.
3.	Unione doganale (UD)	Una ZLS con dazi e, se presenti, contingenti comuni sulle importazioni dai paesi terzi.
4.	Mercato comune (MC)	Una UD dove sono assenti barriere commerciali di tipo non tariffario (integrazione dei mercati dei prodotti e dei servizi) o restrizioni sui movimenti dei fattori (integrazione dei mercati dei fattori).
5.	Unione economica (UNE)	Un MC con un grado rilevante di coordinamento delle politiche economiche nazionali e/o un'armonizzazione della legislazione interna attinente.
6.	Integrazione economica totale (IET)	Una UNE dove tutte le politiche economiche rilevanti sono condotte a livello sovranazionale nell'ambito di un assetto costituito da leggi e autorità sovranazionali.

Fonte: adattamento da B. Balassa, "The Theory of Economic Integration" (1961).

di attribuirsi reciprocamente qualunque tipo di "preferenza commerciale" (*trade preferences*) ai sensi della clausola abilitativa contemplata dalla normativa dell'Accordo generale sulle tariffe e sul commercio (GATT) e dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), che può essere interpretata come un'esenzione dal principio della "nazione più favorita" (*most favoured nation*). Questo articolo si limita esclusivamente all'analisi di questo tipo di accordo commerciale, talvolta indicato come "Sud-Sud", e quindi non si occupa di accordi quali la Zona di libero scambio nordamericana (NAFTA) o di quelli stipulati fra la UE e taluni paesi in via di sviluppo come i paesi dell'Africa, dei Caraibi e del Pacifico (ACP), che possono essere considerati come accordi "Nord-Sud".

Oltre alla politica commerciale, alcuni paesi in via di sviluppo hanno compiuto progressi anche nella cooperazione finanziaria e/o monetaria e sui tassi di cambio nonché nella sorveglianza economica reciproca a livello regionale, in taluni casi (come, ad esempio, nell'Asia orientale) con il coinvolgimento di uno o più paesi industriali (ad esempio il Giappone), come illustrato di seguito.

Le regioni prese in considerazione in questo articolo ne comprendono alcune confinanti con la UE (la Comunità di Stati Indipendenti (CIS), il Medio Oriente e l'Africa), l'Asia orientale e l'America latina. Il loro processo di integrazio-

ne regionale è esaminato tenendo conto sia del livello effettivo di integrazione economica (la dimensione economica) sia degli accordi regionali o sub-regionali sottostanti (la dimensione istituzionale). Le principali variabili scelte nel descrivere la dimensione economica sono, ove disponibili, l'integrazione e l'apertura commerciale regionale, i differenziali nel livello del PIL reale pro capite, il grado di sincronizzazione del ciclo economico, i differenziali fra i tassi di interesse nominali e la variabilità dei tassi di cambio fra le valute della regione. Per la dimensione istituzionale si fornisce una valutazione qualitativa. Per misurare i progressi temporali compiuti nella cooperazione regionale viene utilizzato un indice, i cui valori variano fra 0 (nessun tipo di integrazione) e 100 (integrazione economica totale; cfr. tavola 1). Si riportano i valori dell'indice per gli accordi regionali dell'Asia orientale e dell'America latina; per consentire una migliore interpretazione, essi sono messi a confronto con il processo di integrazione seguito dalla UE a partire dal 1957, usato in questa sede come semplice punto di riferimento e non come obiettivo cui tendere. (La metodologia seguita per la definizione dell'indice è descritta in dettaglio nel *Working paper* della BCE n. 185 dal titolo *European integration: what lessons for other regions? The case of Latin America*).

L'articolo affronta tre questioni principali. Primo, se sia possibile valutare i vari processi di integrazione economica regionale sulla base delle

stesse determinanti. Secondo, fino a che punto sia importante la dimensione istituzionale in un processo dinamico di integrazione regionale e in che misura essa sia collegata a quella economica. Terzo, fino a che punto l'integrazione regionale sia compatibile con quella nell'economia mondiale. Si cercherà di dare una risposta a questi quesiti sulla base dell'analisi condotta di seguito.

2 REGIONI CONFINANTI CON LA UE

Ci sono stati molteplici tentativi, talvolta in sovrapposizione fra loro, di promuovere l'integrazione economica regionale nelle regioni confinanti con la UE. Ad eccezione della CIS, tuttavia, il livello complessivo dell'integrazione economica effettivamente raggiunto è rimasto basso. Da un punto di vista istituzionale, il progetto di integrazione più ambizioso e avanzato è perseguito dagli Stati membri del Consiglio di cooperazione del Golfo, che hanno già raggiunto un notevole grado di convergenza monetaria.

LA COMUNITÀ DI STATI INDIPENDENTI

La CIS, istituita nel 1991 da dodici paesi che facevano parte dell'ex Unione Sovietica²⁾, ha un grado di integrazione economica che risulta relativamente elevato rispetto a quello di altre regioni confinanti con la UE, ma basso se confrontato con quello di regioni come la UE o l'Asia orientale. Le esportazioni e le importazioni di beni all'interno della regione (nel seguito "interscambio commerciale regionale") rappresentano circa il 26 per cento degli scambi commerciali totali della CIS (cfr. tavola 2). Il grado di apertura commerciale regionale, ovvero l'incidenza dell'interscambio commerciale regionale sul PIL, si colloca al 14 per cento mentre quello con il resto del mondo nel complesso raggiunge circa il 50 per cento del PIL. Il commercio della Russia con altri paesi della CIS costituisce la principale determinante dell'interscambio re-

- 2) Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Georgia, Kazakistan, Kirghizistan, Moldavia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan.

Tavola 2 Indicatori di integrazione economica nelle regioni confinanti con la UE ^{1), 2)}

	Commercio intraregionale in % del		Variazione media % rispetto alla media del gruppo						Volatilità del tasso di cambio nominale ⁵⁾
	PIL	commercio totale	PIL reale pro capite ³⁾		tasso di inflazione ⁴⁾		tassi di interesse nominali ⁴⁾		
			2002	2002	1993	2002	1993	2002	
Comunità degli Stati Indipendenti (CIS)	14	26	70	49	968	11	9,7 ⁶⁾	4,3	105
Medio Oriente e Africa settentrionale (MENA)	5	8	197	213	10,2	3,3	3,0	2,7	20
Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC)	4	6	48	56	1,6	1,2	1,1	0,6	1,4
<i>Accordi principali nell'Africa subsahariana</i>									
Comunità economica degli Stati dell'Africa centrale (ECCAS)	1	2	143	211	287	19	6,0	9,1	76
Comunità economica degli Stati dell'Africa occidentale (ECWAS)	6	9	54	51	15	4	14,6	6,2	26
Comunità per lo sviluppo dell'Africa australe (SADC)	5	10	125	171	222	28	4,8	8,5	67
<i>Unioni monetarie nell'Africa subsahariana</i>									
Unione economica e monetaria dell'Africa occidentale (WAEMU)	6	10	40	37	10,5	0,3	0	0	6
Comunità economica e monetaria centrafricana (CAEMC)	1	2	119	160	4,1	2,5	0	0	0
Area monetaria comune (CMA)	n.d.	n.d.	49	43	1,8	1,1	1,3	1,4	0

Fonte: FMI, elaborazioni BCE.

1) Il numero dei paesi compresi negli accordi regionali può variare nel tempo, a seconda della disponibilità dei dati.

2) Per la lista dei paesi compresi in ciascun gruppo si rimanda al glossario in Appendice.

3) Media ponderata con la popolazione delle differenze del PIL reale pro capite dei singoli paesi membri rispetto alla media regionale ponderata con la popolazione.

4) Media delle differenze assolute in punti percentuali dei tassi di interesse o dell'inflazione dei singoli paesi rispetto alla media regionale.

5) Media regionale delle deviazioni standard della media mobile a quattro termini delle differenze logaritmiche mensili dei tassi di cambio per ciascuna coppia di valute della regione.

6) 1996.

gionale, il che riflette sia le dimensioni economiche della Russia rispetto agli altri paesi della CIS sia il patrimonio di relazioni commerciali ereditato dall'ex Unione Sovietica.

Nell'ultimo decennio, sull'andamento economico della regione ha inciso il processo di transizione da economie pianificate a economie di mercato. Nei primi anni di questo processo numerosi paesi hanno sperimentato iperinflazione, associata a differenziali di inflazione e variabilità del tasso di cambio elevati. Dopo la crisi finanziaria russa del 1998, tuttavia, l'inflazione e i differenziali di interesse, così come la variabilità dei tassi di cambio, sono diminuiti in misura significativa e nella maggior parte dei paesi il regime di cambio ha assunto le caratteristiche di una fluttuazione controllata in modo rigoroso e incentrata sul dollaro statunitense. Inoltre, trainata dalla vigorosa ripresa della Russia, l'intera CIS ha beneficiato di elevati tassi di crescita dalla fine dello scorso decennio.

Le differenze di PIL pro capite fra i paesi membri della CIS sono aumentate in misura significativa rispetto al periodo sovietico, sebbene non siano così marcate come in altre regioni del mondo. L'integrazione finanziaria è rimasta limitata, nonostante nella regione si sia sviluppata di recente una qualche forma di attività bancaria transfrontaliera. Infine, la mobilità del lavoro sembra essere piuttosto elevata, come suggeriscono indirettamente i disavanzi crescenti dei trasferimenti privati in Kazakistan e Russia che indicano un'immigrazione di lavoratori provenienti da altri paesi della CIS.

In considerazione dell'eredità storica ed economica comune e delle sfide simili poste dal processo di transizione, vi è stato un certo impegno a livello istituzionale inteso a promuovere l'integrazione economica nella regione. La CIS mira a diventare uno spazio economico comune basato sul principio della libera circolazione dei beni, dei servizi, del lavoro e dei capitali. Tuttavia, tale obiettivo non è perseguito con coerenza da tutti i dodici Stati membri della CIS contemporaneamente. Nel 2003 quattro paesi membri (Russia, Ucraina, Bielorussia e Kazakistan)

hanno concordato di sviluppare uno spazio economico comune. Nel 1997 cinque paesi membri, ovvero Georgia, Ucraina, Uzbekistan, Azerbaijan e Moldavia, hanno fondato il GUUAM, un'iniziativa regionale volta a consolidare le relazioni e la cooperazione fra gli Stati membri. Altri cinque paesi (Russia, Bielorussia, Kazakistan, Kirghizistan e Tagikistan) hanno istituito nel 2000 la Comunità economica eurasiatica (EAEU). Questi ultimi due accordi sub-regionali, tuttavia, si pongono obiettivi di integrazione piuttosto modesti, essendo incentrati prevalentemente sul commercio e sulla politica di cooperazione in generale. Inoltre, Bielorussia e Russia hanno avviato discussioni sulla possibilità di costituire un'unione economica e monetaria. Nel complesso, queste iniziative di politica regionale hanno compiuto progressi limitati, in quanto i paesi non hanno ancora attuato le misure per cui si erano impegnati.

In tale contesto, altri tre fattori sembrano incidere sull'integrazione economica della regione. Il primo è rappresentato dalla diversa dotazione di risorse, per cui taluni paesi della CIS sono importanti esportatori di risorse naturali, compreso il petrolio, mentre altri fanno affidamento in larga misura sulle importazioni di beni energetici dal primo gruppo. Un secondo fattore è rappresentato dai diversi progressi compiuti nel processo di transizione verso un'economia di mercato. I paesi che hanno accumulato ritardi tendono a essere meno integrati nell'economia globale rispetto a quelli che hanno registrato un processo di transizione più marcato. Infine, gli aspetti geografici svolgono un ruolo importante, dal momento che la CIS è la regione del mondo con il maggior numero di paesi privi di sbocchi sul mare. Pertanto, il numero di frontiere che i beni devono attraversare per raggiungere i mercati al di fuori della regione è relativamente elevato. Associato a politiche commerciali a livello nazionale spesso restrittive, ciò tende ad aumentare i costi di trasporto e a ostacolare lo scambio di beni e servizi sia all'interno sia all'esterno dei confini regionali.

In prospettiva, nonostante la mancanza di progressi nell'attuare gli accordi regionali, l'in-

tegrazione economica è percepita come uno strumento importante sia per rafforzare i legami commerciali all'interno della regione sia per aprirla al resto del mondo. Il recente miglioramento della situazione macroeconomica in gran parte dei paesi della CIS dà nuovo vigore agli sforzi di integrazione, in quanto il crescente interscambio commerciale all'interno della CIS ha sostenuto la ripresa nella regione, mettendo in luce i potenziali benefici di una riduzione delle barriere commerciali all'interno della stessa. Sotto la condizione che l'assetto istituzionale si consolidi e vengano perseguite in generale politiche commerciali più aperte, le prospettive di ulteriori avanzamenti di questi paesi in termini di integrazione regionale e mondiale sembrano essersi rafforzate.

MEDIO ORIENTE E AFRICA SETTENTRIONALE

La regione del Medio Oriente e dell'Africa settentrionale (MENA) mostra un basso livello di integrazione economica. Nonostante la prevalenza di una lingua comune e un'apertura commerciale dei singoli paesi pari in media al 52 per cento del PIL, l'interscambio regionale rappresenta solo l'8 per cento dei flussi commerciali totali del MENA. Ne consegue che l'apertura commerciale regionale si colloca a circa il 5 per cento del PIL e non ha subito variazioni di rilievo negli ultimi dieci anni (cfr. tavola 2).

Il basso livello di integrazione è ascrivibile a fattori economici così come politici e istituzionali. Dal lato economico, dotazioni simili di fattori produttivi implicano che la gran parte delle esportazioni siano dirette all'esterno della regione. Inoltre, la dipendenza delle entrate pubbliche dai dazi doganali, dovuta a una limitata base di prelievo fiscale, ne rende difficile la riduzione. Dal lato istituzionale, la coerenza e l'efficacia delle iniziative volte a promuovere la cooperazione nella regione tendono a essere compromesse da conflitti regionali, che impediscono altresì di sviluppare infrastrutture economiche regionali.

Fra i quattro accordi regionali del MENA, quello che comprende il maggior numero di Stati (22) è

la Lega Araba. Il principale obiettivo di integrazione economica che essa si pone è la creazione, entro il 2005, di una Zona di libero scambio panaraba (PAFTA); a tale obiettivo, però, non tutti i membri hanno sottoscritto. L'Unione del Maghreb arabo (AMU), che comprende cinque paesi nordafricani, ha la finalità di liberalizzare la circolazione di beni, servizi, capitali e lavoro all'interno della regione. Il gruppo di Agadir è costituito dai quattro paesi arabi che si trovano a uno stadio più avanzato nel processo di associazione alla UE e ha l'obiettivo di liberalizzare il commercio regionale entro il 2005. Infine, sei paesi che si trovano nella penisola araba costituiscono il Consiglio di cooperazione del Golfo (GCC).

Il GCC rappresenta l'accordo più avanzato della regione del MENA, avendo dato origine a un'unione doganale nel 2003. Si configura anche come l'accordo dagli obiettivi più ambiziosi, in quanto gli Stati membri hanno avviato un processo di integrazione economica e monetaria con l'obiettivo finale di un'unione monetaria entro il 2010. Ciononostante, l'integrazione economica nel GCC è limitata, con un'incidenza percentuale del commercio regionale sull'interscambio totale e sul PIL addirittura lievemente inferiore a quella del MENA nel suo complesso (cfr. tavola 2). Ciò è riconducibile principalmente al fatto che le economie del GCC sono specializzate nella produzione di greggio e prodotti petroliferi, le cui esportazioni – dirette quasi interamente a paesi al di fuori della regione – rappresentano oltre il 70 per cento delle esportazioni totali del GCC. A questo riguardo, i paesi del GCC costituiscono un esempio evidente di come la dotazione di risorse simili possa impedire il rafforzamento dei legami commerciali all'interno di una regione. Per quanto attiene al commercio di prodotti non petroliferi del GCC, si stima che la quota di quello intraregionale sia più elevata (circa un terzo).

Sebbene anche l'integrazione finanziaria rimanga limitata, sorprende l'elevato grado di convergenza monetaria fra gli Stati membri del GCC, che trova fondamento nel rigoroso orientamento al dollaro statunitense degli ultimi venti anni, soprattutto tenendo conto del contesto di mobilità dei movimenti di capitale. In seguito all'an-

coraggio al dollaro, il tasso di cambio nominale fra le valute del GCC è stato meno variabile che in qualsiasi altra regione del mondo. Un'altra conseguenza è che i differenziali di inflazione sono stati contenuti e i tassi di interesse hanno oscillato simultaneamente all'interno di un intervallo ristretto.

Il GCC mira a istituire un mercato comune entro il 2007 e, come menzionato in precedenza, a introdurre una moneta unica entro il 2010. Il processo verso la costituzione di un'unione monetaria fa parte, pertanto, di un progetto di integrazione più ampio. Nonostante questi obiettivi ambiziosi, il quadro istituzionale del GCC è stato finora di natura intergovernativa, a livello sia politico sia tecnico, con elementi sovranazionali ancora ai primordi. L'evoluzione futura nell'ambito dell'integrazione economica e monetaria può quindi dipendere dall'adequazione di questo quadro istituzionale a perseguire gli obiettivi sopra indicati, nonché dalla volontà politica di attuarli con efficacia.

AFRICA SUBSAHARIANA

Ad eccezione della parte più meridionale dell'Africa, dove l'interscambio regionale di beni e servizi è aumentato in misura piuttosto significativa negli anni novanta, l'integrazione economica è rimasta modesta nell'Africa subsahariana. Analogamente al MENA, un grado di apertura significativo a livello nazionale (fra il 50 e il 60 per cento del PIL) si associa a un basso grado di apertura nell'ambito dei vari raggruppamenti regionali (cfr. tavola 2), pur considerando che le statistiche non tengono conto del commercio transfrontaliero informale, che è significativo. Inoltre, l'integrazione economica è modesta nonostante i recenti tentativi a livello regionale di rafforzare il coordinamento delle politiche economiche. Le tre unioni monetarie sub-regionali descritte di seguito, tuttavia, beneficiano di un'inflazione contenuta nonché dei tassi di interesse e dei differenziali di inflazione più bassi della regione (cfr. tavola 2).

Anche in questo caso, la specializzazione di gran parte delle economie africane nella produzione di alcune materie prime dirette ai mercati euro-

pei, asiatici e nordamericani, nonché i conflitti locali e regionali spiegano in misura significativa lo scarso grado di integrazione economica regionale. Tuttavia, ciò non è stato compensato da una maggiore integrazione nel commercio mondiale. L'incidenza delle esportazioni africane su quelle mondiali è di fatto scesa da circa il 5 per cento prima del 1980 a quasi il 2 dalla metà degli anni novanta.

Nonostante il basso grado di integrazione economica effettiva, sono state intraprese molteplici iniziative istituzionali fin dagli inizi degli anni sessanta, a livello sia continentale sia sub-continentale. L'Organizzazione per l'Unità africana (OAU), istituita nel 1963 e divenuta l'Unione africana nel 2002, ha deciso nel 1991 di creare una Comunità economica africana e un'Unione monetaria africana per l'intero continente entro il 2028, a partire da accordi di cooperazione sub-continentali denominati Comunità economiche regionali (*Regional Economic Communities*, REC). Finora sono state create quattordici REC, compresi alcuni estesi schemi di integrazione economica dell'Africa centrale, occidentale e meridionale (ECCAS, ECOWAS e SADC) e tre unioni monetarie già esistenti: l'Unione economica e monetaria dell'Africa occidentale (WAEMU), la Comunità economica e monetaria centroafricana (CAEMC) e la Zona monetaria comune dell'Africa australe (CMA).

La maggior parte di questi accordi regionali, tuttavia, soffre di una notevole debolezza istituzionale che, associata a problemi di *governance* a livello nazionale, concorre al basso livello di integrazione economica. In particolare, gli impegni assunti sono stati scarsamente rispettati, ad esempio nell'ambito delle riduzioni tariffarie, a causa dell'elevata dipendenza delle entrate fiscali dai dazi doganali e dell'assenza di sistemi regionali di compensazione delle mancate entrate. La sfida del rafforzamento istituzionale è ulteriormente complicata dal fatto che gran parte dei paesi (47 paesi africani su 53) partecipano a più di un accordo regionale (in alcuni casi tre o quattro), il che implica incoerenze e conflitti. Di conseguenza, neppure le unioni monetarie esistenti si basano su un mercato comune e la

forma più avanzata di integrazione dei mercati non supera lo stadio dell'unione doganale.

3 ASIA ORIENTALE

Rispetto ad altre regioni esaminate nel presente articolo, l'Asia orientale mostra un grado di integrazione economica regionale nettamente superiore, cui non corrisponde, tuttavia, un'evoluzione istituzionale regionale altrettanto progredita. L'integrazione economica all'interno della regione è notevolmente cresciuta a partire dall'inizio degli anni ottanta e l'incidenza degli scambi commerciali intraregionali su quelli totali è simile attualmente a quella della UE. Benché non sia altrettanto elevata, la convergenza degli indicatori finanziari è superiore a quella di gran parte delle altre regioni. Per contro, i progressi compiuti dai governi nella realizzazione degli accordi di integrazione regionale sono stati piuttosto modesti, sebbene negli ultimi cinque anni siano stati fatti alcuni importanti passi avanti.

Non vi sono blocchi regionali formali nell'Asia orientale che riflettano adeguatamente la por-

tata dell'integrazione economica regionale. Le economie, invece, che ben rappresentano questo fenomeno sono le dieci più importanti della regione. Questo gruppo, denominato in questa sede "ASEAN5+3+2", comprende Filippine, Indonesia, Malesia, Singapore e Tailandia (cioè i cinque paesi membri fondatori dell'ASEAN, il blocco regionale formale più importante), i "grandi tre" (Cina, Corea del Sud, e Giappone), Hong Kong e Taiwan. È significativo che, di tutte le economie dell'Est asiatico, queste dieci siano le più integrate nell'economia mondiale. Occorre notare che questo gruppo comprende anche un'importante economia industriale, il Giappone, peculiarità unica nei gruppi di paesi esaminati in questo articolo, ma che è essenziale per comprendere alcune dinamiche di integrazione della regione.

La tavola 3 riporta misure di integrazione economica regionale fra le economie dell'ASEAN5+3+2 e, a titolo comparativo, fra i soli paesi dell'ASEAN5. I valori relativi all'integrazione commerciale sono i più sorprendenti. Infatti, gli scambi intraregionali concorrono per oltre il 40 per cento degli scambi totali delle

Tavola 3 Indicatori di integrazione economica nell'Asia orientale

	Commercio intraregionale in % del		Variazione media % rispetto alla media del gruppo		Sincronizzazione del ciclo economico ⁴⁾	Volatilità del tasso di cambio nominale ⁵⁾
	PIL	commercio totale	PIL reale pro capite ²⁾	tassi di interesse nominali ³⁾		
ASEAN 5+3+2 ¹⁾						
1993-2002	16	43	138	3,3	0,30	21
1998-2002	17	43	133	3,4	0,35	44
1993-1997	14	43	142	3,2	0,25	19
1986-1992	10	37	136	4,2	0,04	18
1980-1985	n.d.	n.d.	124	3,5	n.d.	24
ASEAN 5 ¹⁾						
1993-2002	23	20	64	4,0	0,25	18
1998-2002	27	20	68	4,4	0,34	54
1993-1997	20	19	60	3,6	0,15	15
1986-1992	14	16	43	4,9	-0,13	15
1980-1985	n.d.	n.d.	31	3,4	n.d.	24

Fonte: elaborazioni BCE.

1) Per un glossario degli acronimi si rimanda all'Appendice.

2) Media ponderata con la popolazione delle differenze del PIL reale pro capite dei singoli paesi membri rispetto alla media regionale ponderata con la popolazione.

3) Media delle differenze assolute in punti percentuali dei tassi di interesse dei singoli paesi rispetto alla media regionale.

4) Media delle correlazioni tra paesi dei residui (ossia, valore effettivo meno tendenziale) di Hodrick-Prescott calcolati sulle serie della produzione industriale dei singoli paesi.

5) Media regionale delle deviazioni standard della media mobile a quattro termini delle differenze logaritmiche mensili dei tassi di cambio per ciascuna coppia di valute della regione.

economie dell'ASEAN5+3+2. Anche l'apertura commerciale intraregionale, pari al 16 per cento, è elevata se si considera che è compreso il Giappone, la cui apertura nei confronti del resto del mondo raggiunge solo il 18 per cento del PIL. Essa è notevolmente superiore per le sole economie dell'ASEAN5, non da ultimo in ragione delle loro dimensioni più modeste. L'elevato grado di integrazione commerciale è riconducibile allo sfruttamento di vantaggi comparati all'interno della regione nella produzione di beni destinati all'esportazione in mercati terzi industrializzati. Tale processo caratterizza la strategia di sviluppo dell'Asia orientale, che consiste nell'esportare prodotti manufatti in paesi ad alto reddito non appartenenti alla regione. L'organizzazione produttiva della regione è stata descritta come simile a un'unica filiera di produzione, con zone di elevata capacità tecnologica e produttività, come il Giappone e la Corea del Sud, che forniscono i beni e le componenti tecnologicamente più sofisticati, mentre i prodotti e le componenti ad alta intensità di lavoro sono realizzati in luoghi quali la Cina. Poiché molti beni esportati sono ad alto contenuto di componenti (come i prodotti elettronici, in cui la regione eccelle), gran parte dell'interscambio regionale è costituito dal commercio intrasettoriale di beni intermedi (o commercio intrasettoriale "verticale"). Tuttavia, con l'aumentare dei redditi nell'Asia orientale, la regione sta diventando a pieno titolo sempre più un mercato di sbocco per i prodotti finali.

Benché l'integrazione commerciale sia molto elevata, nell'Asia orientale le disparità di reddito sono ampie. La differenza percentuale media fra ciascuno dei dieci paesi in esame e la media del gruppo è insolitamente rilevante, collocandosi a quasi il 140 per cento. Tuttavia, invece che costituire un impedimento all'integrazione regionale, tali disparità di reddito sono assolutamente coerenti con l'integrazione dei processi produttivi, in quanto i paesi contribuiscono alla produzione e all'assemblaggio finale dei prodotti, conformemente alle proprie competenze e vantaggi comparati di costo. Le disparità di reddito, pertanto, sostengono l'elevata proporzione, negli scambi commerciali totali, rappre-

sentata dall'interscambio regionale di beni intermedi.

La correlazione del ciclo economico è costantemente aumentata a partire dalla metà degli anni ottanta. Questo fenomeno, che è in parte un segnale dell'integrazione generata dall'organizzazione della produzione su base regionale, è stato rafforzato dal rallentamento dell'economia nella regione indotto dalla crisi finanziaria asiatica del 1997-98. A esso può contribuire anche l'importanza crescente della domanda interna della regione.

La volatilità dei tassi di cambio all'interno della regione e i differenziali dei tassi di interesse fra le economie dell'ASEAN5+3+2 nel periodo 1980-97 sono stati modesti, tenuto conto delle differenze nel livello di sviluppo tra i paesi. Essi hanno riflesso in larga misura i tentativi da parte delle autorità ufficiali di questi paesi di stabilizzare le loro valute nei confronti del dollaro statunitense, al fine di sostenere la strategia di esportazione verso mercati esterni, prevalentemente negli Stati Uniti. La crisi finanziaria del 1997-98 ha comportato un considerevole deprezzamento di alcune valute della regione, incrementando così la volatilità dei tassi di cambio all'interno della stessa. Più di recente, si è in larga misura ripristinata la stabilità dei cambi all'interno della regione, in seguito all'utilizzo del dollaro come ancora esterna, sebbene i paesi stiano applicando *de jure* regimi di cambio piuttosto eterogenei.

Quanto alla dimensione istituzionale dell'integrazione regionale, è degno di nota il fatto che cinque delle dieci maggiori economie asiatiche (fra cui Cina, Corea del Sud e Giappone) – che, non a caso, sono importanti partner commerciali sui mercati mondiali – non partecipano ad alcun accordo commerciale regionale, costituendo così un'eccezione rispetto a quanto avviene tra paesi di altre regioni. L'unico vero e proprio accordo intraregionale è l'Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico (ASEAN), fondata nel 1967. Dalla sua nascita gli Stati membri sono raddoppiati a dieci, sebbene tale allargamento abbia incrementato il PIL del gruppo di meno

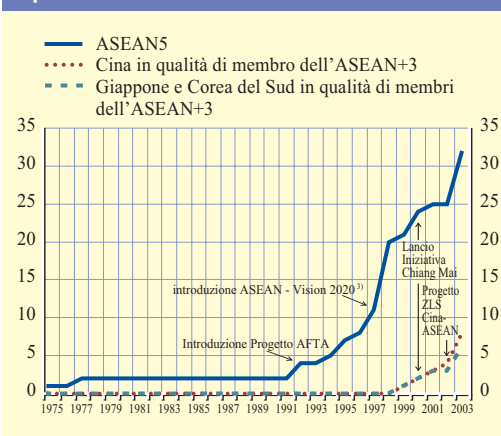
del 10 per cento. Un'iniziativa particolarmente importante, lanciata nel 1992, ha avviato il gruppo sulla strada della formazione di una zona di libero scambio dell'ASEAN (AFTA). Da allora sono stati compiuti notevoli progressi nella riduzione dei dazi doganali: entro il 2002 sei paesi dell'ASEAN (ASEAN5 più Brunei) avevano ridotto i dazi doganali praticati all'interno della regione a valori inferiori al 5 per cento su gran parte dei beni, mentre gli altri paesi membri dovrebbero fare altrettanto entro il 2008. Tuttavia, l'impatto dell'AFTA sull'integrazione economica regionale complessiva finora sembra essere stato modesto. Innanzitutto, le maggiori economie della regione non fanno parte dell'AFTA. In secondo luogo, è difficile valutarne gli effetti sul commercio regionale dell'ASEAN, dal momento che tale interscambio non è cresciuto più rapidamente di quello con il resto del mondo.

Significativamente, dopo la crisi finanziaria asiatica del 1997-98, il dialogo intraregionale si è rafforzato sotto gli auspici dell'ASEAN+3 (ovvero tutti i paesi membri dell'ASEAN più i "grandi tre" menzionati), un gruppo informale che comprende quasi tutte le principali economie della regione. Questo gruppo accorda particolare importanza alla promozione della stabilità finanziaria attraverso tre canali principali: (i) scambio di informazioni, sorveglianza economica e tra pari (*peer review*); (ii) cooperazione su temi di politica macroeconomica; (iii) sviluppo di accordi finanziari regionali. Per quanto concerne questi ultimi, ASEAN+3 ha rafforzato la rete delle operazioni pronti contro termine regionali nel quadro dell'Iniziativa Chiang Mai, allo scopo di offrire liquidità in sostegno di un paese in difficoltà finanziarie. Ciò può essere letto non solo come una risposta alla crisi finanziaria asiatica, ma anche come un primo passo verso una maggior integrazione monetaria a livello regionale. Si discute nuovamente sulla possibilità di creare una Comunità dell'Asia orientale (EAC), basata su una proposta avanzata agli inizi degli anni novanta dall'allora primo ministro della Malesia. Questa volta le prospettive di una sua realizzazione sono ragionevolmente migliori, dal momento che i paesi dell'ASEAN+3 costituiscono un ovvio gruppo fondatore.

Resta da vedere se tra gli scopi di tale comunità siano comprese iniziative formali volte a promuovere una maggiore integrazione economica. Infine, sia l'ASEAN+3 sia l'EMEAP (che comprende le banche centrali dell'ASEAN5, dei "grandi tre" e di Australia, Hong Kong e Nuova Zelanda) stanno lavorando su una serie di iniziative intese a promuovere lo sviluppo dei mercati obbligazionari e la loro integrazione in ambito regionale. Si tratta di un obiettivo importante dal momento che i mercati finanziari nazionali asiatici, per la maggior parte, non sono sufficientemente evoluti per garantire una allocazione efficiente dell'ingente risparmio interno per il finanziamento degli investimenti locali.

La figura 1 misura i progressi compiuti dai paesi dell'ASEAN5 e dell'ASEAN+3 nel perseguire uno o più degli obiettivi di integrazione elencati nella tavola 1, convertendo i risultati ottenuti in una scala da 0 a 100 (cfr. l'introduzione). Essa conferma che negli ultimi anni si è osservato un netto miglioramento. In termini relativi, tuttavia, questi raggruppamenti rimangono arretrati rispetto a quelli ricompresi in diversi altri accordi regionali, come illustrato dalla figura 2. Nell'intento di promuovere le relazioni economiche, l'ASEAN ha intavolato trattative finaliz-

Figura 1 Indice rappresentativo della cooperazione regionale per l'ASEAN5 e per alcuni membri dell'ASEAN+3 ^{1) 2)}



Fonte: elaborazioni BCE.

1) I valori dell'indice sono compresi tra zero (integrazione nulla) e 100 (integrazione economica totale). Cfr. l'introduzione per chiarimenti.

2) Per un glossario degli acronimi si rimanda all'Appendice.

3) Questa iniziativa mira a introdurre il libero movimento dei fattori.

zate alla conclusione di accordi di libero scambio con la Cina (entro il 2010) e il Giappone (entro il 2012), sebbene queste siano complicate dalla mancanza di un'unica autorità negoziatrice a nome del gruppo e dal persistere di differenze tra i paesi membri nei dazi doganali praticati all'esterno.

Anziché ricercare una cooperazione intraregionale multilaterale, numerosi paesi dell'Asia orientale hanno iniziato a vagliare accordi commerciali bilaterali con paesi partner all'interno e all'esterno della regione. Il Giappone, ad esempio, ha già concluso un accordo con Singapore, mentre sta conducendo trattative con altri tre paesi (Corea del Sud, Filippine e Thailandia). Nella regione, infatti, le politiche commerciali tendono ad accordare priorità alla liberalizzazione dell'interscambio, su base unilaterale e globale. Ciò è in linea con la strategia di sviluppo della regione, che riposa sull'accesso ai mercati delle economie industriali. Questa strategia ha consentito a numerosi paesi della regione di ottenere tassi di crescita del PIL sostenuti, sviluppo economico e, non da ultimo, integrazione economica regionale in assenza di un quadro di riferimento istituzionale in ambito regionale. In altri termini, l'integrazione economica nell'Asia orientale può essere interpretata per lo più come il risultato indiretto del perseguimento di obiettivi di sviluppo compatibili tra i paesi della regione. Questa esperienza dimostra altresì che gli accordi formali di integrazione regionale, almeno in certa misura, possono non essere di per sé indispensabili al rafforzamento dell'integrazione economica regionale.

Ciò non significa, tuttavia, che i governi non abbiano un ruolo da svolgere nell'integrazione economica dell'Asia orientale. Al contrario, se si guarda indietro nel tempo, i paesi della regione hanno tratto beneficio da considerevoli riduzioni unilaterali dei dazi, associate a politiche economiche orientate allo sviluppo della competitività e della capacità industriale dei paesi. In prospettiva, le più recenti iniziative dimostrano che sussistono sia le opportunità sia i fondamenti per potenziare il grado di integrazione economica e finanziaria regionale, che è arre-

trato rispetto a quello in termini di interscambio commerciale, investimenti diretti e altre variabili reali. Inoltre, nel processo di cooperazione potrebbero essere coinvolti nuovi attori regionali, come l'India e altri paesi del Pacifico.

4 AMERICA LATINA

Nell'America latina, gli sforzi orientati a un'integrazione economica sostenuta da accordi regionali formali risalgono agli anni sessanta. Tali iniziative, che comprendevano il Mercato comune centroamericano (CACM), la Comunità andina (CAN), l'Area di libero scambio dell'America latina (LAFTA) e la Comunità e mercato comune dei Caraibi (CARICOM), sono sorte principalmente come sviluppo del modello di Industrializzazione basato sulla Sostituzione delle Importazioni (ISI), una strategia di sviluppo dominante nella regione all'inizio del dopoguerra. Mentre le crisi del debito degli anni ottanta e i conseguenti vincoli alla politica economica hanno richiesto l'abbandono del modello ISI, d'altra parte si guardava ancora alle iniziative regionali come a uno strumento di complemento di una strategia di sviluppo basata sulla promozione delle esportazioni nel contesto di un vasto processo di liberalizzazione e riforma economica. In parte per questa ragione, gli anni novanta hanno visto un ritorno degli accordi di integrazione che erano stati abbandonati *de facto* a metà degli anni settanta (come il CACM o la CAN), l'istituzione di nuovi accordi regionali come il Mercato comune del Sud (MERCOSUR) e il partenariato fra il Messico e due economie industriali (Stati Uniti e Canada) sotto forma di Zona di libero scambio nordamericana (NAFTA).

Nonostante questa tendenza, nell'America latina l'integrazione economica resta molto eterogenea, sia a livello di regione nel suo complesso sia in seno ai singoli raggruppamenti sub-regionali. I motivi di tale eterogeneità sono in parte di natura strutturale. Essi comprendono: (i) differenze significative di apertura commerciale e/o di struttura dei flussi di esportazione; (ii) strutture produttive non complementari negli accordi di integrazione Sud-Sud, dato il volume gene-

ralmente limitato dell'interscambio commerciale intrasettoriale; (iii) reti di infrastrutture sottosviluppate; (iv) diversa vulnerabilità agli shock esogeni in un contesto di elevata dipendenza dal finanziamento esterno. A questa tendenza hanno contribuito gli andamenti ciclici, ivi comprese le frequenti crisi nonché le differenze dei programmi politici.

In termini economici, gli accordi Sud-Sud più significativi dell'America latina sono quelli del cono australe (MERCOSUR e CAN). La tavola 4 mostra l'evoluzione di una serie di indicatori di integrazione economica per questi accordi ³⁾ negli ultimi anni, rispetto a un termine di paragone costituito dalle undici maggiori economie latinoamericane (LATAM11). La tendenza all'aumento dell'apertura commerciale intraregionale è considerevole, pur collocandosi quest'ultima a un livello ancora basso, del 4,9 per cento del PIL per il periodo 2001-2002 nelle

LATAM11 (da una media del 2,8 per cento nel periodo 1987-93). L'integrazione commerciale intraregionale del MERCOSUR si distingue da quella delle LATAM11 per un livello mediamente superiore (pari a circa il 20 per cento contro il 14) e una crescita più sostenuta a partire dal periodo 1987-93.

La correlazione del ciclo economico risulta essere relativamente robusta nel MERCOSUR e nella CAN, nettamente superiore alla media per le LATAM11, per lo meno fino alla crisi finanziaria che ha interessato le principali economie della regione nel 2002. Benché questo periodo di instabilità fosse abbinato a una crescente convergenza dei tassi di interesse reali, quest'ultima è avvenuta al considerevole costo di un aumento

- 3) Si distingue la CAN (cinque paesi membri) da un suo sottogruppo, CAN3 (tre membri), per tener conto dei diversi percorsi di integrazione di Bolivia e Perù.

Tavola 4 Indicatori dell'integrazione economica in America latina

	Commercio intraregionale in % del		Variazione media % rispetto alla media del gruppo		Correlazione del tasso inflazione ⁴⁾	Sincronizza- zione del ciclo economico ⁵⁾	Volatilità del tasso di cambio nominale ⁶⁾
	PIL	commercio totale	PIL reale pro capite ²⁾	tassi di interesse nominali ³⁾			
Latam11 ¹⁾							
2001-2002	4,9	13	50	8	0,18	0,2	37
1994-2000	4,5	15	45	128	0,34	0,32	28
1987-1993	2,8	13	40	1.045	0,21	n.d.	68
MERCOSUR ¹⁾							
2001-2002	4,0	16	59	6	0,7	0,2	57
1994-2000	3,5	21	44	283	0,73	0,41	18
1987-1993	1,8	13	39	2.298	0,53	n.d.	85
CAN ¹⁾							
2001-2002	4,0	11	49	5	0,12	0,15	24
1994-2000	3,7	11	34	7	0,1	0,42	33
1987-1993	2,0	6	36	178	0,13	n.d.	74
CAN3 ¹⁾							
2001-2002	3,4	9	51	7	-0,13	0,49	35
1994-2000	3,1	9	30	5	-0,27	0,72	48
1987-1993	1,5	4	39	8	0,07	n.d.	44

Fonte: elaborazioni BCE.

1) Per un glossario degli acronimi si rimanda all'Appendice.

2) Media ponderata con la popolazione delle differenze del PIL reale pro capite dei singoli paesi membri rispetto alla media regionale ponderata con la popolazione.

3) Media delle differenze assolute in punti percentuali dei tassi di interesse dei singoli paesi rispetto alla media regionale.

4) Media regionale delle correlazioni bilaterali tra i paesi membri del gruppo dei tassi di inflazione.

5) Media delle correlazioni tra paesi dei residui (ossia, valore effettivo meno tendenziale) di Hodrick-Prescott calcolati sulle serie della produzione industriale dei singoli paesi.

6) Media regionale delle deviazioni standard della media mobile a quattro termini delle differenze logaritmiche mensili dei tassi di cambio per ciascuna coppia di valute della regione.

delle differenze di reddito pro capite in tutti i gruppi (differenze che erano già in aumento nel periodo 1994-2000, in particolare nel MERCOSUR). In diversi casi, anche le turbolenze finanziarie del 2002 hanno inciso negativamente su alcuni indicatori che fino a quel momento avevano registrato una tendenza al ravvicinamento (ad esempio, la volatilità dei tassi di cambio nominali e i rendimenti sui titoli azionari nel MERCOSUR). Ciò nonostante, il MERCOSUR tende a mostrare risultati migliori della CAN sulla base di gran parte degli indicatori di integrazione, soprattutto per quanto riguarda la correlazione dell'inflazione.

Quanto all'andamento dell'integrazione economica all'interno dei singoli sottogruppi, occorre evidenziare una serie di elementi. In primo luogo, l'aumento degli scambi commerciali intra-regionali sia nella CAN sia nel MERCOSUR ha rispecchiato i progressi compiuti nella dimensione istituzionale, come analizzato di seguito. Nondimeno, l'impatto di questo impulso, indotto dalle politiche economiche, sull'espansione commerciale complessiva in rapporto alle dimensioni economiche è ancora modesto rispetto ad altri accordi dell'emisfero occidentale. Ad esempio, nel 2002 l'interscambio commerciale totale corrispondeva al 20 e al 15 per cento del PIL nella CAN e nel MERCOSUR, rispettivamente, contro il 90 e il 25 per cento del CACM e del NAFTA. In secondo luogo, mentre il MERCOSUR ha registrato un miglioramento in alcuni indicatori di integrazione, i progressi sono stati parzialmente annullati in seguito alle turbolenze economiche e finanziarie del 2002. Nonostante le principali economie del MERCOSUR abbiano registrato una ripresa successivamente alla crisi, permane il rischio che tale regresso si riveli permanente piuttosto che temporaneo. In terzo luogo, la CAN (in particolare la CAN3) ha conseguito risultati considerevoli in base a numerosi parametri di integrazione, pur partendo da valori estremamente bassi.

La natura eterogenea dell'integrazione latino-americana si riflette altresì nei diversi gradi di istituzionalizzazione a sostegno dei vari accordi regionali, anche nei casi in cui si perseguono

obiettivi analoghi, come la creazione di un mercato comune. Quanto al livello attuale di cooperazione regionale, la figura 2 valuta una serie di accordi dell'America latina in base all'indice di cooperazione regionale. Nel 2002 i valori passano da 43 e 41 (su un massimo possibile di 100) nei casi, rispettivamente, della CAN3 e del CACM3, a soltanto 20 nel caso del MERCOSUR. Se si considera l'ASEAN5 come punto di riferimento, la maggior parte degli accordi regionali latinoamericani hanno valori migliori, con l'importante eccezione del MERCOSUR. Per quanto riguarda l'evoluzione temporale delle istituzioni regionali, si possono osservare una serie di caratteristiche comuni. In primo luogo, la profondità e la portata di ciascun accordo sub-regionale sembrano essere positivamente correlate al grado di istituzionalizzazione. Ciò ha senso in quanto qualsiasi accordo regionale richiede un minimo assetto istituzionale per poter operare, che prevedibilmente tanto più cresce quanto più ambiziosi diventano gli obiettivi di integrazione. In secondo luogo, l'America latina si rivela una regione che predilige meccanismi di integrazione più articolati, come si evince dal fatto che tutti gli accordi in esame attualmente mirano a istituire quanto meno un mercato comune⁴⁾. In tale contesto, tutti gli accordi in esame hanno introdotto, con vari gradi di successo, iniziative di "sorveglianza tra pari" a livello ministeriale, intese al coordinamento macroeconomico⁵⁾. In terzo luogo, a eccezione della CARICOM, i progressi nel rafforzamento dell'integrazione sono stati compiuti in un periodo di tempo notevolmente ristretto, che ha avuto inizio in gran parte dei casi nei primi anni novanta.

4) Fra questi, la forma più evoluta è senza dubbio la politica in materia di moneta unica dell'Unione monetaria dei Caraibi orientali (ECCU).

5) Fin dal 1994 il CACM ha utilizzato una serie di otto indicatori (ovvero, disavanzo di conto corrente, riserve internazionali nette, tasso di cambio reale, crescita del PIL, tassi di interesse reali, debito pubblico, disavanzo del settore pubblico e inflazione) per monitorare la convergenza nel raggruppamento stesso. Per gli ultimi tre parametri elencati sono stati fissati obiettivi anche da parte della CAN (nel 2001) e del MERCOSUR (nel 2000). Tuttavia, per quanto riguarda quest'ultimo, i progressi effettivi sono stati ostacolati dal prevalere, fin dalla fissazione degli obiettivi, di un contesto macroeconomico volatile.

A prescindere da queste tendenze generali, tuttavia, emergono importanti differenze sia nel livello sia nella sequenza della istituzionalizzazione. Innanzitutto, per quanto riguarda il disegno istituzionale, il raffronto fra CAN e MERCOSUR è esemplificativo nella misura in cui si tratta in entrambi i casi di accordi fra importanti economie latinoamericane a uno stadio analogo di sviluppo, con obiettivi dichiarati simili. La CAN è modellata sull'esempio della UE e, negli anni, ha progressivamente istituito una serie di strutture sovranazionali, fra cui il Parlamento andino, una Corte di giustizia, un fondo di riserva e una banca per lo sviluppo regionale. Sono state altresì sviluppate politiche microeconomiche comuni nel settore agricolo. Il MERCOSUR, invece, opera nel quadro di una struttura istituzionale minima, di natura prevalentemente intergovernativa. Ciò non ha impedito a questa organizzazione di creare un'unione doganale (sebbene imperfetta) nei suoi primi quattro anni di esistenza, suggerendo che il minimalismo istituzionale non costituisce necessariamente uno svantaggio in presenza di un forte consenso politico fra i firmatari. Nel contempo, questo assetto istituzionale consente altresì ai paesi membri di sottrarsi temporaneamente ad alcuni degli impegni assunti, come mostra la storia del MERCOSUR⁶⁾. In tale contesto, la volontà politica degli Stati membri diventa la variabile determinante da cui dipende il processo di integrazione regionale.

In secondo luogo, per quanto riguarda la sequenza dell'istituzionalizzazione, gli accordi regionali dell'America latina sembrano aver seguito un approccio flessibile, piuttosto che strutturato, nel raggiungimento degli obiettivi economici dichiarati. Ad esempio, la CAN e la CARICOM hanno intrapreso una serie di riforme connesse con l'istituzione di un mercato comune (ivi compresa la parziale liberalizzazione dei flussi di capitale e della circolazione del lavoro) qualche tempo prima che il processo delle unioni doganali fosse completato. Tale flessibilità potrebbe altresì riflettere implicitamente diverse priorità per ciascun dato obiettivo di integrazione. Ad esempio, la CARICOM si è attivata solo di recente (2002) per istituire la Corte di giustizia caraibica, men-

tre la CAN e il CACM hanno istituito strutture sovranazionali analoghe nelle prime fasi del loro rispettivo processo di integrazione.

In conclusione, gli accordi regionali dell'America latina tendono a essere caratterizzati dalla eterogeneità relativamente elevata in termini istituzionali ed economici. L'America latina continua a mostrare un basso livello di integrazione commerciale sia all'interno della regione nel suo complesso sia con il resto del mondo, sebbene sia aumentato nell'ultimo decennio l'interscambio all'interno di specifici raggruppamenti sub-regionali. Tuttavia, gli sforzi di politica economica intesi all'integrazione regionale negli anni novanta hanno determinato un certo progresso sulla base di un gran numero di altri indicatori di integrazione economica e finanziaria. In termini istituzionali, la maggior parte degli accordi regionali tende ad avere un livello elevato di istituzionalizzazione, anche con caratteristiche sovranazionali, rispetto ad altre regioni analizzate nel presente articolo.

Guardando al futuro, si possono individuare due rischi negativi per le prospettive di integrazione regionale latinoamericana. Primo, rimane la possibilità che l'instabilità economica e finanziaria che ha raggiunto il suo apice nel 2002 determini un'inversione di tendenza nell'integrazione economica più duratura di quanto attualmente previsto. Secondo, non è chiaro se i principali accordi di integrazione della regione continueranno a operare con successo in assenza di un significativo aumento degli scambi intra-regionali (nel caso della CAN) o di un rafforzamento dell'integrazione istituzionale (nel caso del MERCOSUR).

5 UNA VALUTAZIONE PRELIMINARE E QUESTIONI APERTE

L'analisi condotta in questo articolo consente di trarre alcune conclusioni preliminari riguardo

6) Un nuovo tribunale permanente per la composizione delle controversie commerciali, divenuto di recente operativo per il MERCOSUR, potrebbe in futuro scoraggiare azioni simili.

a: (i) le diverse caratteristiche della integrazione economica in varie regioni del mondo, (ii) il nesso fra la dimensione economica e quella istituzionale in un processo dinamico di integrazione regionale, (iii) la compatibilità fra integrazione regionale e mondiale.

NON ESISTE UN UNICO APPROCCIO ALL'INTEGRAZIONE REGIONALE ADATTO A TUTTI I CASI

Innanzitutto, non esiste un'unica chiave di lettura che consenta di capire l'importanza, l'intensità e gli schemi di integrazione economica di regioni diverse del mondo. Questo articolo illustra vari esempi a sostegno di questa affermazione. Ad esempio, a differenza dell'esperienza europea, dove il processo di integrazione economica è stato progressivamente incorporato e rafforzato dagli accordi istituzionali, il livello relativamente elevato di integrazione fra le economie dell'Asia orientale può essere meglio interpretato come il risultato dell'organizzazione dell'attività produttiva a livello regionale piuttosto che come l'esito di decisioni politiche che miravano specificatamente all'integrazione stessa. Un'altra indicazione fornita dal caso dell'Asia orientale è che il grado di disparità dei redditi pro capite all'interno di una data regione influisce effettivamente sul modello di integrazione, ma non ne determina necessariamente l'intensità. Nella UE, gli elevati redditi pro capite e la disparità relativamente contenuta degli stessi fra i paesi membri (in particolare prima dell'allargamento del maggio 2004) hanno favorito il commercio di prodotti finali, indotto non da ultimo dal desiderio da parte dei consumatori di ampliare la gamma di varietà disponibili. Nell'Asia orientale, al contrario, le marcate differenze intraregionali fra i livelli di reddito pro capite hanno favorito l'interscambio commerciale intrasettoriale di beni intermedi destinati a mercati all'esterno della regione. Infine, l'importanza, l'intensità e gli schemi di integrazione possono essere fortemente influenzati da fattori strutturali, come testimoniano le esperienze delle regioni confinanti con la UE e dell'America latina. Ad esempio, dotazioni simili, per tipo e quantità, di risorse naturali possono limitare il potenziale di integrazione economica regionale (specialmente

nei casi del Medio Oriente e dell'Africa), nello stesso modo in cui la caratteristica opposta lo rafforza in Europa e nell'Asia orientale.

Tutti gli esempi riportati suggeriscono che ciascuna regione del mondo sta sviluppando un *proprio* approccio all'integrazione economica. Gli accordi regionali, infatti, hanno probabilità di riuscita solo nella misura in cui incarnano obiettivi realistici, in linea con le condizioni economiche locali e con il grado di impegno politico. Questa, almeno, è stata l'esperienza della UE negli ultimi cinquant'anni.

L'IMPORTANZA DELLE ISTITUZIONI

È sorprendente che, malgrado le differenze significative nel livello di cooperazione regionale raggiunto nelle diverse regioni, si sia assistito negli ultimi quindici anni a una forte accelerazione verso una maggiore cooperazione regionale, soprattutto in Asia orientale e in America latina. Ciò è confermato dalla figura 2, che raffronta i progressi compiuti da queste due regioni nel perseguimento di uno o più degli obiettivi elencati nella tavola 1 con quelli compiuti dalla UE a partire dagli anni cinquanta⁷⁾.

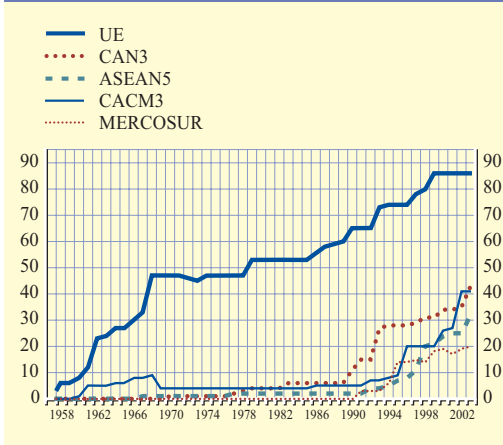
A causa della natura relativamente recente di questo processo di convergenza regionale, sarebbe prematuro trarre conclusioni definitive sulla sua probabile influenza negli anni a venire sull'integrazione reale, finanziaria e/o monetaria in ciascuna delle regioni prese in esame. Da un lato, un certo grado di integrazione economica potrebbe essere visto come una condizione essenziale per approfondire la cooperazione regionale. Dall'altro, un'analisi statica del grado attuale di integrazione economica di una regione potrebbe non fornire la base appropriata per valutare i vantaggi di un rafforzamento della

7) I sei membri fondatori della Comunità economica europea (UE6; cfr. glossario) hanno definito il limite superiore a fronte del quale altri Stati membri della UE hanno successivamente seguito il proprio percorso di integrazione regionale. Attualmente, altri sei Stati membri della UE (Grecia, Spagna, Irlanda, Austria, Portogallo e Finlandia) hanno conseguito lo stesso livello di integrazione istituzionale grazie alla partecipazione alla moneta unica, mentre gli altri tredici Stati membri della UE non partecipano, almeno per il momento, all'Unione monetaria.

cooperazione regionale. L'esperienza europea, che può essere valutata su un orizzonte temporale più lungo, sembra confermare che sussiste un'interazione dinamica fra il processo di cooperazione regionale e l'integrazione economica effettiva. Ciò non significa che quest'ultima sia interamente endogena alle decisioni politiche riguardanti la cooperazione regionale: non esiste un "pilota automatico" che assicuri che un rafforzamento di tale cooperazione determinerà, ad esempio, un aumento dell'interscambio commerciale regionale, cicli economici più sincronizzati, l'integrazione dei mercati finanziari e la convergenza nominale. Significa piuttosto che, soddisfatte alcune precondizioni essenziali, con il tempo si può instaurare un circolo virtuoso fra il processo di cooperazione regionale e il grado effettivo di integrazione economica.

Una precondizione essenziale sembra essere un impegno politico duraturo a consolidare l'integrazione regionale. La creazione di istituzioni comuni non è di per sé sufficiente a promuovere l'integrazione, come dimostra, ad esempio, la maggior parte degli accordi in vigore nelle regioni confinanti con la UE e, in certa misura, l'esperienza del MERCOSUR. Le istituzioni rischiano di restare inefficaci se non sono sostenute dall'impegno politico e da un quadro giuridico che garantiscano l'attuazione delle misure di integrazione decise. A tale riguardo va segnalato che all'esterno della UE, con l'importante eccezione di tre accordi latinoamericani (CAN, CACM e CARICOM⁸⁾), la creazione di istituzioni non ha portato allo sviluppo di enti e leggi sovranazionali. Sebbene ciò possa non costituire un problema fintanto che l'obiettivo finale dell'integrazione si limita allo sviluppo di una zona di libero scambio o di un'unione doganale, la mancanza di un adeguato grado di evoluzione istituzionale potrebbe impedire il perseguimento di obiettivi più ambiziosi, soprattutto se questi implicano politiche comuni. Inoltre, i paesi che soffrono per conflitti regionali o per rancori atavici sono fortemente ostacolati nel prendere in considerazione una maggiore integrazione economica. Solo quando si è posto fine ai conflitti e si sono messi da parte i rancori

Figura 2 Indice di cooperazione regionale per alcuni accordi nell'Asia orientale, America latina ed Europa^{1) 2)}



Fonte: elaborazioni BCE.

1) I valori dell'indice sono compresi tra zero (integrazione nulla) e 100 (integrazione economica totale). Cfr. l'introduzione per chiarimenti.
2) Per un glossario degli acronimi si rimanda all'Appendice.

è possibile prendere in esame iniziative regionali e, come dimostra l'esperienza europea, tali iniziative possono a loro volta promuovere la coesione e la pace nella regione nel lungo periodo.

L'INTEGRAZIONE REGIONALE COME PARTE DELLA GLOBALIZZAZIONE

Un'ultima questione è se il processo di integrazione regionale debba essere interpretato come un passo verso o un ostacolo alla integrazione economica mondiale. Benché la letteratura economica sull'argomento sia ben lunga dall'aver tratto conclusioni, le esperienze analizzate nel presente articolo dimostrano che la risposta a questo quesito dipende dalle caratteristiche concrete del processo di integrazione. L'Asia orientale, ad esempio, ha perseguito l'integrazione mondiale e ha sperimentato una crescente integrazione regionale quasi come un "sottoprodotto", come dimostra lo sviluppo di una filiera di produzione regionale orientata ai mercati mondiali. In questo caso globalizzazione e regionalizzazione sono progredite in

8) D'ora in avanti si può far riferimento a un'autorità sovranazionale anche per il MERCOSUR, in seguito all'insediamento di un nuovo tribunale permanente per la composizione delle controversie commerciali.

armonia. L'interazione fra dinamiche regionali e mondiali può favorire non solo una crescita trainata dalle esportazioni, ma anche una crescita perseguita attraverso il rafforzamento della domanda interna e lo sviluppo degli investimenti diretti dall'estero (IDE). Dal momento che la maggior parte delle economie in via di sviluppo, soprattutto in Africa, hanno mercati interni di dimensione ridotta, l'integrazione regionale può diventare uno strumento importante di espansione dei mercati e, quindi, consentire il conseguimento di economie di scala. Ciò può a sua volta agevolare l'integrazione nell'economia mondiale, sia aumentando la competitività sia eventualmente favorendo afflussi di IDE. D'altro canto, le esperienze dei paesi latinoamericani all'inizio del dopoguerra mostrano che l'integrazione nell'economia mondiale è ostacolata da un approccio basato sull'industrializzazione che abbia la finalità di sostituire importazioni con produzione interna.

Allo stesso modo, la dimensione istituzionale dell'integrazione regionale può costituire, sotto certe condizioni, un utile complemento all'integrazione mondiale. Un rafforzamento della sorveglianza a livello regionale, ad esempio, può agevolare quella multilaterale condotta dall'FMI, come confermano varie esperienze in Asia orientale e America latina. Codici e standard concordati a livello internazionale, specie se formulati in termini piuttosto generali e attuati su base volontaria, possono essere integrati da un insieme di norme e leggi regionali che, come

conferma l'*acquis communautaire* della UE, può essere più dettagliato e richiedere maggior impegno da parte dei firmatari. La cooperazione regionale può anche incoraggiare lo sviluppo e il miglioramento delle infrastrutture del mercato locale, mentre l'impulso derivante dall'integrazione mondiale può risultare, di per sé, meno efficace per conseguire tale risultato. Nel settore finanziario, la cooperazione regionale può favorire l'emergere di mercati più ampi e liquidi, nonché di un'attività di vigilanza e regolamentazione adeguata, agevolando quindi il processo di liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Mentre tutte queste politiche regionali, che si possono indicare sotto la voce "regionalismo aperto", non solo sono in linea, ma possono addirittura rafforzare l'integrazione dei paesi nell'economia mondiale, bisogna altresì riconoscere e contrastare una serie di potenziali minacce all'integrazione economica mondiale. Eventuali rischi derivano dalla potenziale creazione di forme di regionalismo non in linea con il principio di una progressiva liberalizzazione degli scambi commerciali che sottende l'azione dell'OMC, dalla mancanza nell'OMC di un sistema efficace di monitoraggio e valutazione degli accordi commerciali regionali, dalla simultanea partecipazione di taluni paesi a numerosi accordi sub-regionali (aspetto che complica la valutazione della loro compatibilità giuridica) e, più in generale, da qualsiasi affermazione di priorità dell'integrazione economica regionale rispetto a quella mondiale.

APPENDICE: GLOSSARIO DEGLI ACRONIMI UTILIZZATI NEL PRESENTE ARTICOLO

ACP, paesi –	Paesi dell'Africa, dei Caraibi e del Pacifico.
AFTA	ASEAN Free Trade Area.
Agadir, gruppo di –	I paesi membri del gruppo di Agadir sono Egitto, Giordania, Marocco e Tunisia.
AMU	<i>Arab Maghreb Union</i> , che comprende Algeria, Libia, Mauritania, Marocco e Tunisia.
ASEAN	Oltre ai cinque Stati membri fondatori (ASEAN5), l'attuale compagine include Brunei, Cambogia, Myanmar, Laos e Vietnam.
ASEAN+3	ASEAN più Cina, Corea del Sud e Giappone.
ASEAN5	I membri originari dell'Associazione delle nazioni del Sud-est asiatico, ovvero Filippine, Indonesia, Malesia, Singapore e Thailandia.
ASEAN5+3+2	ASEAN5 più Cina, Corea del Sud e Giappone, più Hong Kong e Taiwan.
ASEM	<i>Asia-Europe Meeting</i> , cui partecipano i ministri delle finanze di dieci paesi asiatici (Cina, Giappone, Corea del Sud, Brunei, Indonesia, Malesia, Filippine, Singapore, Thailandia e Vietnam), i ministri delle finanze degli Stati membri della UE e rappresentanti della Commissione europea. Alle riunioni dell'ASEM partecipano come osservatori l'FMI, la Banca mondiale, la BCE e la Banca asiatica di sviluppo (Asian Development Bank, ADB).
CACM	<i>Central American Common Market</i> , che comprende Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras e Nicaragua. Gli stessi paesi sono membri del <i>Central American Monetary Council</i> (CAMC).
CACM3	Il CACM esclusi Costa Rica e Honduras.
CAEMC	<i>Central African Economic and Monetary Community</i> , che comprende Camerun, Ciad, Guinea Equatoriale, Gabon, Repubblica Centrafricana e Repubblica del Congo.
CAN	<i>Comunidad Andina</i> (Comunità andina), che comprende Bolivia, Colombia, Ecuador, Perù e Venezuela.
CAN3	CAN esclusi Bolivia e Perù.
CARICOM	<i>Caribbean Community and Common Market</i> , che comprende Antigua e Barbuda, Bahamas, Barbados, Belize, Dominica, Giamaica, Grenada, Guyana, Haiti, Montserrat, St. Kitts e Nevis, St. Lucia, St. Vincent e Grenadine, Suriname, nonché Trinidad e Tobago.

CEMLA	<i>Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos</i> (Centro di studi monetari latino americani)
CIS	<i>Commonwealth of Independent States</i> , che comprende Armenia, Azerbaigian, Bielorussia, Georgia, Kazakistan, Moldavia, Repubblica del Kirghizistan, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan.
CMA	<i>Common Monetary Area</i> che comprende Lesotho, Namibia, Sudafrica e Swaziland.
EAC	<i>East Asian Community</i> . Sebbene tale Comunità sia ancora in discussione, vi dovrebbero partecipare, in prima battuta, i paesi dell'ASEAN+3.
EAEC	<i>Eurasian Economic Community</i> , che comprende Bielorussia, Kazakistan, Repubblica del Kirghizistan, Russia e Tagikistan.
ECCAS	<i>Economic Community of Central African States</i> , che comprende Angola, Burundi, Camerun, Ciad, Gabon, Guinea Equatoriale, Repubblica Centrafricana, Repubblica del Congo, Repubblica democratica del Congo, São Tomé e Príncipe e Ruanda.
ECCU	<i>Eastern Caribbean Currency Union</i> , che comprende Anguilla, Antigua e Barbuda, Dominica, Grenada, Montserrat, St. Kitts e Nevis, St. Lucia e St. Vincent e Grenadine.
ECOWAS	<i>Economic Community of West African States</i> , che comprende Benin, Burkina Faso, Capo Verde, Costa d'Avorio, Gambia, Ghana, Guinea, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Nigeria, Senegal, Sierra Leone e Togo.
EMEAP	<i>Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks</i> , che comprende Australia, Cina, Corea del Sud, Filippine, Giappone, Hong Kong, Indonesia, Malesia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.
GCC	<i>Gulf Cooperation Council</i> , che comprende Arabia Saudita, Bahrein, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Oman e Qatar.
GUUAM	I paesi membri sono Georgia, Ucraina, Uzbekistan, Azerbaigian e Moldavia.
G20	Gruppo dei Venti, che comprende Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Corea del Sud, Francia, Germania, Giappone, India, Indonesia, Italia, Messico, Regno Unito, Russia, Stati Uniti, Sudafrica, Turchia e Unione europea. Partecipano anche il Direttore generale dell' FMI, il Presidente della Banca mondiale e il Presidente della BCE, insieme ai presidenti dell'International Monetary and Financial Committee del Board of Governors dell'FMI e del Development Committee dell'FMI/Banca mondiale, come membri <i>ex officio</i> .
LAFTA	<i>Latin American Free Trade Area</i> , che è stata fondata da Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Ecuador, Messico, Paraguay, Perù, Uruguay e Venezuela.

Latam11	Questa denominazione è stata usata nel presente articolo per indicare gli undici principali paesi nell'America latina, ovvero Argentina, Bolivia, Brasile, Cile, Colombia, Ecuador, Messico, Paraguay, Perù, Uruguay e Venezuela.
Lega araba	I paesi membri della Lega araba sono Algeria, Arabia Saudita, Bahrein, Comore, Gibuti, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Iraq, Kuwait, Libano, Libia, Marocco, Mauritania, Oman, Qatar, Siria, Somalia, Sudan, Territori Palestinesi, Tunisia e Yemen.
MENA	<i>Middle est and North Africa</i> , si designano in questa sede i seguenti paesi: Algeria, Arabia Saudita, Bahrein, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Iran, Iraq, Israele, Kuwait, Libano, Libia, Marocco, Oman, Qatar, Siria, Territori Palestinesi, Tunisia e Yemen.
MERCOSUR	<i>Mercado Común del Sur</i> (Mercato comune del Sud), che comprende Argentina, Brasile, Paraguay e Uruguay.
NAFTA	<i>North American Free Trade Area</i> , che comprende Canada, Messico e Stati Uniti.
OAU	<i>Organization for African Unity</i> , che nel 2002 è diventata l' <i>African Union</i> (AU) di cui fanno parte 53 Stati africani.
PAFTA	<i>Pan-Arab Free Trade Area</i> . Si tratta di un accordo commerciale della Lega araba.
SADC	<i>Southern African Development Community</i> , che comprende Angola, Botswana, Lesotho, Malawi, Maurizio, Mozambico, Namibia, Repubblica democratica del Congo, Seychelles, Sudafrica, Swaziland, Tanzania, Zambia e Zimbabwe.
UE	Unione europea, comprendente i 25 Stati membri seguenti: Belgio, Repubblica Ceca, Danimarca, Germania, Estonia, Grecia, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Cipro, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Ungheria, Malta, Paesi Bassi, Austria, Polonia, Portogallo, Slovenia, Slovacchia, Finlandia, Svezia e Regno Unito.
UE6	I sei Stati membri della UE (Belgio, Germania, Francia, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi) che nel 1957 hanno fondato la Comunità economica europea, poi divenuta UE.
WAEMU	<i>West African Economic and Monetary Union</i> , che comprende Benin, Burkina Faso, Costa d'Avorio, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal e Togo.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

4 MERCATI FINANZIARI

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

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

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

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

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S54
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S55
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro	S61
7.3	Commercio di beni	S62
7.4	Posizione patrimoniale verso l'estero	S64
7.5	Riserve ufficiali	S66
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	LISTA DELLE FIGURE	S73
	NOTE TECNICHE	S75
	NOTE GENERALI	S79

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 ¹⁾	M2 ¹⁾	M3 ^{1) 2)}	M3 ^{1) 2)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ¹⁾	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie ¹⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,7	6,6	7,3	-	5,4	21,2	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,4	2,33	4,16
2003 4° trim.	11,0	7,9	7,6	-	5,3	21,7	2,15	4,36
2004 1° trim.	11,1	7,2	6,5	-	5,4	16,5	2,06	4,15
2° trim.	10,2	6,0	5,3	-	5,6	11,7	2,08	4,36
3° trim.	.	.	.	-	.	.	2,12	4,21
2004 apr.	10,9	6,2	5,4	5,5	5,5	11,8	2,05	4,24
mag.	9,3	5,4	4,8	5,2	5,7	11,1	2,09	4,39
giu.	9,6	5,7	5,3	5,2	6,0	11,4	2,11	4,44
lug.	10,1	5,9	5,4	5,4	6,2	11,1	2,12	4,34
ago.	9,3	5,7	5,5	.	6,0	.	2,11	4,17
set.	.	.	.	.	.	.	2,12	4,11

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	3,7	0,8	-0,5	81,5	0,5	8,4
2003	2,1	1,4	2,8	0,5	0,3	81,0	0,1	8,9
2003 4° trim.	2,0	1,0	2,1	0,7	1,4	81,1	0,2	8,9
2004 1° trim.	1,7	0,2	2,7	1,3	1,0	80,7	0,1	8,9
2° trim.	2,3	2,0	2,2	2,0	2,7	81,1	0,1	9,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 apr.	2,0	1,4	-	-	1,6	80,7	-	9,0
mag.	2,5	2,4	-	-	3,6	-	-	9,0
giu.	2,4	2,4	-	-	3,0	-	-	9,0
lug.	2,3	2,9	-	-	2,1	81,5	-	9,0
ago.	2,3	3,1	-	-	.	-	-	9,0
set.	2,2	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	366,1	89,2	90,3	0,9456
2003	38,3	108,5	-13,1	17,6	306,5	99,9	101,7	1,1312
2003 4° trim.	24,7	30,7	-9,6	10,5	306,5	102,2	104,3	1,1890
2004 1° trim.	16,2	28,1	-28,9	5,2	308,4	104,7	106,7	1,2497
2° trim.	13,0	34,1	-12,3	4,2	301,4	102,1	104,1	1,2046
3° trim.	.	.	.	.	.	102,8	104,9	1,2220
2004 apr.	1,0	10,7	-2,9	-3,0	303,9	101,6	103,7	1,1985
mag.	5,7	11,2	-1,6	-24,0	298,9	102,4	104,4	1,2007
giu.	6,3	12,2	-7,8	31,2	301,4	102,3	104,2	1,2138
lug.	4,3	13,7	-8,3	-30,5	301,3	102,8	104,7	1,2266
ago.	.	.	.	.	301,7	102,7	104,8	1,2176
set.	.	.	.	.	.	103,0	105,2	1,2218

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	10 settembre 2004	17 settembre 2004	24 settembre 2004	1 ottobre 2004
Oro e crediti in oro	127.382	127.382	127.381	130.657
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	167.544	167.709	168.799	165.337
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	17.603	17.521	17.293	17.145
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	7.868	7.556	8.135	7.558
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	327.554	328.008	337.516	334.021
Operazioni di rifinanziamento principali	252.501	253.000	262.501	258.999
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	74.999	74.999	74.999	75.001
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	51	3	1	18
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	6	15	3
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	1.510	1.573	1.586	1.817
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	67.863	67.981	67.596	67.384
Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche	42.089	42.089	42.089	42.060
Altre attività	115.197	115.429	115.416	116.315
Attività totali	874.610	875.248	885.811	882.294

2. Passività

	10 settembre 2004	17 settembre 2004	24 settembre 2004	1 ottobre 2004
Banconote in circolazione	465.282	463.944	462.638	466.798
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	137.398	138.455	137.202	142.472
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	137.378	138.434	137.187	142.449
Depositi overnight	20	21	15	22
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	125	125	125	125
Certificati di debito	1.054	1.054	1.054	1.054
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	62.873	61.576	73.870	60.880
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.087	9.122	9.254	9.237
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	322	384	446	268
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	7.443	7.430	8.426	8.191
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.896	5.896	5.896	5.807
Altre passività	55.152	57.283	56.920	56.905
Rivalutazioni	70.205	70.205	70.205	70.696
Capitale e riserve	59.773	59.774	59.775	59.861
Passività totali	874.610	875.248	885.811	882.294

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 9 giu.	278.440	344	233.500	2,00	2,00	2,01	7
16	305.245	376	232.000	2,00	2,00	2,01	7
23	331.013	406	260.000	2,00	2,00	2,01	7
30	315.078	385	256.000	2,00	2,01	2,02	7
7 lug.	315.956	383	253.000	2,00	2,00	2,01	7
14	328.840	390	242.500	2,00	2,01	2,01	7
21	322.945	416	259.500	2,00	2,01	2,01	7
28	321.937	403	258.000	2,00	2,01	2,02	7
4 ago.	342.842	359	255.000	2,00	2,01	2,02	7
11	336.449	348	247.500	2,00	2,01	2,02	7
18	332.633	368	246.000	2,00	2,01	2,02	7
25	339.539	366	259.000	2,00	2,02	2,02	7
1 set.	343.768	333	254.000	2,00	2,02	2,02	7
8	326.708	339	252.500	2,00	2,02	2,02	7
15	332.636	357	253.000	2,00	2,02	2,02	7
22	331.112	380	262.500	2,00	2,02	2,02	7
29	327.330	353	259.000	2,00	2,02	2,03	6
5 ott.	325.420	298	255.500	2,00	2,02	2,03	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2003 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
27 mag.	45.594	178	25.000	-	2,04	2,05	91
1 lug.	37.698	147	25.000	-	2,06	2,08	91
29	40.354	167	25.000	-	2,07	2,08	91
26 ago.	37.957	152	25.000	-	2,06	2,08	91
30 set.	37.414	138	25.000	-	2,06	2,08	84

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000 5 gen. ⁵⁾	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
2004 11 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	16.200	24	13.000	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della tavola 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 1.3.2.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva 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
2002	11.116,8	6.139,9	409,2	1.381,9	725,5	2.460,3
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004 1° trim.	11.926,7	6.404,7	442,5	1.483,2	867,7	2.728,6
2004 apr.	12.088,2	6.474,0	451,3	1.492,1	911,8	2.759,0
mag.	12.141,3	6.506,8	442,3	1.499,1	898,2	2.794,9
giu.	12.148,5	6.524,1	439,1	1.515,1	859,0	2.811,2
lug.	12.182,0	6.517,4	442,6	1.527,7	857,0	2.837,3

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
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 1° trim.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
2° trim.	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
2004 6 lug.	138,0	138,8	0,8	0,0	2,00
10 ago.	138,5	139,1	0,6	0,0	2,01
7 set.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
11 ott.	138,7	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanzamento principali	Operazioni di rifinanzamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanzamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Euro-sistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	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 1° trim.	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
2004 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
11 mag.	310,7	213,2	75,0	0,1	0,0	0,1	0,4	436,4	46,0	-18,9	135,0	571,5
8 giu.	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
6 lug.	308,2	245,4	75,0	0,3	0,0	0,1	0,0	449,1	65,0	-24,1	138,8	588,1
10 ago.	300,8	253,6	75,0	0,0	0,0	0,2	0,0	460,9	61,1	-31,8	139,1	600,1
7 set.	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ¹⁾	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
2002	1.042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,0	11,9	132,9
2003	1.086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 1° trim.	1.102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
2004 apr.	1.130,8	493,6	22,6	0,6	470,3	146,0	131,4	1,8	12,7	-	13,3	314,6	13,9	149,4
mag.	1.128,1	493,4	22,6	0,6	470,1	147,0	132,9	1,8	12,3	-	13,0	310,0	14,0	150,8
giu.	1.200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
lug.	1.192,2	548,7	22,2	0,6	525,8	148,5	134,0	1,8	12,7	-	13,2	312,6	14,2	154,9
ago. ^(p)	1.175,0	527,1	22,2	0,6	504,3	151,1	135,6	1,8	13,7	-	13,2	313,3	14,3	156,1
IFM escluso l'Eurosistema														
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	19.799,8	12.114,4	819,0	7.101,8	4.193,5	2.947,6	1.246,0	425,7	1.275,9	67,3	895,1	2.566,8	161,8	1.046,9
2004 1° trim.	20.395,0	12.217,8	823,3	7.170,1	4.224,4	3.081,2	1.305,6	431,6	1.344,0	78,0	926,4	2.832,0	160,0	1.099,5
2004 apr.	20.688,3	12.385,3	817,6	7.228,4	4.339,3	3.104,4	1.313,8	435,8	1.354,8	79,8	954,0	2.914,7	160,7	1.089,4
mag.	20.660,7	12.347,2	811,7	7.268,2	4.267,3	3.146,2	1.340,5	440,1	1.365,6	77,4	955,6	2.886,6	159,1	1.088,5
giu.	20.767,7	12.446,8	818,4	7.319,5	4.308,8	3.162,4	1.355,4	443,9	1.363,1	76,9	944,4	2.871,1	159,3	1.106,8
lug.	20.857,6	12.543,8	825,7	7.354,0	4.364,1	3.172,1	1.347,3	446,3	1.378,4	78,5	935,6	2.871,4	160,1	1.096,2
ago. ^(p)	20.874,1	12.514,4	820,3	7.345,4	4.348,7	3.177,8	1.348,6	446,0	1.383,2	77,3	925,3	2.909,8	160,0	1.109,4

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
2002	1.042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 1° trim.	1.102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
2004 apr.	1.130,8	450,2	358,3	43,6	16,7	297,9	-	1,6	149,4	25,1	146,2
mag.	1.128,1	459,3	350,2	46,0	18,3	285,8	-	1,6	146,5	22,2	148,3
giu.	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
lug.	1.192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,8	24,2	152,8
ago. ^(p)	1.175,0	475,7	367,4	58,2	15,9	293,2	-	1,6	151,5	23,3	155,5
IFM escluso l'Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,5	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.799,8	0,0	10.773,3	132,3	6.277,6	4.363,5	649,3	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 1° trim.	20.395,0	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,0	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,8
2004 apr.	20.688,3	0,0	11.015,3	136,0	6.351,3	4.528,0	690,6	3.338,5	1.167,6	2.912,9	1.563,4
mag.	20.660,7	0,0	10.993,3	149,1	6.375,2	4.469,0	687,2	3.359,2	1.171,6	2.909,7	1.539,8
giu.	20.767,7	0,0	11.095,7	157,1	6.410,5	4.528,2	685,5	3.370,2	1.181,6	2.873,0	1.561,6
lug.	20.857,6	0,0	11.163,8	143,2	6.422,7	4.598,0	691,5	3.401,9	1.185,5	2.875,8	1.539,1
ago. ^(p)	20.874,1	0,0	11.119,4	134,9	6.401,9	4.582,6	701,8	3.417,4	1.186,2	2.881,5	1.567,7

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 ¹⁾	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002	13.931,2	7.618,5	837,2	6.781,2	1.588,1	1.221,0	367,1	572,7	2.839,5	179,5	1.132,9
2003	14.554,4	7.944,2	841,7	7.102,5	1.794,5	1.367,4	427,0	623,8	2.884,8	174,1	1.133,0
2004 1° trim.	15.063,6	8.016,8	846,0	7.170,9	1.867,6	1.434,5	433,1	649,4	3.152,7	174,0	1.203,1
2004 apr.	15.226,1	8.069,3	840,2	7.229,0	1.882,8	1.445,3	437,6	672,1	3.229,3	174,6	1.198,0
mag.	15.251,5	8.103,2	834,3	7.268,9	1.915,3	1.473,5	441,9	666,6	3.196,6	173,1	1.196,6
giu.	15.326,2	8.160,8	840,7	7.320,2	1.934,7	1.488,9	445,8	657,4	3.182,4	173,4	1.217,4
lug.	15.348,0	8.202,6	848,0	7.354,6	1.929,4	1.481,3	448,1	648,9	3.184,0	174,4	1.208,8
ago. ^(p)	15.384,0	8.188,6	842,6	7.346,0	1.932,1	1.484,2	447,8	642,8	3.223,1	174,3	1.223,1
Transazioni											
2002	605,9	301,9	-9,3	311,2	72,6	43,6	29,1	7,7	245,1	-1,3	-19,9
2003	794,0	388,5	13,7	374,9	172,3	118,0	54,3	19,4	224,4	-3,8	-6,9
2004 1° trim.	429,4	82,5	5,3	77,2	56,4	53,4	3,0	24,6	213,4	-0,3	52,9
2004 apr.	149,7	51,7	-6,9	58,6	16,7	11,7	5,0	21,6	69,1	0,6	-9,9
mag.	56,7	37,9	-5,9	43,8	35,0	30,7	4,3	-2,9	-10,4	0,3	-3,1
giu.	67,1	59,8	5,9	53,9	16,7	12,2	4,5	-10,4	-19,8	0,3	20,7
lug.	9,6	42,4	7,4	35,0	-8,9	-8,6	-0,3	-7,5	-8,1	0,9	-9,2
ago. ^(p)	42,5	-8,8	-5,3	-3,5	-0,4	-0,2	-0,3	-5,8	44,5	0,0	13,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro ¹⁾	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	13.931,2	341,2	136,4	5.969,9	470,5	1.818,1	1.006,4	2.627,1	1.550,9	10,8
2003	14.554,4	397,9	153,6	6.294,4	582,0	1.875,1	1.010,7	2.635,1	1.597,8	7,8
2004 1° trim.	15.063,6	399,6	183,8	6.326,1	602,0	1.948,1	1.025,9	2.857,4	1.699,1	21,6
2004 apr.	15.226,1	409,4	179,6	6.368,0	610,8	1.972,6	1.021,8	2.938,0	1.709,7	16,2
mag.	15.251,5	416,6	195,1	6.393,5	609,7	1.982,9	1.016,1	2.931,9	1.688,1	17,4
giu.	15.326,2	423,0	224,3	6.428,9	608,6	1.996,4	1.027,0	2.896,5	1.712,8	8,9
lug.	15.348,0	436,2	201,7	6.439,2	613,0	2.012,4	1.032,4	2.900,0	1.691,9	21,2
ago. ^(p)	15.384,0	433,4	193,1	6.417,9	624,5	2.022,2	1.042,1	2.904,9	1.723,2	22,8
Transazioni										
2002	605,9	101,4	-5,8	225,3	70,0	114,7	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	794,0	79,0	12,9	319,2	58,0	141,7	37,3	131,1	-50,0	64,7
2004 1° trim.	429,4	1,7	30,2	22,6	21,3	59,6	7,6	174,7	120,6	-8,8
2004 apr.	149,7	9,8	-4,7	40,2	8,4	21,2	2,2	62,9	18,5	-8,6
mag.	56,7	7,3	15,5	29,2	-1,1	15,5	-0,7	8,8	-22,8	5,0
giu.	67,1	6,3	29,2	35,0	-5,2	12,7	8,1	-38,3	21,9	-2,7
lug.	9,6	13,2	-22,6	9,1	3,8	11,8	4,4	-7,2	-12,4	9,5
ago. ^(p)	42,5	-2,8	-8,5	-19,1	11,4	11,9	5,6	15,3	21,7	7,2

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

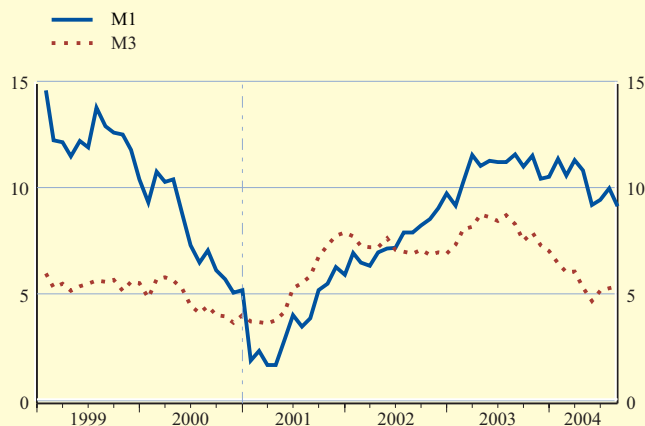
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari¹⁾ 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 ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2002	2.441,7	2.475,9	4.917,6	852,7	5.770,3	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	184,3
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	908,5	6.144,2	-	4.143,5	2.225,7	8.156,0	7.100,9	222,5
2004 1° trim.	2.769,2	2.552,2	5.321,4	901,3	6.222,7	-	4.242,2	2.263,5	8.239,1	7.165,0	320,7
2004 apr.	2.781,9	2.556,2	5.338,1	911,0	6.249,1	-	4.280,2	2.278,7	8.298,0	7.209,4	332,1
mag.	2.766,9	2.578,1	5.345,0	904,5	6.249,6	-	4.291,0	2.292,4	8.336,4	7.254,5	289,2
giu.	2.791,4	2.582,6	5.374,1	925,0	6.299,1	-	4.312,2	2.315,3	8.394,2	7.293,0	272,7
lug.	2.831,6	2.593,0	5.424,6	932,2	6.356,8	-	4.345,7	2.329,8	8.449,8	7.346,9	283,4
ago. ^(p)	2.837,8	2.604,0	5.441,8	939,7	6.381,6	-	4.374,9	2.341,6	8.470,4	7.368,9	315,8
Transazioni											
2002	218,5	90,8	309,3	70,0	379,3	-	197,0	35,4	350,0	314,4	170,2
2003	259,3	116,2	375,5	35,3	410,8	-	244,9	134,0	449,0	375,7	94,3
2004 1° trim.	92,0	-14,0	78,0	-4,5	73,5	-	74,8	25,1	87,8	72,9	91,2
2004 apr.	11,9	3,8	15,7	9,4	25,1	-	40,3	15,0	58,7	44,8	21,6
mag.	-14,0	24,0	9,9	-6,4	3,5	-	21,5	16,1	44,9	49,0	-35,5
giu.	23,9	4,8	28,7	16,9	45,6	-	17,3	19,3	59,6	41,0	-19,3
lug.	40,0	9,5	49,5	7,1	56,6	-	27,5	13,6	54,6	54,6	11,8
ago. ^(p)	6,8	11,6	18,4	7,6	26,0	-	28,2	8,8	26,0	27,1	27,6
Variazioni percentuali											
2002 dic.	9,8	3,8	6,7	8,9	7,0	7,2	5,1	1,7	4,7	4,8	170,2
2003 dic.	10,7	4,7	7,7	4,1	7,2	7,1	6,2	6,4	5,8	5,6	94,3
2004 mar.	11,4	2,1	6,8	3,0	6,2	5,9	7,1	6,6	5,8	5,3	97,4
2004 apr.	10,9	1,5	6,2	1,0	5,4	5,5	7,5	6,2	5,9	5,5	108,3
mag.	9,3	1,5	5,4	1,2	4,8	5,2	7,5	6,1	5,8	5,7	48,1
giu.	9,6	1,7	5,7	3,1	5,3	5,2	7,8	7,6	6,1	6,0	7,1
lug.	10,1	1,7	5,9	2,5	5,4	5,4	7,6	6,4	6,3	6,2	45,8
ago. ^(p)	9,3	2,0	5,7	4,5	5,5	-	7,7	6,6	6,0	6,0	107,5

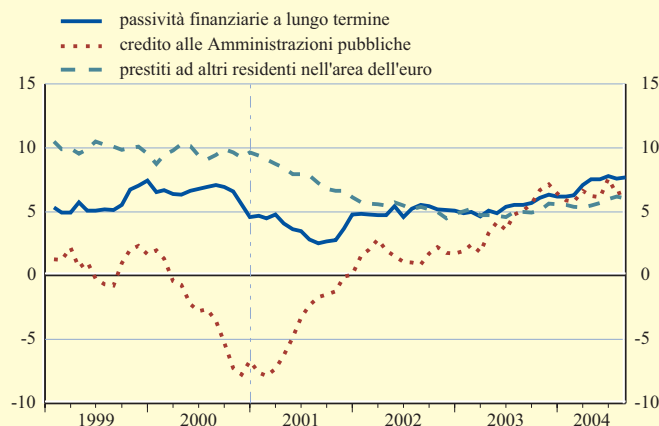
F1 Aggregati monetari

(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

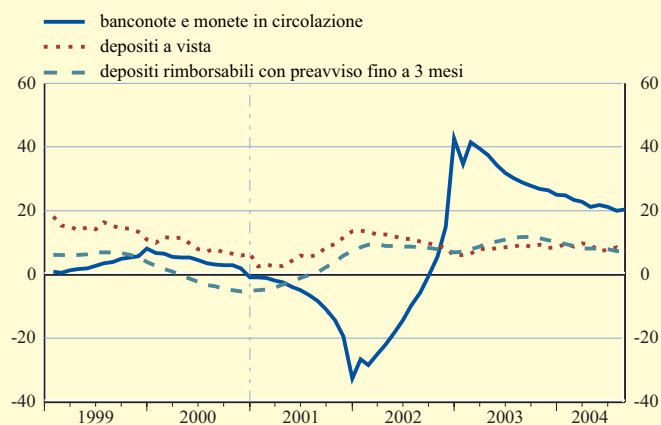
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 rim- borsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Parteci- pazioni in fondi comuni monetari	Obbliga- zioni con sca- denza fino a 2 anni	Obbliga- zioni con sca- denza oltre 2 anni	Depositi rim- borsabili 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											
2002	332,3	2.109,4	1.077,0	1.399,0	240,6	484,5	127,6	1.694,0	103,8	1.186,6	1.004,8
2003	387,6	2.288,6	1.037,0	1.522,6	222,4	597,7	88,4	1.791,2	90,6	1.253,1	1.008,7
2004 1° trim.	406,2	2.363,0	1.003,9	1.548,3	215,1	596,5	89,8	1.857,2	90,1	1.268,3	1.026,6
2004 apr.	409,6	2.372,3	995,9	1.560,3	215,2	601,1	94,7	1.879,6	90,0	1.284,1	1.026,5
mag.	416,4	2.350,6	1.005,9	1.572,1	214,0	601,3	89,3	1.890,8	89,4	1.287,7	1.023,0
giu.	420,5	2.370,9	995,9	1.586,7	220,1	610,9	94,0	1.901,1	89,1	1.298,5	1.023,5
lug.	425,2	2.406,4	998,5	1.594,5	230,8	611,1	90,3	1.917,8	89,4	1.307,4	1.031,2
ago. ^(p)	433,2	2.404,6	996,2	1.607,8	229,4	618,9	91,3	1.932,9	89,3	1.311,6	1.041,2
Transazioni											
2002	99,3	119,2	0,4	90,4	10,7	70,6	-11,3	126,0	-10,0	41,6	39,4
2003	77,8	181,5	-27,3	143,5	-9,0	59,5	-15,2	157,9	-13,2	63,2	37,0
2004 1° trim.	18,6	73,4	-39,5	25,5	-7,9	0,1	3,3	50,7	-0,5	14,3	10,3
2004 apr.	3,4	8,5	-8,3	12,0	-0,2	4,2	5,4	18,7	-0,1	15,6	6,2
mag.	6,8	-20,8	12,1	11,9	-1,2	0,1	-5,4	16,3	-0,6	4,3	1,5
giu.	4,1	19,8	-9,7	14,5	6,1	5,5	5,2	9,0	-0,3	10,8	-2,1
lug.	4,7	35,3	1,7	7,8	10,7	-0,5	-3,1	11,8	0,3	8,8	6,7
ago. ^(p)	8,0	-1,2	-1,7	13,3	-1,3	7,8	1,2	17,2	-0,1	5,3	5,9
Variazioni percentuali											
2002 dic.	42,6	6,0	0,0	6,9	4,6	17,1	-8,2	7,9	-8,8	3,6	4,0
2003 dic.	24,9	8,6	-2,6	10,4	-3,9	11,4	-15,4	9,5	-12,7	5,3	3,7
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,8	7,0	-8,8	10,8	-9,9	5,5	4,4
2004 apr.	21,2	9,3	-7,3	8,1	-2,7	6,7	-18,5	10,9	-8,6	6,6	4,4
mag.	21,8	7,4	-7,2	8,1	-4,2	5,4	-10,5	10,7	-8,3	6,5	4,9
giu.	21,1	7,7	-6,8	8,0	1,3	4,6	-2,0	10,7	-7,1	7,0	5,0
lug.	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,4	3,3	-0,5	10,3	-4,9	7,2	4,5
ago. ^(p)	20,3	7,5	-5,7	7,5	3,9	4,9	2,9	10,8	-3,3	7,0	4,2

F3 Componenti degli aggregati monetari

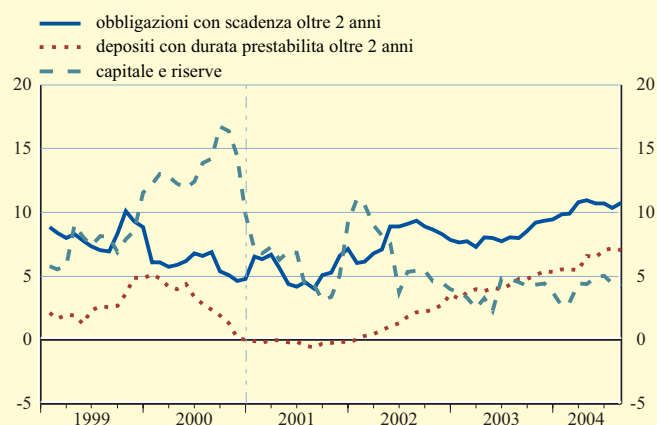
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

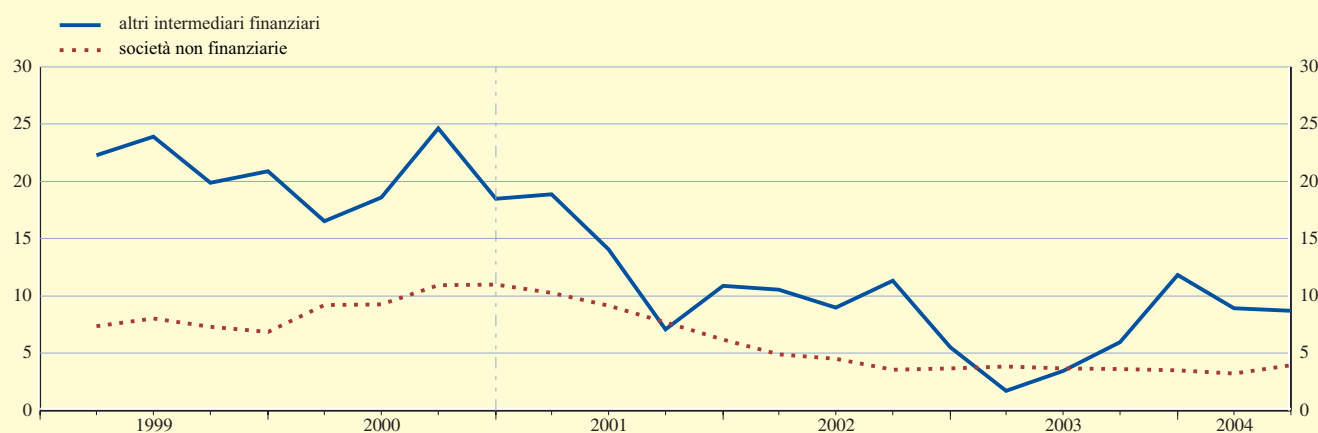
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2.965,1	980,2	514,8	1.470,1
2003	35,4	22,1	511,6	321,8	3.034,2	958,0	527,7	1.548,6
2004 1° trim.	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,2	526,2	1.574,0
2004 apr.	51,4	37,7	510,8	313,3	3.076,6	958,3	531,6	1.586,7
mag.	56,5	42,6	515,3	317,1	3.086,0	952,5	537,1	1.596,3
giu.	53,7	40,1	510,4	306,3	3.093,2	966,2	535,3	1.591,7
lug.	56,6	42,1	506,5	303,3	3.099,3	961,2	538,7	1.599,4
ago. ^(p)	53,8	39,3	490,9	287,5	3.092,8	944,3	543,2	1.605,3
Transazioni								
2002	-4,1	-7,3	24,0	16,2	106,1	-23,6	32,4	97,3
2003	4,2	2,2	54,6	26,5	103,9	-7,6	15,9	95,6
2004 1° trim.	10,7	10,0	-3,1	-11,7	21,3	-4,3	4,3	21,4
2004 apr.	4,7	5,1	8,6	11,5	21,5	3,6	5,8	12,1
mag.	5,1	4,9	5,5	4,5	11,6	-4,3	5,3	10,5
giu.	-2,8	-2,5	-5,0	-10,8	26,1	17,7	0,2	8,2
lug.	2,9	2,0	-4,6	-3,3	7,1	-4,7	3,7	8,1
ago. ^(p)	-2,7	-2,8	-12,3	-12,6	-5,5	-16,5	4,4	6,5
Variazioni percentuali								
2002 dic.	-10,3	-26,4	5,5	5,9	3,7	-2,3	6,6	7,0
2003 dic.	11,9	11,7	11,8	8,9	3,5	-0,8	3,1	6,6
2004 mar.	8,7	6,4	8,9	3,0	3,2	-2,5	3,7	6,9
2004 apr.	9,5	10,2	8,3	4,4	3,5	-2,4	4,4	7,1
mag.	21,2	26,0	7,9	4,6	3,7	-2,3	5,9	6,9
giu.	18,8	26,3	8,7	3,3	4,0	-2,1	6,5	7,1
lug.	15,2	26,7	9,0	5,6	4,3	-1,2	6,0	7,3
ago. ^(p)	21,6	37,7	7,1	3,3	4,0	-1,8	5,7	7,2

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

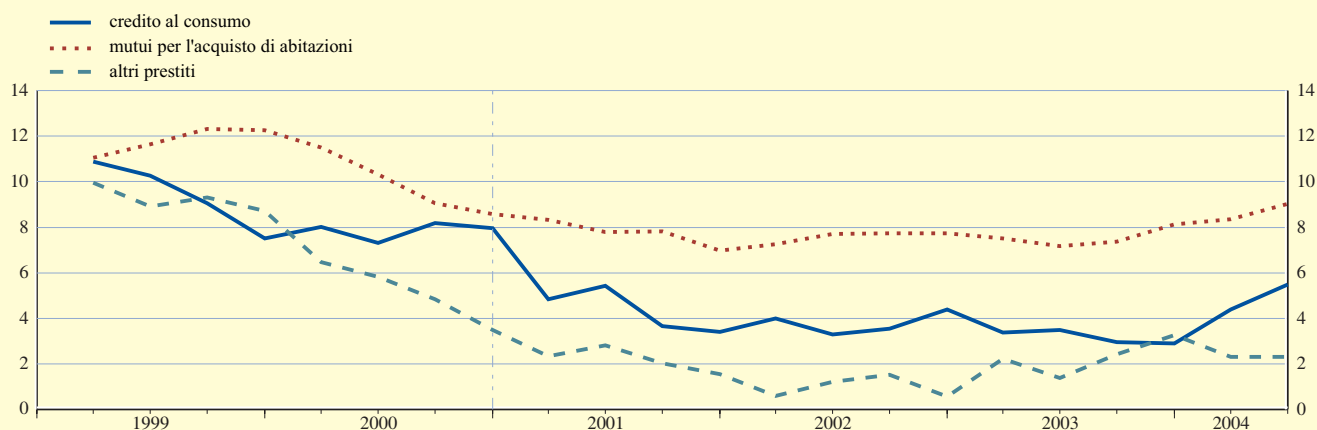
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2002	3.327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2.188,5	22,3	65,1	2.101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3.520,6	484,4	112,0	181,0	191,5	2.360,4	14,3	63,3	2.282,7	675,7	144,8	95,7	435,2
2004 1° trim.	3.564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2.400,2	14,2	61,6	2.324,4	680,0	141,8	95,2	443,1
2004 apr.	3.589,5	489,3	110,7	184,0	194,6	2.419,1	14,1	62,0	2.343,0	681,1	141,1	96,1	443,9
mag.	3.610,5	489,7	110,2	183,9	195,6	2.439,3	14,2	62,4	2.362,8	681,5	139,8	96,1	445,5
giu.	3.662,3	501,3	114,3	184,9	202,1	2.463,8	14,9	63,5	2.385,4	697,2	147,6	97,9	451,6
lug.	3.691,5	503,6	113,2	186,6	203,8	2.492,1	14,5	64,0	2.413,7	695,8	143,9	98,2	453,7
ago. ^(p)	3.707,8	505,0	114,0	186,2	204,8	2.509,2	14,4	64,3	2.430,5	693,7	142,3	98,0	453,4
Transazioni													
2002	181,8	21,9	7,1	5,4	9,4	156,3	-0,3	2,5	154,1	3,6	-3,0	2,2	4,4
2003	212,1	13,7	8,7	6,4	-1,4	177,6	-5,9	1,7	181,8	20,8	-6,4	-5,0	32,3
2004 1° trim.	48,1	2,0	-1,7	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,3	-2,3	0,5	3,2
2004 apr.	23,8	3,9	0,8	1,5	1,6	18,9	0,0	0,4	18,5	1,0	-0,7	0,8	0,9
mag.	21,6	0,8	-0,5	0,1	1,2	20,3	0,1	0,3	19,9	0,5	-1,2	0,0	1,7
giu.	35,4	7,9	4,2	1,0	2,7	20,8	0,7	1,2	18,9	6,8	5,0	0,0	1,8
lug.	29,6	2,4	-1,2	1,8	1,8	28,4	-0,4	0,5	28,3	-1,1	-3,6	-0,1	2,5
ago. ^(p)	17,1	1,6	0,8	-0,5	1,3	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,7	-1,6	-0,1	0,0
Variazioni percentuali													
2002 dic.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,7	-1,4	4,2	8,0	0,6	-1,9	2,1	1,2
2003 dic.	6,4	2,9	8,3	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,3	-4,3	-5,1	8,5
2004 mar.	6,6	4,4	0,1	6,3	5,2	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,8	4,4
2004 apr.	6,8	4,9	0,4	6,4	6,2	8,7	6,1	-3,4	9,1	2,1	-1,0	-1,4	3,9
mag.	6,9	4,8	0,8	5,4	6,5	8,8	5,6	-3,4	9,2	1,9	-0,8	-1,2	3,5
giu.	7,2	5,5	3,0	5,3	7,2	9,0	7,8	0,0	9,3	2,3	-1,3	1,6	3,8
lug.	7,3	5,4	3,4	5,4	6,5	9,2	6,3	-0,4	9,5	2,4	-0,9	1,3	3,7
ago. ^(p)	7,5	6,5	6,0	5,7	7,5	9,3	4,3	-0,5	9,6	2,0	-0,5	1,5	3,0

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

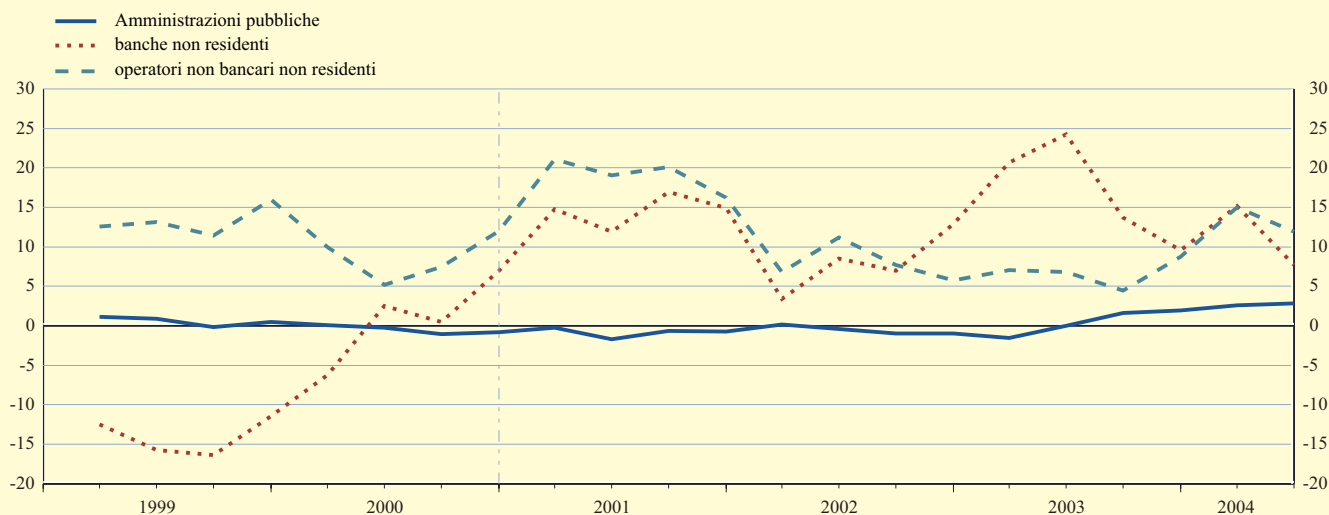
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1.730,1	1.146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,0	130,0	265,1	388,9	35,0	1.762,7	1.182,2	580,6	59,3	521,2
2004 1° trim.	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1.955,5	1.308,6	646,9	61,1	585,8
2° trim. ^(p)	818,4	129,3	253,4	395,0	40,7	1.966,1	1.323,4	642,7	61,0	581,7
Transazioni										
2002	-7,8	-11,2	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,2	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,3	16,6	15,3	159,8	109,5	50,0	-4,9	54,8
2004 1° trim.	5,3	5,7	-3,9	-0,3	3,9	165,2	108,0	57,0	1,7	55,3
2° trim. ^(p)	-6,5	-6,3	-8,5	6,4	1,8	6,4	11,9	-5,6	-0,3	-5,3
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-1,0	-7,7	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 dic.	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 mar.	2,6	0,9	-2,2	2,9	63,1	15,2	15,2	15,0	4,1	16,3
giu. ^(p)	2,9	1,6	-4,0	5,0	43,7	9,1	7,7	11,9	3,2	12,9

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

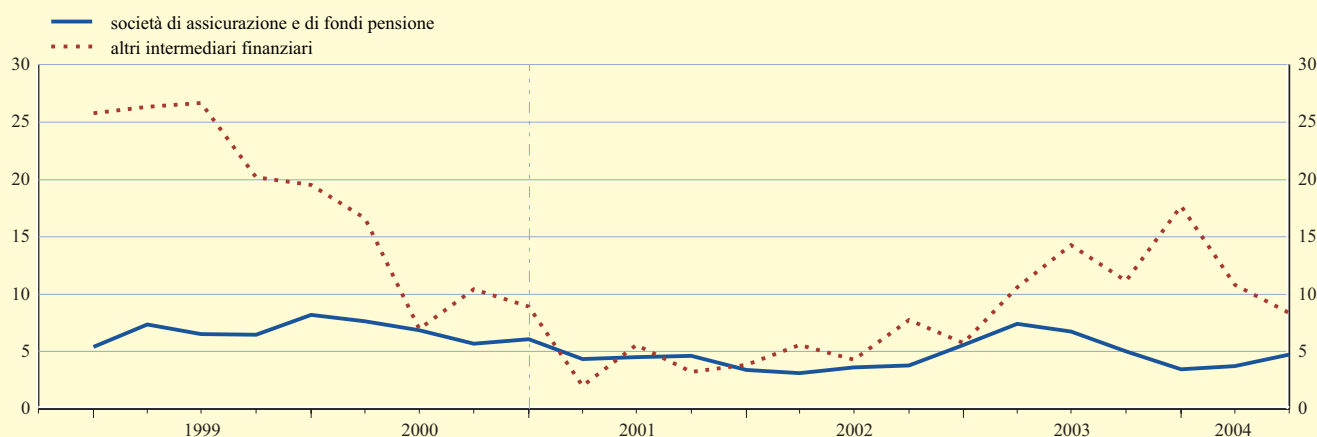
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	541,9	58,9	41,7	420,5	1,3	0,3	19,1	568,9	183,1	130,6	144,6	6,1	0,1	104,4
2004 1° trim.	556,6	64,7	42,2	426,1	1,3	0,3	22,0	587,8	197,0	119,7	147,1	7,8	0,1	116,1
2004 apr.	562,3	62,3	41,7	431,3	1,4	0,4	25,2	601,3	195,2	129,0	150,0	8,3	0,1	118,6
mag.	563,1	57,2	45,7	435,7	1,5	0,4	22,7	596,0	192,1	127,4	149,1	7,9	0,1	119,3
giu.	565,5	59,9	42,2	439,9	1,3	1,0	21,2	597,2	194,1	122,3	155,0	8,3	0,1	117,3
lug.	567,1	55,8	46,2	440,9	1,3	1,0	21,9	594,8	186,6	123,2	158,0	8,4	0,1	118,5
ago. ^(p)	566,4	53,6	46,9	441,2	1,3	1,0	22,3	590,4	176,5	127,6	162,0	8,2	0,1	116,0
Transazioni														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,7	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	17,9	1,7	-3,8	18,8	0,3	-0,1	1,1	86,1	27,9	-0,4	39,3	3,2	0,0	16,0
2004 1° trim.	14,4	5,7	0,3	5,6	0,0	0,0	2,8	13,4	13,9	-14,7	1,4	1,6	0,0	11,3
2004 apr.	5,5	-2,4	-0,5	5,2	0,1	0,0	3,1	12,5	-2,1	9,2	2,7	0,5	0,0	2,2
mag.	0,7	-5,2	4,0	4,4	0,0	0,0	-2,5	-3,0	-2,8	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,8
giu.	1,7	2,7	-3,5	4,2	-0,1	0,0	-1,5	2,5	3,4	-5,1	5,9	0,4	0,0	-2,0
lug.	1,6	-4,1	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-2,7	-7,6	0,8	2,9	0,0	0,0	1,2
ago. ^(p)	-0,5	-2,2	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	-3,9	-10,0	4,5	4,1	-0,1	0,0	-2,5
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 dic.	3,4	2,9	-8,1	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,7	18,1	-0,4	37,2	71,4	-	17,1
2004 mar.	3,7	5,1	8,1	2,4	40,8	1,8	18,6	10,8	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	16,4
2004 apr.	4,4	8,4	-3,8	3,9	49,2	6,2	17,0	10,0	15,5	-13,3	25,0	64,7	-	15,2
mag.	4,0	-0,8	0,1	5,2	10,0	6,6	1,8	5,2	7,2	-14,9	15,9	39,0	-	15,2
giu.	4,7	-6,4	10,9	6,4	40,3	3,8	-6,3	8,4	7,7	-10,1	18,6	44,6	-	19,1
lug.	5,5	0,4	17,0	5,1	32,8	3,1	3,7	8,8	9,1	-9,3	22,5	51,7	-	12,6
ago. ^(p)	5,8	4,4	17,7	4,3	18,9	7,1	16,5	9,1	6,4	-5,6	25,1	67,5	-	9,8

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

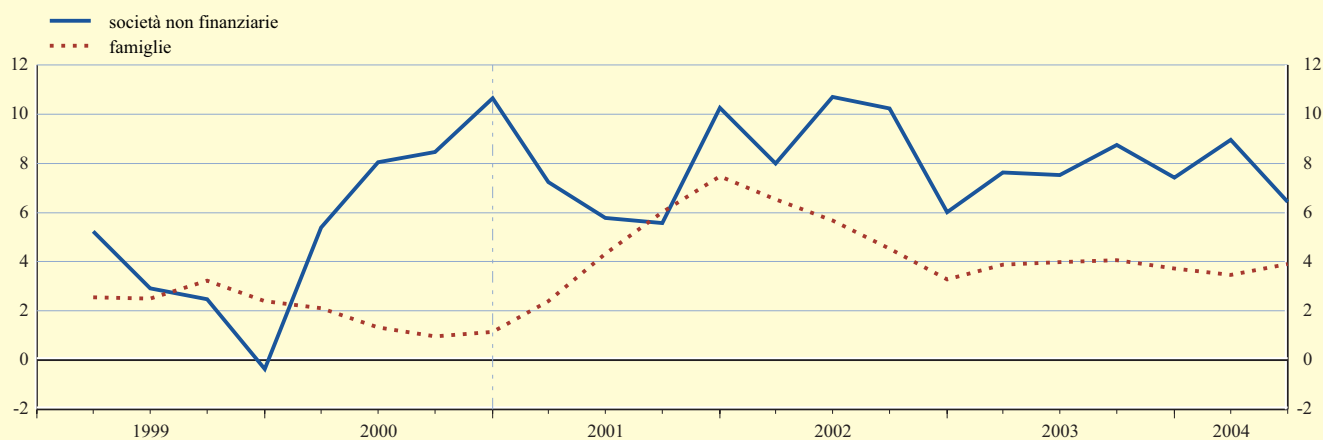
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3.806,3	1.173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1.049,3	633,3	280,2	66,2	38,1	1,5	30,0	3.978,5	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004 1° trim.	1.035,9	624,2	275,9	68,5	39,9	1,7	25,8	3.997,9	1.320,7	527,4	608,6	1.401,2	88,2	51,9
2004 apr.	1.037,9	627,9	271,7	69,7	40,5	1,7	26,4	4.014,9	1.335,8	523,1	610,1	1.406,5	87,1	52,3
mag.	1.051,4	633,0	279,4	70,4	40,9	1,7	26,0	4.027,4	1.349,5	518,9	610,9	1.411,4	86,2	50,5
giu.	1.054,4	651,7	266,1	69,1	41,0	1,0	25,5	4.055,7	1.367,7	517,2	612,2	1.422,3	85,8	50,4
lug.	1.053,8	642,1	271,0	71,6	41,6	1,0	26,5	4.069,4	1.372,4	517,3	613,1	1.428,2	85,9	52,6
ago. ^(p)	1.052,5	639,4	270,0	71,0	42,2	1,0	28,8	4.055,1	1.351,3	516,6	615,3	1.431,3	85,8	54,7
Transazioni														
2002	57,5	30,1	-	-	-	-	-1,2	120,6	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	73,0	41,5	54,9	-29,8	10,2	0,4	-4,2	142,6	95,4	-70,8	36,0	117,4	-13,7	-21,8
2004 1° trim.	-14,9	-9,6	-5,6	2,6	1,9	0,2	-4,2	17,7	8,5	-17,7	7,7	21,9	-1,7	-1,0
2004 apr.	1,6	3,4	-4,1	1,1	0,6	0,0	0,7	16,8	15,0	-4,4	1,5	5,3	-1,1	0,4
mag.	14,5	5,7	7,9	0,8	0,4	0,0	-0,4	12,8	13,6	-3,9	0,8	4,9	-0,9	-1,8
giu.	6,2	19,8	-12,2	-0,8	0,0	0,0	-0,5	24,1	15,4	-2,5	0,8	10,9	-0,4	-0,1
lug.	-1,1	-9,9	4,7	2,5	0,6	0,0	1,0	13,5	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
ago. ^(p)	-0,8	-2,5	-0,7	-0,5	0,6	0,0	2,3	-14,3	-21,0	-0,5	2,1	3,0	-0,1	2,2
Variazioni percentuali														
2002 dic.	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 dic.	7,4	6,8	23,7	-30,7	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,4	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 mar.	9,0	11,9	3,4	13,3	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
2004 apr.	8,0	10,9	1,1	15,9	22,2	20,3	-15,9	3,5	7,7	-8,9	4,1	7,2	-9,3	-25,5
mag.	7,1	10,4	-0,3	19,1	20,4	22,2	-23,4	3,6	8,0	-9,2	4,3	7,1	-8,8	-26,5
giu.	6,4	10,3	-3,1	15,2	17,1	20,6	-13,4	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
lug.	6,9	10,6	-3,0	17,0	17,8	21,5	-6,0	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
ago. ^(p)	6,1	10,9	-5,5	11,4	17,9	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,4	4,9	6,3	-4,0	-10,2

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 1° trim.	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
2° trim. ^(p)	294,9	157,1	31,6	64,4	41,8	2.473,3	1.785,1	688,2	102,5	585,7
Transazioni										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,5	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 1° trim.	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,4	129,6	25,7	4,8	21,0
2° trim. ^(p)	21,7	16,0	1,6	2,0	2,2	23,8	37,5	-13,7	1,7	-15,4
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 dic.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 mar.	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
giu. ^(p)	2,5	8,3	-7,7	-0,2	-4,2	10,2	14,8	-0,1	8,4	-1,5

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

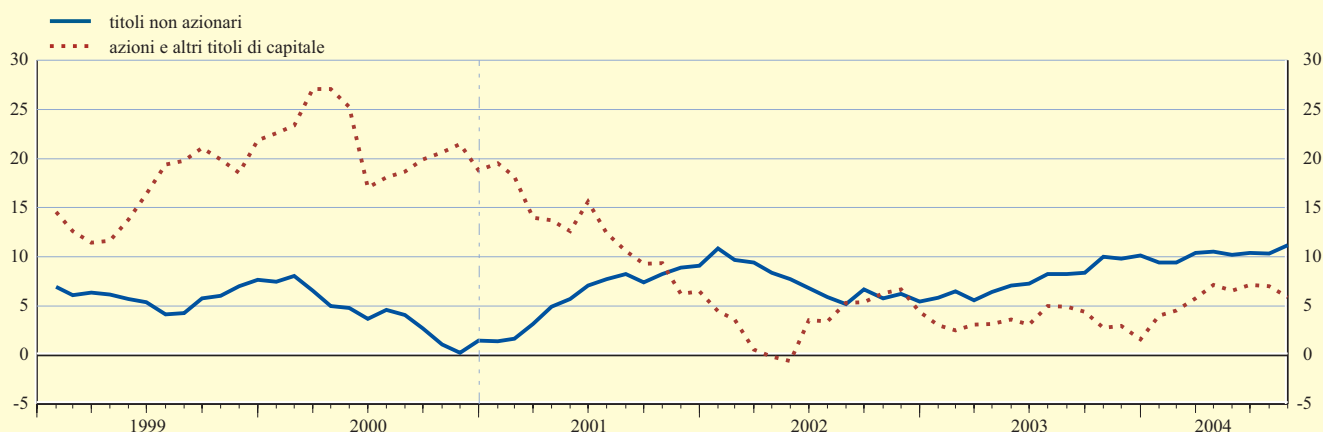
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
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	3.576,9	1.218,5	57,4	1.230,4	15,6	407,2	18,6	629,3	1.068,7	279,7	615,4	173,7
2004 1° trim.	3.767,1	1.283,1	60,9	1.287,9	17,8	413,5	18,0	685,9	1.115,8	285,7	640,7	189,5
2004 apr.	3.811,8	1.292,7	62,0	1.296,5	17,3	417,2	18,6	707,4	1.145,4	290,8	663,2	191,4
mag.	3.849,7	1.304,2	61,5	1.323,4	17,2	422,4	17,6	703,5	1.148,9	297,6	658,0	193,3
giu.	3.860,3	1.299,5	63,6	1.337,8	17,6	425,7	18,2	697,9	1.150,0	295,8	648,6	205,6
lug.	3.901,6	1.315,1	63,3	1.329,9	17,4	429,1	17,3	729,5	1.149,7	295,6	640,0	214,2
ago. ^(p)	3.919,5	1.319,6	63,6	1.331,7	16,9	429,1	16,9	741,7	1.142,5	291,2	634,1	217,2
Transazioni												
2002	168,1	47,2	0,2	38,6	-0,6	25,9	3,5	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,4	91,6	6,2	80,3	1,1	51,9	2,3	98,0	16,0	7,2	19,5	-10,7
2004 1° trim.	153,1	61,3	0,1	45,8	1,3	4,1	-1,3	41,8	44,8	6,1	24,6	14,0
2004 apr.	41,8	9,7	0,9	8,7	-0,4	4,3	0,4	18,2	28,9	5,5	21,6	1,8
mag.	46,3	11,3	-0,4	28,6	0,1	5,0	-0,7	2,4	6,3	6,7	-2,8	2,4
giu.	8,1	-5,3	2,3	11,2	0,3	3,9	0,5	-4,8	-2,4	-3,2	-10,6	11,4
lug.	36,6	17,8	-0,9	-8,4	-0,2	0,8	-1,0	28,5	1,9	0,0	-7,6	9,5
ago. ^(p)	19,3	4,5	1,2	-0,6	-0,5	0,0	-0,3	15,0	-6,2	-4,2	-5,8	3,7
Variazioni percentuali												
2002 dic.	5,5	4,4	-0,6	3,7	-3,3	8,1	23,6	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 dic.	10,1	8,1	12,6	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 mar.	10,4	9,6	6,1	7,3	6,1	10,7	5,2	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
2004 apr.	10,5	10,6	11,6	6,6	3,6	8,0	8,2	20,4	7,1	8,7	8,3	0,9
mag.	10,2	10,3	8,5	6,6	6,6	9,0	-7,4	19,0	6,6	9,4	5,9	4,6
giu.	10,4	9,5	8,1	8,9	10,3	10,1	2,9	15,9	7,2	7,4	5,2	13,4
lug.	10,4	9,5	5,8	7,1	6,1	11,2	-6,8	19,1	7,0	6,1	4,5	16,7
ago. ^(p)	11,2	10,0	13,3	7,6	5,1	10,2	-6,1	21,7	5,9	4,3	3,3	16,6

FII Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,3	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,0	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 1° trim.	-1,2	-0,5	-0,2	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2004 apr.	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
mag.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
giu.	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,3
lug.	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2
ago. ^(p)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,2

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
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,6	-8,8	-1,3	-7,6	-1,0	-0,4	-0,6
2004 1° trim.	-5,7	-3,0	-0,6	-2,2	-0,9	-0,3	-0,5
2004 apr.	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,2
mag.	-0,7	-0,7	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,2
giu.	-1,6	-0,9	-0,1	-0,6	0,2	0,1	0,2
lug.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
ago. ^(p)	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,7	-0,4	3,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,0	19,2	7,9	5,0	6,4
2004 1° trim.	16,6	2,5	0,3	11,1	0,1	1,5	0,0	1,0	2,3	-0,3	0,9	1,7
2004 apr.	-5,1	-0,3	0,0	-4,1	0,0	-0,4	0,0	-0,3	0,6	-0,5	0,9	0,2
mag.	-3,7	0,1	-0,1	-1,8	0,0	0,2	0,0	-2,1	-2,3	0,3	-2,0	-0,5
giu.	0,2	-0,5	0,0	1,0	0,0	-0,6	0,0	0,3	1,6	-0,3	1,0	1,0
lug.	0,3	-0,6	0,0	0,5	0,0	0,3	0,0	0,1	-2,2	-0,3	-1,0	-1,0
ago. ^(p)	2,5	0,0	0,0	2,4	0,0	0,1	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,2	-0,7

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti dell'area dell'euro													
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	4.363,5	91,2	8,8	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 1° trim.	4.412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6.451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
2° trim. ^(p)	4.528,2	90,3	9,7	5,8	0,5	1,5	1,4	6.567,6	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
	Non residenti dell'area dell'euro													
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	1.580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 1° trim.	1.742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
2° trim. ^(p)	1.785,1	45,2	54,8	36,6	1,8	3,2	10,2	688,2	52,1	47,9	31,0	1,9	1,9	9,8

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

	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute			
			Totale	USD	JPY	CHF
	1	2	3	4	5	6
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7
2004 1° trim.	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0
2° trim. ^(p)	3.534,6	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

3. Prestiti

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti nell'area dell'euro													
2002	4.017,8	-	-	-	-	-	-	7.593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3
2003	4.193,5	-	-	-	-	-	-	7.920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004 1° trim.	4.224,4	-	-	-	-	-	-	7.993,5	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
2° trim. ^(p)	4.308,8	-	-	-	-	-	-	8.138,0	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
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	1.182,2	50,2	49,8	29,5	4,7	2,3	9,3	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 1° trim.	1.308,6	49,1	50,9	30,6	4,7	2,5	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
2° trim. ^(p)	1.323,4	49,3	50,7	30,2	5,0	2,6	9,1	642,7	38,3	61,7	42,8	2,4	4,5	8,8

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ²⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
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	1.275,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.671,7	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
2004 1° trim.	1.344,0	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.737,2	97,9	2,1	1,1	0,5	0,1	0,2
2° trim. ^(p)	1.363,1	95,3	4,7	2,2	0,4	0,4	1,4	1.799,3	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
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	275,5	44,9	55,1	35,1	1,2	0,6	16,2	353,8	45,8	54,2	36,0	5,9	1,1	6,4
2004 1° trim.	307,1	44,4	55,6	34,2	1,2	0,6	17,3	378,8	44,3	55,7	35,9	6,2	0,8	7,2
2° trim. ^(p)	313,3	46,4	53,6	32,7	1,2	0,6	16,8	384,6	44,7	55,3	34,4	6,7	0,9	7,2

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.

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	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
2002 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.	3.175,0	235,2	1.389,4	67,4	1.322,0	1.033,7	243,9	133,7	139,1
2004 1° trim. ^(p)	3.353,4	266,5	1.433,9	70,3	1.363,7	1.102,5	262,6	136,6	151,2

2. Passività

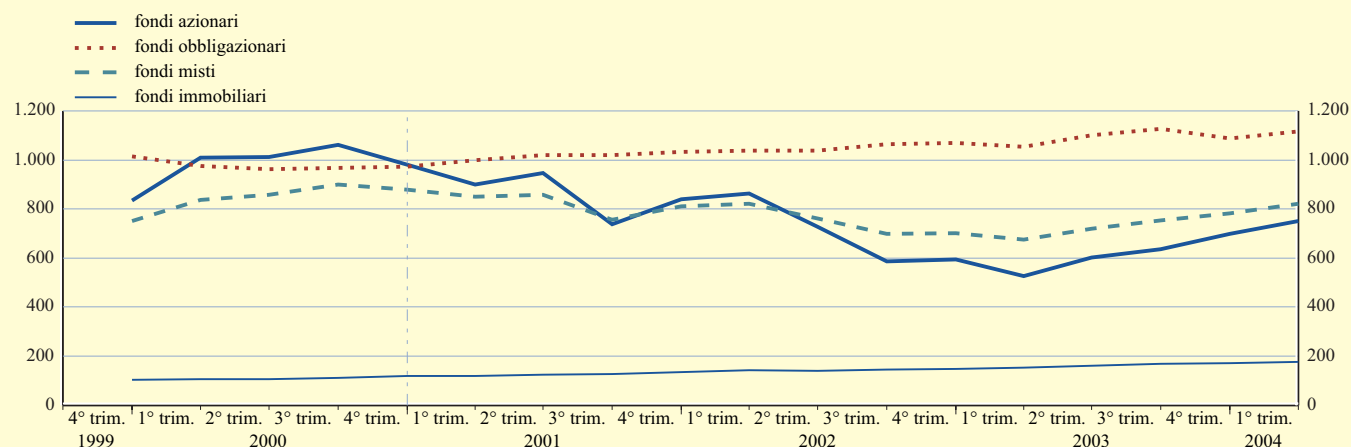
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2002 4° trim.	2.860,6	39,3	2.744,3	76,9
2003 1° trim.	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim. ^(p)	3.353,4	49,6	3.171,0	132,8

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

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002 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.	3.175,0	697,8	1.086,6	783,4	171,7	435,6	2.318,2	856,8
2004 1° trim. ^(p)	3.353,4	750,1	1.116,6	821,2	176,0	489,6	2.470,3	883,1

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
	1	2	Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2002 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.	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 1° trim. ^(p)	750,1	32,7	32,2	3,0	29,2	635,3	23,4	-	26,5
Fondi obbligazionari									
2002 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.	1.086,6	82,5	905,9	31,6	874,3	31,0	21,6	-	45,5
2004 1° trim. ^(p)	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
Fondi misti									
2002 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.	783,4	49,5	324,0	22,1	301,9	272,5	100,5	0,3	36,7
2004 1° trim. ^(p)	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
Fondi immobiliari									
2002 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.	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 1° trim. ^(p)	176,0	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,8	8,0

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
	1	2	3	4	5	6	7
Fondi aperti al pubblico							
2002 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.	2.318,2	191,7	913,6	815,8	183,8	115,4	98,0
2004 1° trim. ^(p)	2.470,3	219,3	948,9	877,9	198,8	117,5	107,9
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2002 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.	856,8	43,4	475,9	217,9	60,1	18,3	41,2
2004 1° trim. ^(p)	883,1	47,2	485,0	224,6	63,8	19,1	43,3

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- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2002 4° trim.	14.587,1	5.610,9	309,2	4.952,2	1.846,7	1.581,9	1.411,7	111,9	136,4	213,1	293,2
2003 1° trim.	14.542,9	5.635,8	288,9	4.948,2	1.836,2	1.571,9	1.434,1	106,1	176,2	222,5	323,9
2° trim.	15.003,5	5.749,7	310,1	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	209,6	329,8
3° trim.	15.110,6	5.754,4	320,9	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	178,4	345,4
4° trim.	15.400,8	5.871,9	350,7	5.182,4	2.027,5	1.557,8	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 1° trim.	15.597,9	5.907,7	350,8	5.180,3	2.021,0	1.543,6	1.534,5	81,2	183,8	192,8	394,9
	Transazioni										
2002 4° trim.	171,7	171,1	30,8	135,7	83,0	13,2	46,4	-6,9	-9,9	14,5	10,1
2003 1° trim.	154,7	40,2	1,3	-3,3	-29,3	-11,3	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
2° trim.	212,9	132,1	21,2	86,4	84,0	-8,4	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
3° trim.	131,9	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
4° trim.	154,6	125,9	29,8	119,6	79,3	9,1	36,4	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 1° trim.	148,6	32,5	0,0	-5,3	-7,4	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,6
	Variazioni percentuali										
2002 4° trim.	3,9	5,0	33,8	3,6	5,8	0,2	5,3	-3,9	-4,2	12,2	4,0
2003 1° trim.	4,3	5,9	31,2	4,4	7,4	-0,2	7,3	-10,6	5,1	14,5	13,7
2° trim.	4,6	6,4	27,0	4,5	7,6	-0,9	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
3° trim.	4,7	6,5	23,3	4,8	8,2	-0,6	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
4° trim.	4,5	5,5	20,6	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 1° trim.	4,5	5,4	21,6	4,3	8,9	-1,2	6,6	-23,0	5,9	7,7	24,8
	Titoli non azionari			Azioni ²⁾				Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
	Consistenze										
2002 4° trim.	1.955,3	208,7	1.746,6	3.490,9	1.778,1	1.712,8	310,0	3.530,0	3.185,7	344,3	
2003 1° trim.	1.946,5	190,0	1.756,5	3.350,9	1.610,0	1.740,9	396,6	3.609,8	3.259,9	349,8	
2° trim.	1.915,4	172,6	1.742,7	3.652,9	1.815,6	1.837,3	402,7	3.685,5	3.332,4	353,1	
3° trim.	1.918,0	172,4	1.745,6	3.687,3	1.825,8	1.861,5	406,7	3.750,9	3.395,8	355,1	
4° trim.	1.921,5	178,0	1.743,4	3.828,3	1.952,7	1.875,6	404,5	3.779,1	3.422,3	356,8	
2004 1° trim.	1.944,6	185,0	1.759,6	3.912,7	1.985,4	1.927,3	414,1	3.832,9	3.468,9	364,0	
	Transazioni										
2002 4° trim.	-13,6	-10,3	-3,3	-23,9	-23,7	-0,2	-7,4	38,2	40,1	-1,9	
2003 1° trim.	-21,8	-21,8	-0,1	65,3	3,0	62,2	29,9	71,0	64,6	6,5	
2° trim.	-41,5	-17,1	-24,4	63,1	25,1	38,0	3,7	59,3	55,1	4,2	
3° trim.	11,0	0,1	10,9	50,3	33,0	17,3	2,6	57,9	54,9	3,0	
4° trim.	7,1	4,4	2,7	-24,6	-24,7	0,2	-10,3	46,2	43,6	2,6	
2004 1° trim.	19,9	3,4	16,5	27,0	1,5	25,5	10,4	69,1	61,3	7,9	
	Variazioni percentuali										
2002 4° trim.	0,9	-14,0	3,0	2,0	0,1	4,7	12,1	6,4	6,6	4,5	
2003 1° trim.	-0,6	-16,1	1,3	2,8	0,8	5,6	11,9	6,3	6,6	3,7	
2° trim.	-2,4	-14,6	-1,1	3,8	1,3	7,1	13,5	6,4	6,7	3,7	
3° trim.	-3,4	-23,7	-1,0	4,6	2,2	6,9	9,2	6,5	6,9	3,4	
4° trim.	-2,3	-16,4	-0,6	4,4	2,0	6,9	8,3	6,6	6,8	4,7	
2004 1° trim.	-0,2	-4,8	0,3	3,5	2,2	4,6	1,6	6,4	6,6	5,0	

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)

	Totale		Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro									Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari	
	Totale		Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie ¹⁾				
		Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2002 4° trim.	15.613,9	8.080,9	7.130,0	886,3	60,9	825,5	3.581,0	1.175,4	2.405,6	3.613,6	296,8	3.316,7	241,6
2003 1° trim.	15.580,4	8.138,5	7.168,8	884,8	68,5	816,3	3.603,9	1.188,4	2.415,5	3.649,8	286,8	3.363,0	256,4
2° trim.	16.139,2	8.244,2	7.236,3	876,9	69,7	807,3	3.652,1	1.213,2	2.438,9	3.715,2	291,4	3.423,8	253,8
3° trim.	16.233,3	8.326,8	7.293,7	884,2	70,8	813,4	3.657,5	1.184,7	2.472,8	3.785,0	285,9	3.499,1	275,6
4° trim.	16.561,4	8.462,9	7.397,1	952,6	80,6	872,0	3.660,0	1.163,5	2.496,4	3.850,3	287,0	3.563,3	266,5
2004 1° trim.	16.899,7	8.513,2	7.466,6	956,4	84,7	871,7	3.654,9	1.161,2	2.493,7	3.901,9	281,8	3.620,1	304,1
	Transazioni												
2002 4° trim.	165,4	141,1	96,4	14,9	6,0	9,0	58,4	-5,0	63,4	67,8	2,8	65,0	6,4
2003 1° trim.	265,7	94,7	66,9	6,1	7,9	-1,8	45,4	18,6	26,8	43,2	-7,6	50,8	7,1
2° trim.	234,2	116,2	84,9	-5,4	3,2	-8,6	52,0	24,3	27,7	69,6	5,3	64,3	2,6
3° trim.	136,1	79,8	58,7	7,3	1,1	6,2	1,5	-25,9	27,5	71,0	-4,7	75,7	22,9
4° trim.	111,0	110,6	119,2	20,3	9,8	10,4	17,2	-16,5	33,7	73,1	4,5	68,5	-1,3
2004 1° trim.	192,6	45,7	74,8	4,9	4,1	0,8	-14,7	-6,9	-7,8	55,5	-4,0	59,5	32,6
	Variazioni percentuali												
2002 4° trim.	3,9	4,4	4,0	-1,9	21,8	-3,3	3,9	-2,9	7,6	6,5	0,8	7,1	-3,3
2003 1° trim.	4,4	4,8	4,1	-1,4	28,4	-3,3	4,6	-0,8	7,5	6,7	-0,3	7,3	-4,1
2° trim.	4,8	4,9	4,0	0,8	34,3	-1,3	4,3	1,5	5,8	6,5	-1,5	7,2	3,6
3° trim.	5,2	5,4	4,4	2,6	33,1	0,6	4,4	1,0	6,2	7,1	-1,4	7,9	16,1
4° trim.	4,8	5,0	4,6	3,2	36,2	0,8	3,2	0,0	4,8	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 1° trim.	4,3	4,3	4,7	3,1	26,7	1,1	1,6	-2,1	3,4	7,4	0,4	8,0	22,1

	Titoli non azionari emessi da:							Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie					
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
	Consistenze									
2002 4° trim.	4.670,0	4.137,0	480,1	3.656,9	533,0	144,7	388,3	2.383,9	209,9	269,1
2003 1° trim.	4.835,7	4.272,5	529,9	3.742,7	563,1	167,1	396,1	2.114,2	219,4	272,6
2° trim.	4.962,0	4.377,7	563,6	3.814,1	584,3	165,6	418,7	2.451,3	205,7	276,1
3° trim.	4.977,5	4.395,4	557,7	3.837,8	582,1	164,4	417,6	2.474,6	174,3	280,1
4° trim.	4.904,9	4.316,2	538,9	3.777,2	588,8	163,5	425,2	2.729,2	181,7	282,7
2004 1° trim.	5.071,2	4.477,8	576,1	3.901,7	593,5	179,9	413,5	2.839,5	189,0	286,7
	Transazioni									
2002 4° trim.	4,2	-0,2	-8,3	8,0	4,4	6,9	-2,5	2,5	14,4	3,2
2003 1° trim.	157,5	128,8	49,9	78,9	28,7	22,3	6,4	-0,2	9,5	4,2
2° trim.	98,9	84,3	33,9	50,4	14,6	-1,4	16,0	15,5	-0,6	4,2
3° trim.	45,8	43,7	-5,6	49,3	2,1	-1,1	3,2	4,0	2,4	4,2
4° trim.	-11,5	-19,4	-18,4	-1,0	7,9	-0,9	8,8	0,4	7,4	4,1
2004 1° trim.	134,0	134,6	35,8	98,9	-0,7	16,2	-16,9	1,6	7,3	4,0
	Variazioni percentuali									
2002 4° trim.	5,1	5,2	10,6	4,5	4,1	3,7	4,3	0,7	12,3	5,3
2003 1° trim.	6,3	6,1	16,7	4,7	8,0	15,2	5,3	0,4	14,7	5,6
2° trim.	7,0	6,5	15,5	5,2	11,3	27,0	5,9	0,8	13,4	5,9
3° trim.	6,6	6,2	14,6	5,1	9,4	19,4	5,9	0,9	13,2	6,0
4° trim.	6,2	5,7	12,5	4,9	10,0	13,0	8,9	0,8	8,9	6,2
2004 1° trim.	5,5	5,7	8,6	5,3	4,2	7,6	2,8	1,0	7,5	6,1

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 4° trim.	3.328,7	523,1	55,9	445,9	3,5	17,8	341,6	69,9	271,7	1.334,1	50,0	1.284,1
2003 1° trim.	3.343,2	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,6	55,9	1.326,7
2° trim.	3.472,8	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,1	64,8	272,3	1.411,8	53,7	1.358,0
3° trim.	3.522,5	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	338,8	65,2	273,6	1.433,3	56,6	1.376,7
4° trim.	3.629,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	327,3	65,8	261,5	1.461,2	58,3	1.403,0
2004 1° trim.	3.778,1	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,0	68,8	269,3	1.532,9	56,1	1.476,8
	Transazioni											
2002 4° trim.	68,7	16,8	5,8	8,0	-0,4	3,5	5,0	-4,6	9,6	36,5	2,4	34,1
2003 1° trim.	67,1	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,4	-2,4	53,8	6,7	47,1
2° trim.	42,3	2,3	2,3	-3,9	0,0	3,9	4,2	1,2	3,0	18,7	-2,3	21,1
3° trim.	33,7	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	1,7	0,4	1,3	22,6	2,9	19,7
4° trim.	59,3	9,5	1,6	7,2	0,2	0,5	-11,5	0,7	-12,2	37,6	1,7	35,9
2004 1° trim.	95,4	14,4	5,7	5,8	0,0	2,8	10,5	2,9	7,6	44,5	-2,4	47,0
	Variazioni percentuali											
2002 4° trim.	6,3	5,6	16,3	4,3	1,9	8,5	-0,2	-3,2	0,7	9,4	8,3	9,5
2003 1° trim.	5,8	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,6	1,4	10,0	17,5	9,7
2° trim.	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-12,3	2,6	12,0	41,1	11,1
3° trim.	6,5	5,0	11,8	3,6	-12,4	28,2	0,6	-12,6	4,4	10,1	20,7	9,7
4° trim.	6,1	3,4	3,0	3,4	4,7	6,1	-4,2	-5,9	-3,8	10,0	18,0	9,6
2004 1° trim.	6,9	3,7	5,0	2,9	24,7	18,7	1,5	8,1	-0,1	8,9	-0,4	9,3

	Principali attività finanziarie					Principali passività									
	Azioni ¹⁾				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	18	19	20	21	22	23	24	25		
	Consistenze														
2002 4° trim.	1.020,6	455,5	565,0	56,4	109,4	3.521,2	47,3	32,9	10,7	111,4	3.351,8	2.847,0	504,8		
2003 1° trim.	979,9	422,9	557,1	60,1	111,9	3.586,5	61,0	42,7	10,9	101,5	3.413,2	2.898,8	514,4		
2° trim.	1.072,2	482,2	590,0	64,4	113,9	3.692,8	60,6	44,8	11,2	134,3	3.486,8	2.965,9	521,0		
3° trim.	1.102,2	497,5	604,7	60,7	115,3	3.757,7	62,6	44,3	11,7	133,5	3.549,8	3.024,2	525,6		
4° trim.	1.182,6	546,2	636,4	64,4	116,6	3.811,8	51,9	35,4	12,1	153,8	3.594,0	3.064,2	529,8		
2004 1° trim.	1.230,8	563,5	667,3	68,6	119,7	3.878,0	61,7	46,3	12,3	153,7	3.650,5	3.110,1	540,4		
	Transazioni														
2002 4° trim.	11,3	-3,9	15,2	6,7	-0,8	20,8	-12,9	-9,1	0,1	0,4	33,1	35,6	-2,4		
2003 1° trim.	7,0	-3,6	10,6	2,0	2,6	83,3	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,0	59,4	9,6		
2° trim.	15,0	4,2	10,7	4,6	2,0	61,3	-0,3	2,3	0,2	4,5	57,0	50,4	6,6		
3° trim.	14,3	5,2	9,1	-4,2	1,5	57,4	2,0	-0,5	0,5	0,0	54,8	50,1	4,7		
4° trim.	22,3	7,1	15,2	4,3	1,4	34,7	-10,8	-8,9	0,5	3,9	41,1	36,9	4,2		
2004 1° trim.	22,8	2,7	20,0	4,2	3,2	77,6	9,7	10,7	0,0	0,8	67,2	55,7	11,4		
	Variazioni percentuali														
2002 4° trim.	5,0	3,2	6,7	18,2	9,0	5,8	-13,1	-11,6	0,4	0,3	6,5	6,7	5,3		
2003 1° trim.	3,0	0,0	5,8	19,5	6,3	5,9	7,5	8,5	0,2	-0,2	6,3	6,8	4,0		
2° trim.	3,4	-0,1	6,5	23,0	6,0	6,0	0,8	4,6	0,9	1,8	6,4	6,8	4,0		
3° trim.	4,8	0,4	8,2	18,2	4,8	6,4	6,7	9,5	7,7	3,2	6,5	7,0	3,6		
4° trim.	5,7	2,8	8,1	11,8	6,9	6,7	13,0	12,9	11,1	6,7	6,6	6,9	5,0		
2004 1° trim.	7,6	4,6	9,9	14,7	7,3	6,4	1,0	8,6	11,4	9,0	6,4	6,7	5,2		

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte ¹⁾	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	341,7	1.122,4	-783,9	2,9	0,4	1.733,8	-3,0	396,3	397,7	383,4	313,8	195,4	50,2
1997	354,1	1.139,3	-797,1	11,9	0,0	1.912,6	-0,2	392,4	332,2	449,9	485,0	223,9	29,3
1998	415,1	1.203,5	-823,6	35,0	0,2	2.423,0	11,0	419,7	357,1	537,6	844,8	215,3	37,6
1999	451,7	1.292,4	-863,7	22,8	0,2	3.103,5	1,3	554,9	427,0	895,0	936,7	261,2	27,5
2000	489,4	1.391,2	-913,1	28,0	-16,7	2.913,3	1,3	352,4	263,1	848,3	1.191,7	253,0	3,4
2001	463,3	1.443,7	-973,6	-8,8	1,9	2.596,6	-0,5	576,6	433,0	745,5	620,3	250,0	-28,3
2002	393,0	1.430,3	-1.020,5	-18,1	1,4	2.298,8	0,9	648,1	258,7	663,6	478,6	221,8	27,2

	Variazione della ricchezza netta ⁴⁾				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.664,8	473,5	383,4	334,7	277,0	196,2
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.811,0	509,6	317,7	378,5	375,0	230,1
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.351,6	648,5	323,2	499,2	659,7	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.057,2	930,5	503,7	767,9	591,6	263,5
2000	514,9	1.419,4	-913,1	8,6	2.887,8	541,5	417,3	884,5	791,0	253,4
2001	485,4	1.449,4	-973,6	9,6	2.574,4	673,6	490,1	622,7	537,6	250,4
2002	464,9	1.474,0	-1.020,5	11,5	2.227,0	562,3	443,3	607,0	397,8	216,5

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari ²⁾	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,4	567,3	-438,0	262,5	54,1	-13,7	55,1	89,1	119,5	514,5	274,5	7,0	143,3	116,5
1997	150,4	592,0	-453,3	242,6	25,3	-11,8	46,3	97,7	105,2	521,5	287,9	12,1	153,8	112,4
1998	193,8	635,2	-470,6	450,0	42,7	-11,5	110,9	205,2	147,8	569,2	496,0	22,8	267,4	194,7
1999	212,0	684,5	-490,9	652,1	24,7	93,6	186,0	331,2	107,7	548,7	756,5	47,5	436,7	255,6
2000	309,7	750,3	-522,9	925,5	74,6	87,4	230,4	514,2	84,4	560,4	1.150,7	60,9	597,7	483,7
2001	219,2	774,3	-554,8	636,5	100,9	44,6	164,5	242,5	88,2	583,5	767,6	99,7	352,7	303,7
2002	172,9	758,3	-579,3	522,9	39,1	-57,8	189,8	258,6	115,1	634,3	580,7	21,2	343,1	201,2

3. Famiglie⁵⁾

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta ⁴⁾		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari ²⁾	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo ⁶⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	170,0	384,5	-216,8	436,7	146,2	24,8	90,9	190,8	445,4	647,1	161,3	160,0	3.788,2	17,1
1997	168,3	377,5	-211,6	424,3	70,4	-19,8	192,1	217,7	424,2	617,2	168,4	167,0	3.816,2	16,2
1998	180,2	389,7	-216,3	443,1	96,4	-119,2	286,6	210,5	408,1	594,6	215,2	213,9	3.923,5	15,2
1999	191,4	418,5	-231,5	468,5	118,7	-28,5	195,7	246,8	392,8	581,8	267,1	265,6	4.086,3	14,2
2000	197,9	441,0	-241,2	422,7	65,4	34,5	121,4	247,5	396,6	598,3	224,0	222,3	4.276,6	14,0
2001	183,8	452,8	-263,6	414,4	174,6	82,2	58,7	230,1	427,9	655,5	170,3	168,4	4.578,7	14,3
2002	165,6	458,6	-281,1	485,2	223,8	77,8	-1,4	212,2	439,2	684,6	211,6	209,4	4.721,6	14,5

Fonte: BCE.

1) Comprende le acquisizioni nette di beni di valore.

2) Esclusi i prodotti finanziari derivati.

3) Prodotti finanziari derivati, altri conti attivi e passivi e discrepanza statistica.

4) Derivante da risparmio e trasferimenti netti in conto capitale, al netto del consumo di capitale fisso.

5) Comprende le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

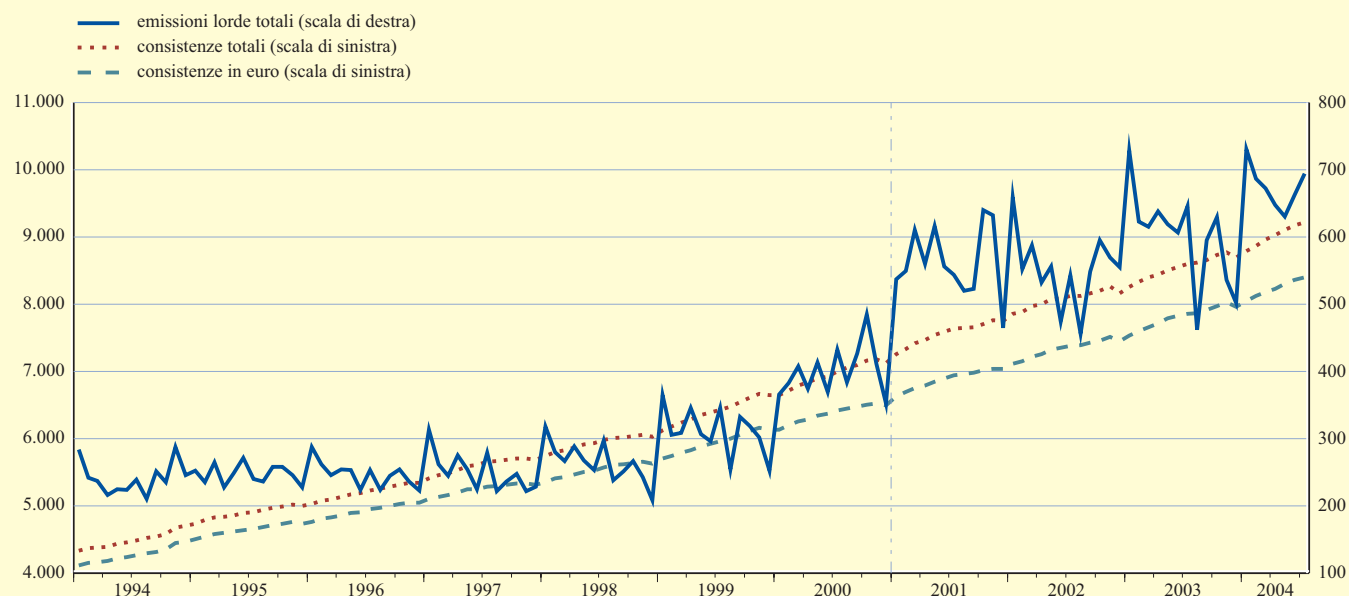
6) Risparmio lordo in percentuale del reddito disponibile.

MERCATI FINANZIARI

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

	Totale in euro ¹⁾				Residenti nell'area dell'euro							
					Totale				Di cui in euro			
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	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 lug.	9.019,7	649,4	615,7	33,7	8.601,3	645,7	601,2	44,5	91,4	93,1	94,3	34,1
ago.	9.025,0	470,3	465,5	4,8	8.614,3	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
set.	9.115,1	615,6	524,5	91,1	8.659,0	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
ott.	9.172,7	635,5	578,8	56,7	8.733,0	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
nov.	9.240,2	556,0	491,2	64,8	8.771,2	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
dic.	9.204,0	519,4	551,8	-32,4	8.695,8	501,4	555,4	-54,0	91,6	93,7	94,6	-55,3
2004 gen.	9.276,7	738,7	663,8	74,9	8.789,0	731,0	643,2	87,8	91,5	94,2	94,7	79,4
feb.	9.353,6	699,3	622,6	76,7	8.866,1	686,4	605,5	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
mar.	9.470,8	717,1	599,7	117,3	8.960,3	672,1	587,7	84,3	91,3	92,7	95,3	63,5
apr.	9.496,0	647,8	624,3	23,5	9.027,4	647,8	586,9	60,9	91,2	93,2	95,0	46,2
mag.	9.595,1	648,3	549,6	98,8	9.109,3	630,2	543,5	86,6	91,2	93,9	94,9	75,9
giu.	9.699,8	708,0	602,3	105,8	9.172,7	661,5	598,2	63,4	91,2	94,3	94,7	57,0
lug.	.	.	.	.	9.215,4	693,9	651,7	42,2	91,1	94,0	94,6	36,0
A lungo termine												
2003 lug.	8.155,9	198,4	145,7	52,7	7.721,2	185,6	140,2	45,5	91,4	88,2	94,9	30,6
ago.	8.168,1	86,4	75,8	10,7	7.747,6	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
set.	8.244,6	179,8	102,5	77,3	7.799,6	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
ott.	8.299,5	179,2	125,5	53,7	7.852,3	168,3	120,4	47,8	91,4	91,7	94,0	41,1
nov.	8.351,0	143,4	93,3	50,1	7.888,6	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
dic.	8.344,7	118,2	119,4	-1,2	7.864,1	111,0	113,5	-2,5	91,6	90,3	93,0	-5,3
2004 gen.	8.404,1	196,0	136,1	59,9	7.913,6	178,6	137,6	41,0	91,6	92,9	90,8	40,9
feb.	8.490,4	194,3	109,0	85,3	7.997,2	183,5	98,7	84,9	91,7	92,2	88,0	82,5
mar.	8.561,0	213,4	142,1	71,3	8.071,5	189,4	123,8	65,6	91,4	86,8	93,7	48,3
apr.	8.601,7	162,7	123,8	38,9	8.121,7	154,7	110,2	44,6	91,3	88,4	94,6	32,5
mag.	8.703,1	174,2	72,1	102,1	8.205,5	156,3	67,8	88,5	91,3	88,2	90,8	77,9
giu.	8.785,7	201,6	121,1	80,6	8.274,4	178,7	113,5	65,2	91,3	92,9	92,3	61,2
lug.	.	.	.	.	8.311,0	173,1	137,5	35,6	91,2	91,5	93,7	29,6

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).

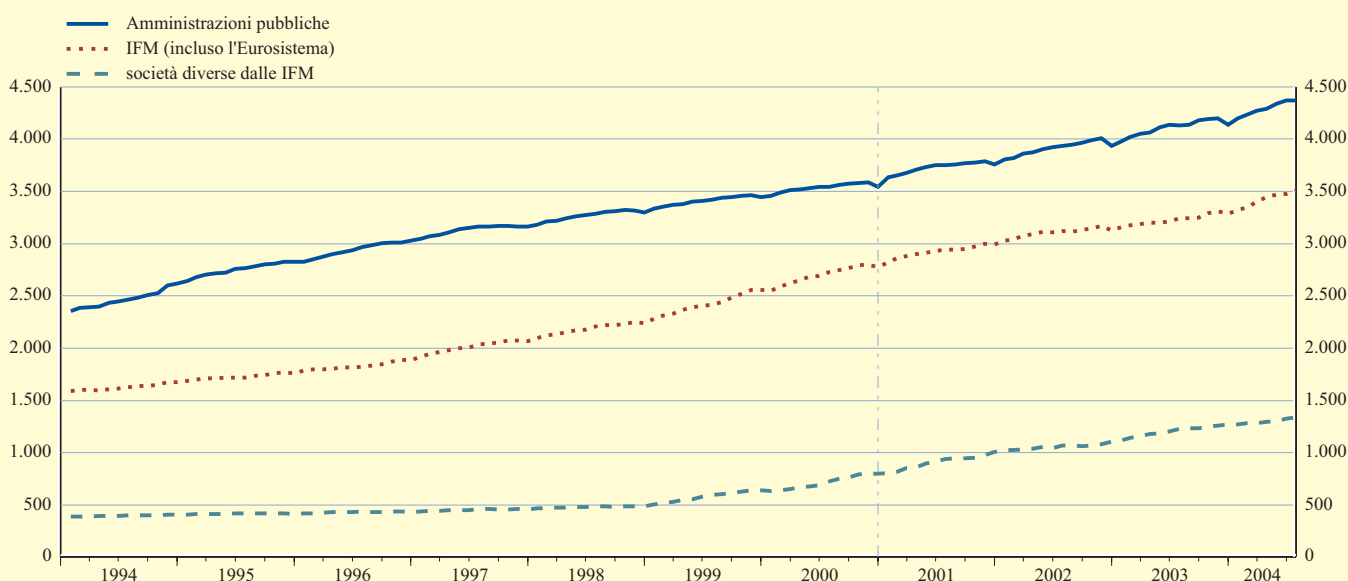
1) Totale delle emissioni di titoli non azionari in euro da parte di residenti e di non residenti nell'area dell'euro.

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 lug.	8.601,3	3.241,0	637,7	589,2	3.928,9	204,5	91,4	85,7	85,4	88,1	97,3	95,5
ago.	8.614,3	3.241,3	641,9	592,5	3.934,4	204,3	91,3	85,6	85,2	87,9	97,2	95,4
set.	8.659,0	3.247,3	650,1	584,0	3.968,7	209,0	91,4	85,5	86,2	88,1	97,4	95,5
ott.	8.733,0	3.288,9	661,4	589,5	3.980,5	212,6	91,3	85,3	86,6	87,9	97,4	95,5
nov.	8.771,2	3.311,0	669,2	590,7	3.983,1	217,1	91,5	85,5	86,9	88,2	97,5	95,6
dic.	8.695,8	3.286,9	683,6	589,2	3.917,9	218,1	91,6	85,5	87,8	88,3	97,7	95,4
2004 gen.	8.789,0	3.319,7	684,8	588,6	3.974,2	221,8	91,5	85,4	87,7	87,9	97,6	95,5
feb.	8.866,1	3.347,3	693,4	591,9	4.005,6	227,9	91,6	85,6	88,0	87,9	97,6	95,6
mar.	8.960,3	3.403,7	695,6	589,4	4.040,8	230,8	91,3	85,2	87,8	87,7	97,4	95,5
apr.	9.027,4	3.444,1	700,9	591,4	4.059,0	232,0	91,2	84,9	87,9	87,5	97,4	95,4
mag.	9.109,3	3.470,3	700,4	599,3	4.105,7	233,6	91,2	84,8	88,2	87,6	97,5	95,6
giu.	9.172,7	3.477,5	720,0	602,6	4.134,5	238,1	91,2	84,7	88,6	87,4	97,4	95,5
lug.	9.215,4	3.508,0	730,1	609,9	4.130,5	237,0	91,1	84,6	88,7	87,1	97,5	95,5
A lungo termine												
2003 lug.	7.721,2	2.863,6	629,0	487,9	3.540,7	200,0	91,4	86,2	85,2	86,6	97,2	95,7
ago.	7.747,6	2.879,2	633,2	490,9	3.543,9	200,4	91,2	85,9	85,0	86,4	97,1	95,5
set.	7.799,6	2.890,6	642,0	486,3	3.575,2	205,5	91,4	85,9	86,1	86,8	97,2	95,7
ott.	7.852,3	2.923,1	653,3	489,6	3.577,0	209,2	91,4	85,7	86,4	86,6	97,3	95,6
nov.	7.888,6	2.937,5	660,9	493,4	3.583,0	213,7	91,5	85,8	86,8	87,0	97,4	95,8
dic.	7.864,1	2.926,8	674,7	497,0	3.551,0	214,6	91,6	86,0	87,7	87,2	97,5	95,5
2004 gen.	7.913,6	2.941,9	676,2	492,3	3.585,5	217,7	91,6	85,9	87,5	86,7	97,5	95,6
feb.	7.997,2	2.977,4	685,2	495,1	3.615,9	223,5	91,7	86,0	87,9	86,6	97,5	95,7
mar.	8.071,5	3.029,6	687,8	489,1	3.638,2	226,8	91,4	85,7	87,7	86,2	97,3	95,7
apr.	8.121,7	3.060,4	692,7	484,6	3.656,5	227,5	91,3	85,4	87,8	85,9	97,3	95,6
mag.	8.205,5	3.092,3	692,4	491,6	3.700,4	228,8	91,3	85,2	88,1	86,0	97,4	95,7
giu.	8.274,4	3.099,4	711,8	497,0	3.733,0	233,2	91,3	85,2	88,5	85,8	97,3	95,8
lug.	8.311,0	3.123,0	721,9	505,3	3.729,0	231,8	91,2	85,0	88,6	85,5	97,4	95,8

F14 Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente (miliardi di euro, consistenze di fine periodo, valori nominali)



Fonte: BCE.

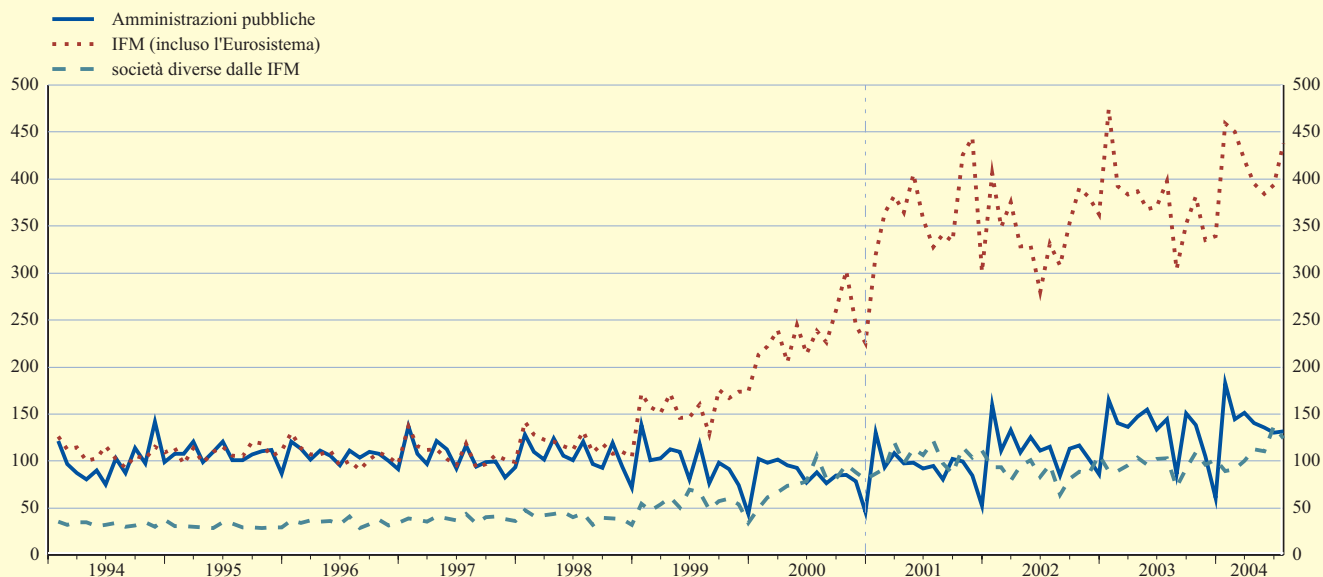
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente (miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

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 lug.	645,7	398,1	26,5	76,7	138,6	5,8	93,1	92,1	83,2	94,5	96,9	91,2
ago.	461,6	303,6	8,7	63,6	82,3	3,4	93,9	92,3	91,8	96,6	97,7	93,1
set.	594,9	352,0	22,0	70,3	140,7	9,9	93,4	90,3	98,7	96,5	98,5	96,5
ott.	629,7	381,6	21,4	87,9	130,7	8,0	93,7	91,5	95,8	96,3	98,1	94,0
nov.	536,4	335,2	20,2	75,7	97,4	7,8	93,2	92,0	86,7	95,9	96,2	98,2
dic.	501,4	339,0	28,2	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 gen.	731,0	458,9	8,5	80,8	173,6	9,2	94,2	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
feb.	686,4	450,3	18,3	73,2	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
mar.	672,1	420,4	10,9	89,5	143,2	8,0	92,7	90,9	89,5	97,1	95,5	94,1
apr.	647,8	394,7	19,0	93,8	134,9	5,3	93,2	90,9	92,5	96,8	97,6	97,2
mag.	630,2	384,3	9,8	100,3	130,5	5,2	93,9	91,8	89,2	97,1	98,0	97,9
giu.	661,5	393,7	33,5	103,8	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,7	97,6	94,5
lug.	693,9	437,9	23,5	100,8	127,9	3,8	94,0	92,7	92,0	94,9	98,0	92,0
A lungo termine												
2003 lug.	185,6	75,0	24,1	9,9	73,5	3,2	88,2	82,7	81,5	80,1	97,0	87,5
ago.	79,0	44,8	6,1	3,4	23,0	1,6	88,0	82,4	88,4	98,7	97,2	91,3
set.	173,4	65,0	18,9	3,6	78,8	7,1	91,6	79,6	98,6	96,6	99,0	98,8
ott.	168,3	75,7	17,5	10,7	58,9	5,5	91,7	84,4	96,1	89,4	100,0	94,5
nov.	136,5	62,4	16,6	10,7	40,9	5,8	89,6	86,9	85,2	91,2	93,5	99,6
dic.	111,0	61,9	24,9	9,6	11,4	3,2	90,3	88,3	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 gen.	178,6	72,9	5,0	7,4	86,9	6,3	92,9	87,5	88,7	80,7	98,2	99,4
feb.	183,5	86,1	15,0	6,2	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	88,5	98,2	99,0
mar.	189,4	98,8	8,1	5,0	72,0	5,6	86,8	79,6	88,2	92,3	95,4	95,7
apr.	154,7	69,7	15,0	4,6	63,0	2,5	88,4	79,4	93,4	77,4	97,5	100,0
mag.	156,3	67,9	6,6	9,4	69,7	2,7	89,2	79,8	86,3	85,3	98,8	99,6
giu.	178,7	66,1	29,8	13,8	63,5	5,5	92,9	88,1	98,0	81,3	97,4	99,1
lug.	173,1	70,8	20,6	17,1	63,3	1,4	91,5	86,4	93,1	85,0	98,3	100,0

F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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

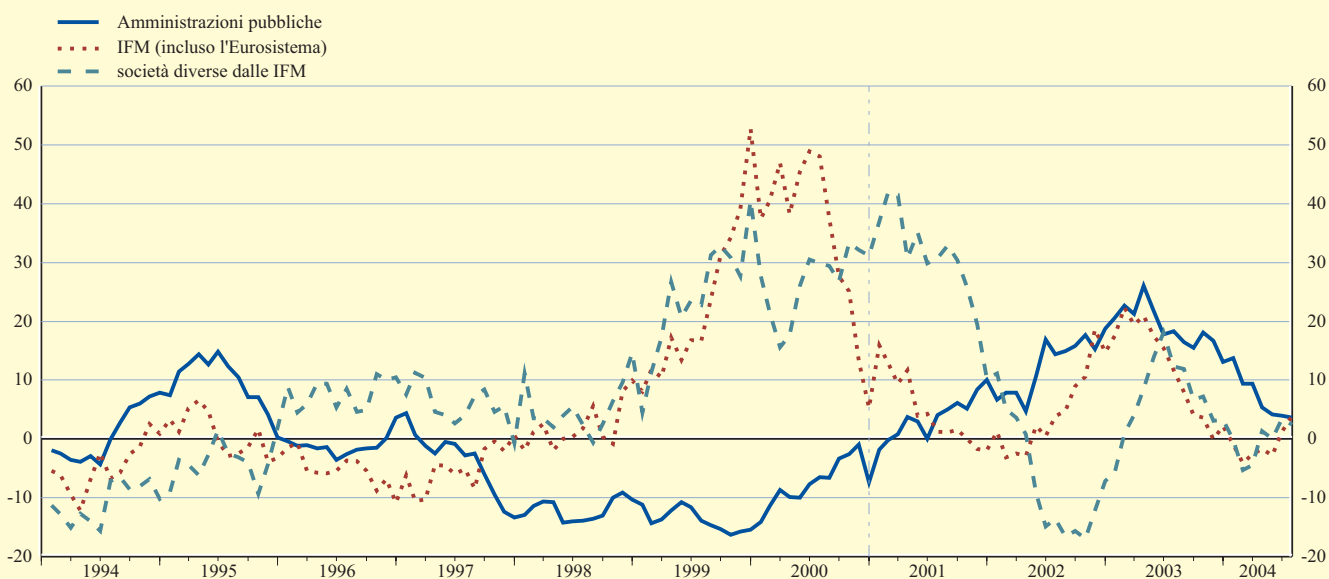


Fonte: BCE.

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

	Totale									A breve termine				
	Totale		IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Eurosi- stema)	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 lug.	7,0	112,5	4,9	19,0	28,4	10,1	5,5	4,7	21,9	14,6	127,9	11,7	12,3	22,9
ago.	6,8	112,5	4,7	19,2	28,1	10,8	5,1	4,4	21,0	12,2	126,3	8,0	11,9	18,6
set.	6,9	113,3	4,6	18,4	28,6	8,8	5,7	4,9	23,3	9,4	125,3	4,1	6,7	17,0
ott.	7,2	114,2	5,5	19,2	29,1	9,8	5,4	4,6	21,4	10,3	128,3	3,6	7,2	13,9
nov.	7,0	114,8	5,3	18,7	27,8	9,7	5,2	4,4	23,0	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,8
dic.	7,3	114,1	6,2	17,0	23,6	10,2	5,5	4,7	22,2	6,9	120,8	2,2	3,3	20,8
2004 gen.	7,1	115,2	5,9	15,2	23,2	7,1	5,7	4,9	21,8	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,8
feb.	7,0	116,3	6,2	14,0	21,7	6,1	5,6	4,9	21,0	1,4	127,0	-4,1	-5,4	-8,1
mar.	7,2	117,4	7,4	11,8	19,8	3,7	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,1
apr.	7,2	118,2	7,9	10,4	17,6	2,9	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,3	-5,9
mag.	7,1	119,3	8,3	9,6	16,5	2,6	5,5	4,9	17,6	0,7	131,8	-2,8	0,0	-5,9
giu.	7,4	120,2	8,4	10,1	16,8	3,1	5,8	5,2	17,4	2,7	131,6	1,3	3,4	-7,2
lug.	7,3	120,7	8,4	9,7	14,9	4,1	5,7	5,2	16,0	3,6	132,6	4,0	2,4	-6,9
Euro														
2003 lug.	6,7	111,9	3,8	22,1	34,6	11,3	5,2	4,5	20,4	16,7	131,0	15,9	12,2	22,9
ago.	6,5	111,9	3,7	22,5	34,5	12,0	4,9	4,2	19,5	14,8	130,5	13,5	11,2	18,6
set.	6,6	112,7	3,3	21,7	35,3	9,7	5,5	4,8	21,8	11,5	128,7	8,5	5,9	16,9
ott.	7,0	113,6	4,2	22,7	36,3	10,6	5,3	4,6	20,8	12,5	131,5	7,7	6,8	14,3
nov.	6,8	114,2	4,2	21,8	34,2	10,5	5,1	4,3	22,3	9,3	132,2	3,1	2,3	9,6
dic.	7,0	113,4	5,0	19,3	27,7	10,9	5,5	4,7	21,2	8,9	124,0	5,6	2,9	19,1
2004 gen.	6,9	114,6	4,9	17,1	27,1	7,2	5,7	5,0	21,1	6,0	130,3	-0,5	-0,9	16,5
feb.	6,9	115,7	5,4	16,1	26,2	6,1	5,8	5,1	20,4	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,6
mar.	6,9	116,6	6,4	13,4	23,9	3,1	5,6	4,9	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,2
apr.	6,8	117,2	6,6	11,8	21,2	2,3	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	1,2	-8,3
mag.	6,7	118,3	6,8	11,1	20,2	1,9	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	-0,3	-6,7
giu.	6,9	119,1	6,9	11,4	20,6	1,9	5,8	5,3	17,1	2,3	133,3	-0,1	3,6	-7,3
lug.	6,9	119,7	6,9	11,1	19,0	2,9	5,9	5,3	15,9	2,6	134,4	1,7	2,0	-9,3

F16 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente (variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

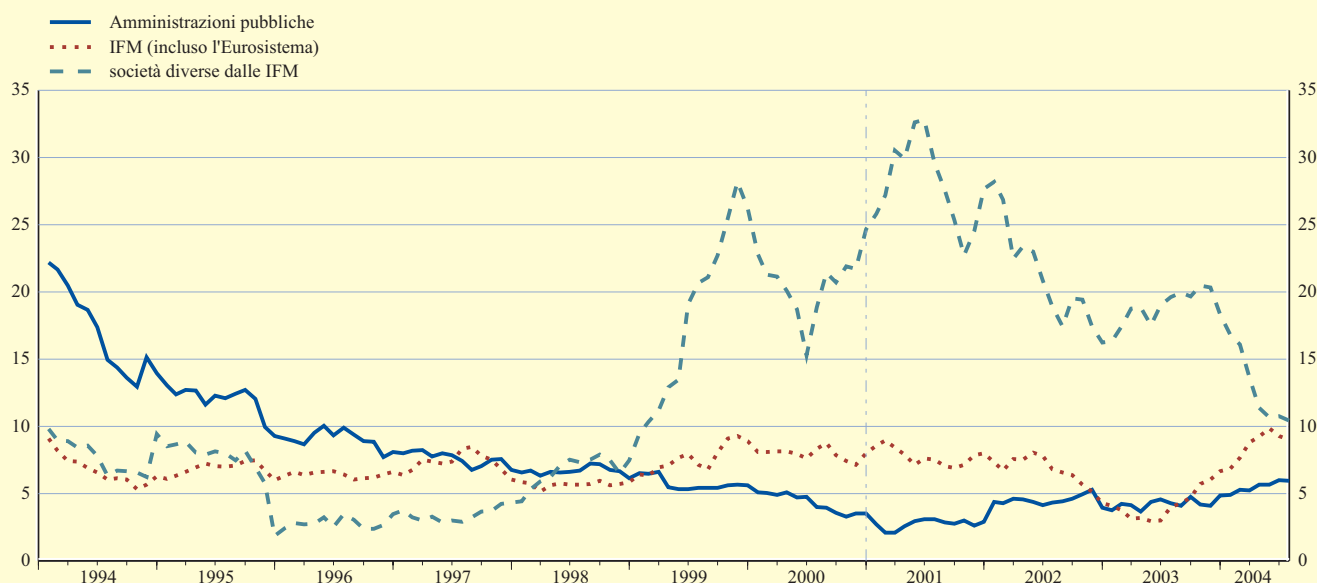
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

A breve termine				A lungo termine									
Società diverse dalle IFM	Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	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													
11,5	18,3	18,3	18,9	6,2	111,0	4,0	19,6	28,5	9,8	4,3	3,4	22,0	2003 lug.
11,3	16,5	16,7	2,5	6,2	111,1	4,3	20,0	28,2	10,8	4,1	3,2	21,4	ago.
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	19,7	28,8	9,4	4,7	3,8	23,4	set.
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,5	29,3	10,5	4,2	3,3	21,9	ott.
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,4	6,0	20,3	28,1	11,3	4,1	3,2	23,5	nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,4	6,7	18,4	23,6	11,9	4,8	3,9	22,8	dic.
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	16,8	23,2	9,0	4,9	4,0	21,6	2004 gen.
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,6	115,2	7,6	16,1	22,2	8,6	5,3	4,4	21,0	feb.
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,7	116,2	8,8	13,6	20,3	5,4	5,2	4,4	20,8	mar.
2,0	5,4	5,2	22,5	7,8	116,8	9,3	11,4	18,0	3,1	5,7	5,0	18,6	apr.
0,5	4,2	4,1	18,1	7,9	118,1	9,9	10,6	16,8	3,0	5,6	5,0	17,6	mag.
4,4	4,0	3,8	24,1	7,9	119,0	9,3	10,8	17,1	2,8	6,0	5,4	17,2	giu.
3,2	3,6	3,4	18,3	7,7	119,5	9,0	10,4	15,2	4,3	6,0	5,4	15,9	lug.
Euro													
11,3	18,7	18,7	14,4	5,6	110,1	2,4	23,3	34,8	11,3	4,0	3,2	20,5	2003 lug.
10,5	16,8	17,0	1,1	5,7	110,2	2,5	23,9	34,8	12,3	3,7	3,0	19,9	ago.
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	23,6	35,6	10,8	4,5	3,7	21,9	set.
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	111,8	3,8	24,6	36,7	11,6	4,0	3,2	21,2	ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,2	34,6	12,6	4,0	3,1	22,9	nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,4	4,9	21,1	27,8	13,0	4,7	3,9	21,7	dic.
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,2	27,3	9,5	4,9	4,1	20,8	2004 gen.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,3	6,5	18,7	26,8	8,9	5,4	4,6	20,3	feb.
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,4	115,1	7,6	15,6	24,6	4,8	5,3	4,5	20,0	mar.
2,0	5,2	5,0	18,4	7,4	115,6	7,9	13,0	21,7	2,3	5,6	5,0	18,2	apr.
0,2	4,1	4,0	20,8	7,4	116,8	8,1	12,4	20,7	2,3	5,7	5,0	17,4	mag.
4,6	3,7	3,6	19,8	7,5	117,8	7,8	12,2	21,0	1,3	6,1	5,4	17,1	giu.
3,1	3,5	3,4	13,9	7,4	118,2	7,5	12,1	19,4	2,8	6,1	5,6	16,0	lug.

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

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

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

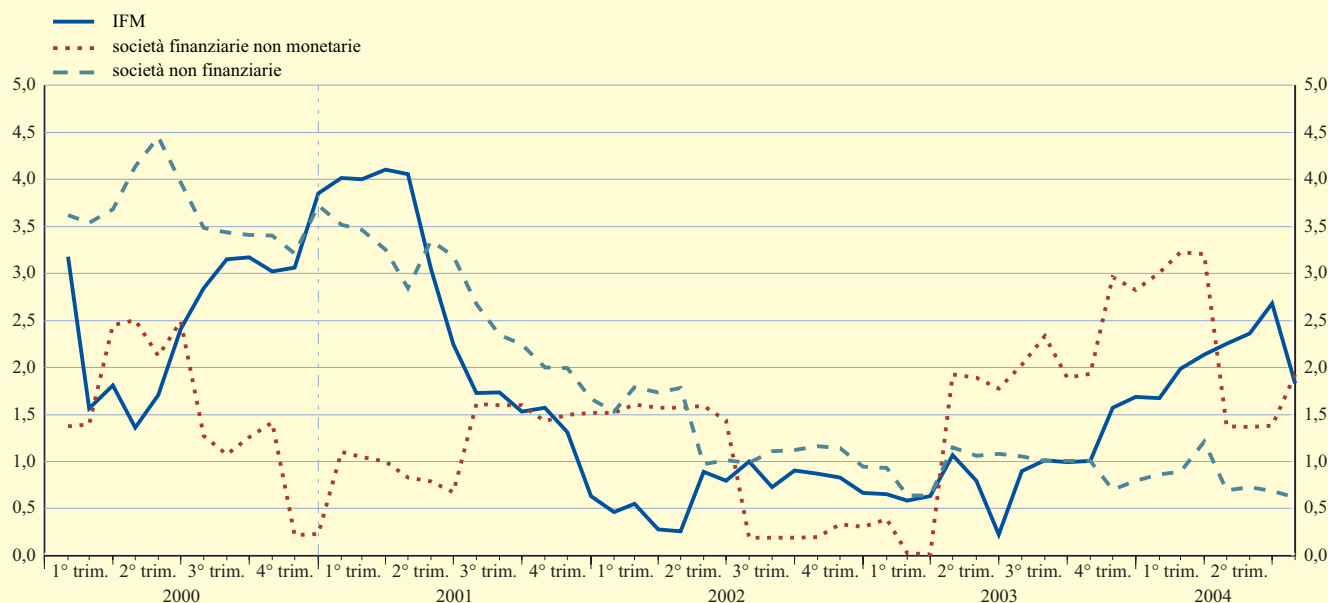
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 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	100,6	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	0,3	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	0,6	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	1,0	504,2	0,2	300,6	1,8	2.451,3	1,1
lug.	3.366,4	101,7	1,1	528,0	0,9	330,9	2,0	2.507,5	1,1
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	101,7	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	101,8	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,5	0,7
dic.	3.647,3	102,0	1,1	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.	3.851,9	102,1	1,3	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,7	0,9
mar.	3.766,4	102,4	1,5	571,9	2,1	355,0	3,2	2.839,5	1,2
apr.	3.748,3	102,5	1,0	579,4	2,3	361,1	1,4	2.807,9	0,7
mag.	3.687,7	102,5	1,0	568,1	2,4	350,6	1,4	2.769,1	0,7
giu.	3.790,2	102,6	1,1	583,5	2,7	362,0	1,4	2.844,8	0,7
lug.	3.679,7	102,6	0,9	563,3	1,8	354,0	1,9	2.762,4	0,6

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

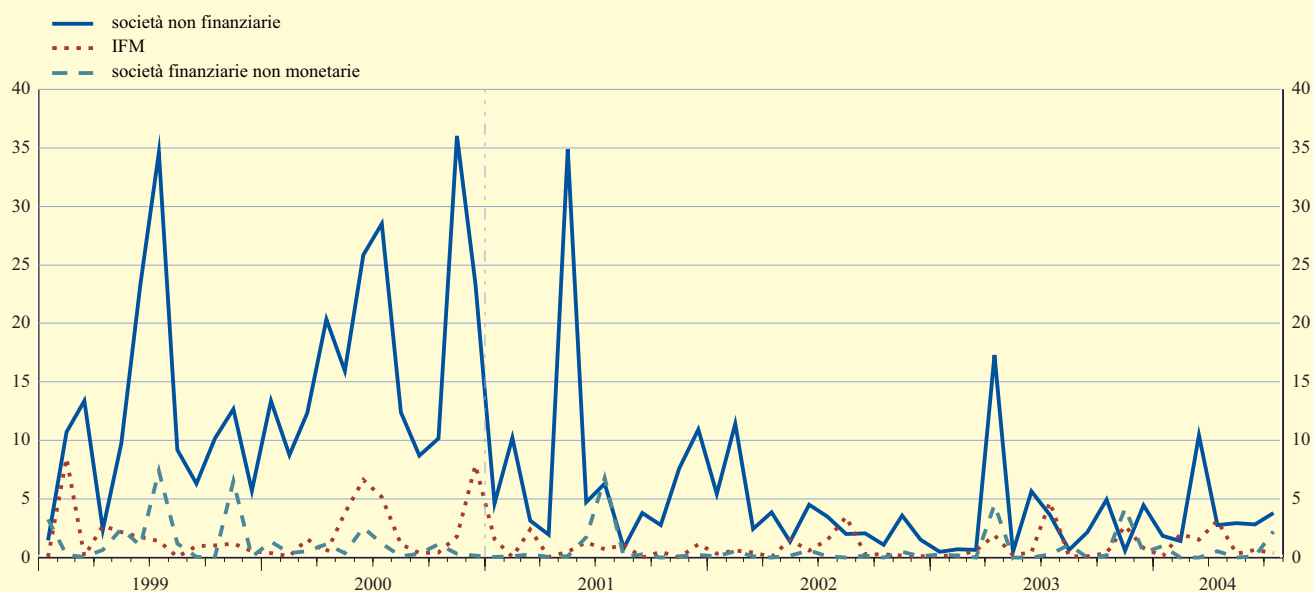
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 lug.	5,1	1,2	3,9	1,5	0,1	1,4	0,1	0,9	-0,8	3,5	0,2	3,3
ago.	5,5	5,2	0,3	3,5	4,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	0,8
set.	2,5	0,4	2,0	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,8
ott.	1,3	0,1	1,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,1	0,1	1,0
nov.	4,3	0,7	3,6	0,2	0,4	-0,2	0,5	0,0	0,5	3,6	0,3	3,3
dic.	1,7	0,5	1,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	1,5	0,4	1,1
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	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
mar.	1,2	0,7	0,5	0,6	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,6	0,5	0,1
apr.	23,7	4,8	18,9	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,6	12,7
mag.	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
giu.	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
lug.	8,6	1,9	6,7	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,7	1,9
ago.	1,8	1,2	0,6	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,1	-0,4
set.	2,3	1,8	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	1,3	-1,3	2,2	0,4	1,8
ott.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
dic.	5,7	1,5	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,8	-0,4	4,4	0,6	3,8
2004 gen.	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
feb.	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
mar.	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
apr.	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
mag.	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
giu.	3,6	1,9	1,7	0,7	1,6	-1,0	0,1	0,0	0,1	2,8	0,2	2,6
lug.	6,4	3,5	2,9	0,4	0,0	0,3	2,2	0,0	2,2	3,8	3,5	0,3

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

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



Fonte: BCE.

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

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

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

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita			
		fin a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fin a 3 mesi	oltre 3 mesi		fin 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 ago.	0,68	1,91	2,12	2,51	1,99	2,88	0,88	2,03	2,27	3,56	1,98
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	0,88	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	2,36	2,70	1,97
dic.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,42	3,35	1,99
2004 gen.	0,69	1,91	2,37	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,07	3,12	1,95
feb.	0,69	1,88	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,21	3,59	1,98
mar.	0,70	1,92	2,15	2,34	2,00	2,59	0,86	1,96	2,11	3,35	1,98
apr.	0,70	1,92	2,14	2,44	2,02	2,57	0,85	1,97	2,00	3,50	1,95
mag.	0,70	1,85	2,16	2,41	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,75	1,95
giu.	0,70	1,88	2,23	2,40	2,00	2,55	0,87	1,99	2,27	3,79	1,98
lug.	0,70	1,91	2,21	2,53	1,99	2,55	0,85	2,00	2,56	3,71	1,99

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 ago.	9,73	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.	9,74	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.	9,71	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	5,25	5,17
dic.	9,69	7,66	6,43	7,63	7,71	3,63	4,17	5,02	4,95	4,45	3,85	5,00	5,08
2004 gen.	9,87	7,62	7,04	8,49	8,32	3,63	4,28	5,02	4,92	4,48	4,06	5,12	5,16
feb.	9,81	7,43	6,91	8,44	8,16	3,55	4,21	4,97	4,84	4,34	4,10	5,07	5,05
mar.	9,71	7,34	6,80	8,28	8,01	3,47	4,12	4,86	4,78	4,28	3,94	5,06	4,97
apr.	9,73	7,31	6,60	8,22	7,82	3,42	4,03	4,78	4,68	4,27	3,87	4,89	4,92
mag.	9,68	7,30	6,69	8,17	7,92	3,40	4,03	4,75	4,61	4,20	4,11	4,81	4,94
giu.	9,55	7,18	6,70	8,30	7,99	3,42	4,11	4,81	4,69	4,20	3,93	4,94	5,01
lug.	9,57	7,23	6,89	8,41	8,12	3,46	4,15	4,81	4,69	4,21	4,03	4,92	5,02

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2003 ago.	5,47	4,17	4,65	4,77	3,18	3,35	4,36
set.	5,46	4,08	4,79	4,76	3,11	3,32	4,29
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	4,23
dic.	5,58	4,04	4,84	4,81	3,12	3,41	4,32
2004 gen.	5,67	4,06	4,86	4,81	3,01	3,37	4,29
feb.	5,63	4,02	4,94	4,78	2,97	3,19	4,30
mar.	5,56	3,94	4,79	4,77	2,91	3,25	4,41
apr.	5,51	3,87	4,71	4,64	2,96	3,28	4,41
mag.	5,46	3,98	4,58	4,57	2,95	3,30	4,24
giu.	5,46	3,96	4,76	4,71	3,02	3,26	4,08
lug.	5,34	4,03	4,86	4,65	3,03	3,28	4,25

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)

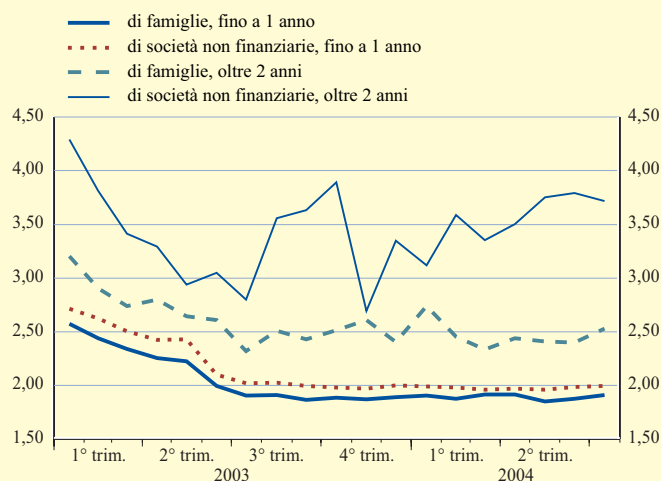
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	0,88	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	2,02	2,68	0,86	2,14	4,25	1,98
2004 gen.	0,69	1,94	3,36	2,03	2,65	0,93	2,09	4,27	1,95
feb.	0,69	1,93	3,42	2,02	2,63	0,86	2,09	4,22	1,97
mar.	0,70	1,92	3,32	2,00	2,59	0,86	2,08	4,17	1,93
apr.	0,70	1,90	3,35	2,02	2,57	0,85	2,09	4,16	1,92
mag.	0,70	1,89	3,28	2,00	2,55	0,86	2,07	4,15	1,93
giu.	0,70	1,89	3,27	2,00	2,55	0,87	2,09	4,11	1,94
lug.	0,70	1,89	3,25	1,99	2,55	0,85	2,10	4,04	1,96

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 ago.	5,07	4,99	5,25	8,28	7,23	6,07	4,54	4,21	4,74
set.	5,00	4,95	5,24	8,30	7,27	6,00	4,55	4,20	4,75
ott.	5,00	4,92	5,20	8,13	7,13	5,84	4,56	4,12	4,71
nov.	4,97	4,90	5,17	7,98	7,09	5,82	4,52	4,18	4,67
dic.	5,09	4,88	5,14	8,04	7,05	6,00	4,56	4,23	4,67
2004 gen.	5,05	4,89	5,11	8,15	7,02	5,92	4,58	4,07	4,56
feb.	5,01	4,91	5,11	8,13	7,16	5,95	4,62	4,06	4,58
mar.	4,98	4,82	5,03	8,05	7,17	5,89	4,56	3,96	4,61
apr.	4,90	4,75	5,01	8,03	7,08	5,85	4,51	3,91	4,59
mag.	4,89	4,72	4,99	7,99	7,04	5,82	4,50	3,87	4,55
giu.	4,87	4,69	4,97	7,93	6,99	5,80	4,47	3,89	4,53
lug.	4,90	4,63	4,94	7,93	6,99	5,76	4,47	3,88	4,50

F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

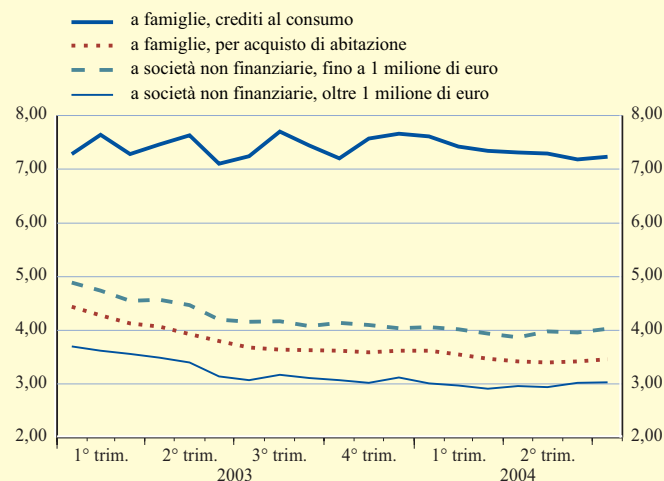
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

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)



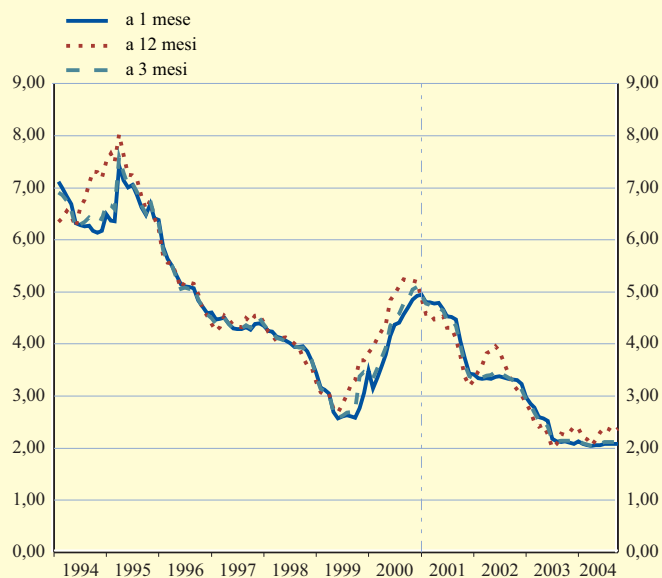
4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	4,08	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 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	2,15	1,12	0,05
2° trim.	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
3° trim.	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
2003 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
mag.	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
giu.	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
lug.	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
ago.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
set.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05

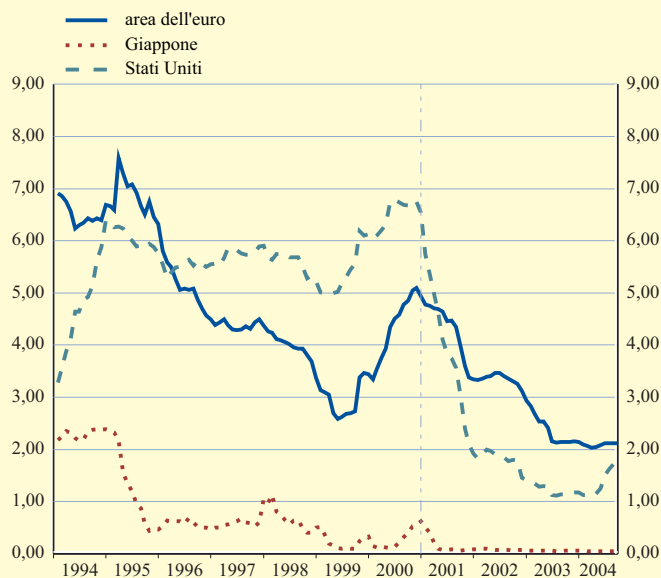
F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

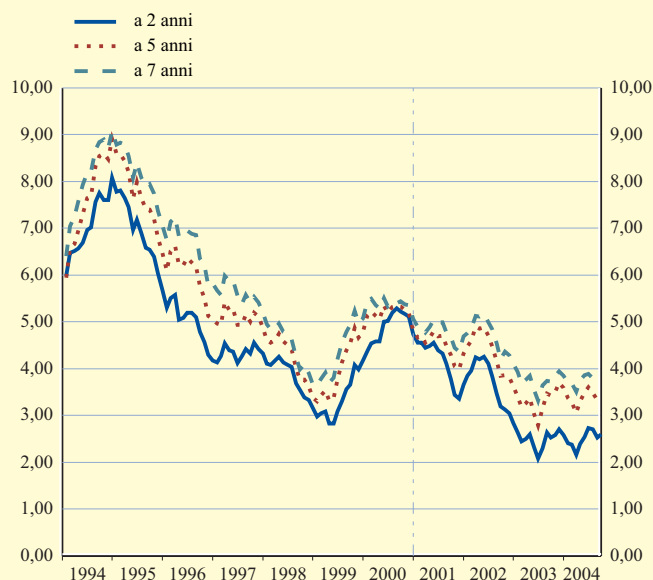
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni	a 3 anni	a 5 anni	a 7 anni	a 10 anni	a 10 anni	a 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	5,03	5,01	1,34
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2003 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
2° trim.	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
3° trim.	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
2003 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
mag.	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
giu.	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
lug.	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
ago.	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
set.	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50

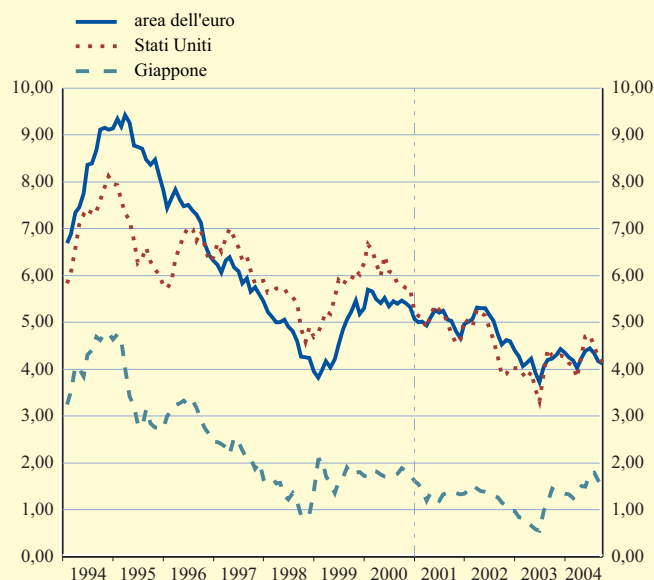
F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

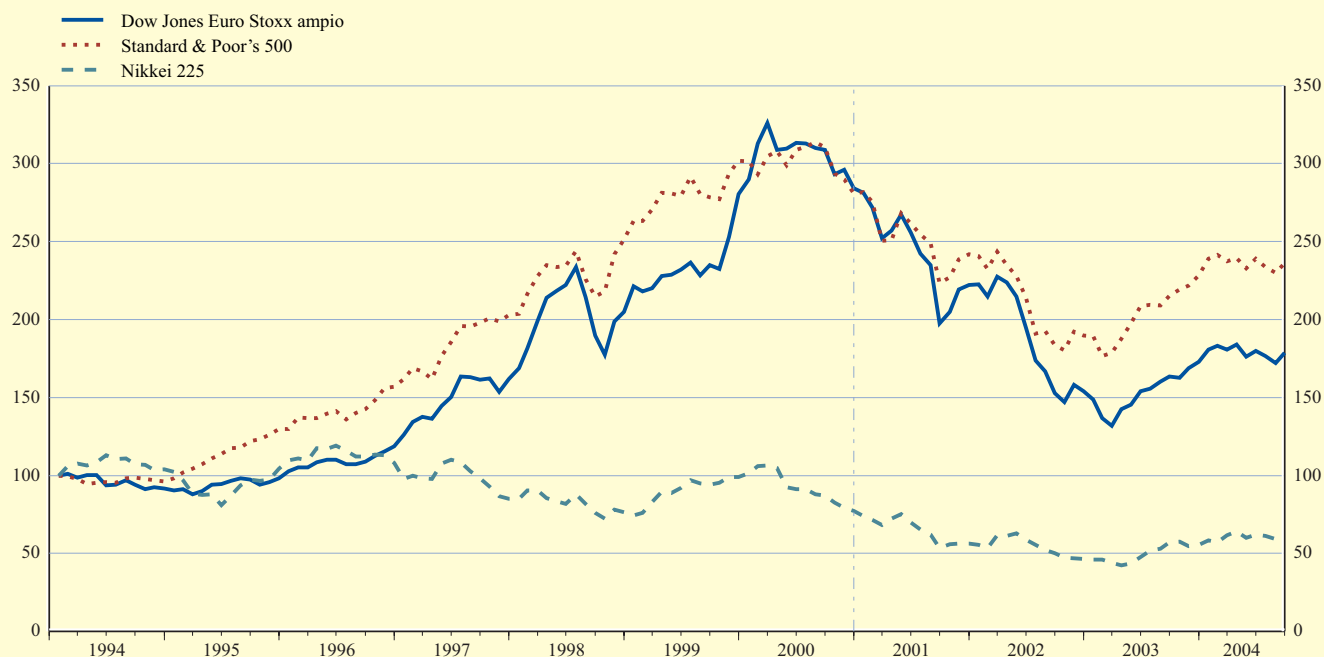
4.8 Indici del mercato azionario

(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	4.049,7	296,0	228,2	303,3	341,4	321,6	310,0	530,6	309,6	541,2	540,2	1.193,8	12.114,8
2002	260,0	3.052,5	267,5	175,0	266,5	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,4	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	137,5	209,7	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,8	9.312,9
2003 3° trim.	221,7	2.511,5	225,1	144,5	212,8	265,8	209,9	224,9	285,9	216,0	347,4	304,6	1.000,4	10.063,2
4° trim.	233,0	2.614,3	233,7	155,2	219,0	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1.057,0	10.423,3
2004 1° trim.	251,6	2.846,5	245,0	163,8	226,8	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,6	10.995,7
2° trim.	249,8	2.794,7	244,7	164,7	229,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1.123,6	11.550,0
3° trim.	244,0	2.708,7	246,8	158,9	218,6	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,5	11.152,3
2003 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	210,7	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.	239,6	2.702,2	242,0	158,9	216,5	274,5	230,1	247,9	320,2	231,0	374,4	331,5	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.	250,5	2.829,0	240,3	161,8	229,1	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1.124,0	11.437,8
apr.	255,0	2.860,9	247,6	167,2	230,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1.133,4	11.962,8
mag.	244,4	2.728,0	240,2	161,4	225,8	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,7	11.141,0
giu.	249,8	2.792,2	246,1	165,2	231,2	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1.132,9	11.527,7
lug.	245,2	2.730,4	245,5	161,7	224,4	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,9	11.390,8
ago.	238,9	2.646,9	243,7	155,4	215,0	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1.088,9	10.989,3
set.	248,0	2.748,6	251,1	159,6	216,5	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,7	11.076,8

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)¹⁾

	Totale				Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	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 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	2,5	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	1,1	2,6	0,5	0,9	-0,5	0,2	1,2	0,7
2° trim.	115,8	2,3	2,1	2,6	0,8	1,1	-0,1	0,4	3,3	0,6
2004 apr.	115,5	2,0	1,8	2,5	0,3	0,1	-0,2	0,3	1,1	0,2
mag.	115,9	2,5	2,4	2,6	0,3	0,3	0,2	0,0	2,5	0,2
giu.	115,9	2,4	2,2	2,6	0,1	0,1	0,3	0,1	-0,7	0,3
lug.	115,7	2,3	2,1	2,7	0,1	0,2	-0,4	-0,2	0,6	0,2
ago.	115,9	2,3	2,1	2,7	0,3	0,1	-0,3	0,3	1,5	0,3
set. ³⁾	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici						
in perc. del totale ²⁾	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 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
2° trim.	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
2004 apr.	2,9	3,9	1,6	1,2	1,0	2,0	2,3	1,8	3,0	-1,7	2,2	4,8
mag.	3,1	3,9	1,7	2,1	0,9	6,7	2,3	1,8	2,9	-1,9	2,5	4,8
giu.	2,8	3,8	1,2	2,0	0,9	5,9	2,3	1,8	3,0	-2,0	2,5	5,0
lug.	2,6	3,8	0,7	1,8	0,7	5,9	2,5	1,9	2,9	-2,4	2,6	5,3
ago.	2,1	3,6	-0,2	2,1	0,9	6,5	2,5	2,0	2,9	-2,5	2,6	5,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati antecedenti il 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 ¹⁾		Prezzo del petrolio ²⁾ (euro per barile)
	Industria escluse le costruzioni								Costruzioni ³⁾	Industria manifatturiera				
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia								Beni energetici	Totale al netto dell'energia		
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli						
in perc. del totale ⁴⁾	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2000	100,0	5,3	2,5	5,0	0,6	1,6	1,4	1,6	16,4	2,5	4,8	51,9	20,4	31,0
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,2	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,0	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2003 3° trim.	103,2	1,1	0,5	0,0	0,3	1,2	0,6	1,3	3,1	1,9	0,4	-6,5	-5,8	25,1
4° trim	103,4	1,0	0,6	0,3	0,3	1,2	0,5	1,3	2,0	1,5	0,5	-4,2	-1,2	24,5
2004 1° trim.	103,9	0,2	0,8	1,0	0,3	1,1	0,4	1,3	-2,6	1,6	0,2	-2,5	9,8	25,0
2° trim.	105,3	2,0	1,6	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	.	2,5	28,8	20,9	29,3
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26,9	11,9	33,3
2004 apr.	104,9	1,4	1,5	2,3	0,5	1,4	0,6	1,6	1,2	-	1,7	23,1	19,7	27,6
mag.	105,5	2,4	1,6	2,8	0,6	1,4	0,6	1,6	5,4	-	2,8	35,9	21,1	30,9
giu.	105,5	2,4	1,9	3,3	0,7	1,6	0,6	1,8	4,4	-	2,9	27,8	21,9	29,3
lug.	106,0	2,9	2,2	4,2	0,8	1,6	0,8	1,7	5,2	-	3,2	24,9	18,0	30,7
ago.	106,4	3,1	2,3	4,8	0,9	1,4	0,8	1,5	5,4	-	3,5	25,5	11,0	34,1
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	30,5	6,9	35,0

3. Costo orario del lavoro ⁵⁾

	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	3,1	3,5	2,0	3,0	3,6	3,7	2,2
2001	103,5	3,6	3,7	3,0	3,4	4,0	3,2	2,6
2002	107,4	3,7	3,6	4,1	3,7	4,0	3,5	2,7
2003	110,4	2,8	2,7	3,2	2,9	3,3	2,7	2,4
2003 2° trim.	110,2	3,3	3,1	3,8	3,4	3,8	3,2	2,4
3° trim.	110,8	2,8	2,7	3,2	3,0	3,1	2,8	2,4
4° trim.	111,3	2,1	2,1	2,4	2,1	2,6	2,2	2,2
2004 1° trim.	112,1	2,7	2,7	2,7	3,0	3,0	2,6	2,3
2° trim.	112,7	2,2	2,3	2,1	2,6	2,3	2,2	2,2

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 12 e 13), Thomson Financial Datastream (colonna 14), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 5.1.2 e colonna 7 nella tavola 5.1.3) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 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 ¹⁾							
2000	100,0	1,4	0,8	-0,3	1,7	0,4	3,7	1,7
2001	102,6	2,6	2,4	2,7	3,9	0,9	3,2	2,8
2002	104,8	2,2	-0,5	0,9	2,7	1,9	3,7	2,3
2003	107,0	2,1	4,0	1,3	3,6	1,7	2,1	2,4
2003 2° trim.	107,2	2,5	5,8	2,6	3,6	2,1	2,6	2,3
3° trim.	107,4	2,4	6,0	1,9	3,9	1,3	1,4	3,2
4° trim.	107,3	1,6	3,4	0,4	3,5	2,0	2,0	1,6
2004 1° trim.	107,2	1,0	-4,2	0,8	2,6	0,4	1,3	1,6
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Redditi per occupato							
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,5	1,8	2,3	2,8
2001	102,8	2,8	1,8	2,6	3,0	2,7	2,4	3,1
2002	105,4	2,5	2,7	2,5	2,8	2,6	2,0	2,7
2003	107,9	2,4	2,2	3,3	3,3	1,9	2,0	2,3
2003 2° trim.	107,7	2,5	3,8	3,5	3,9	2,4	2,5	1,8
3° trim.	108,4	2,5	1,9	3,3	3,6	1,5	1,6	3,2
4° trim.	108,6	2,1	1,8	3,2	3,2	1,5	1,7	2,0
2004 1° trim.	109,3	2,1	-2,1	4,1	2,9	0,8	1,1	2,2
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Produttività del lavoro ²⁾							
2000	100,0	1,3	1,2	3,7	0,9	1,4	-1,3	1,1
2001	100,2	0,2	-0,5	-0,1	-0,9	1,8	-0,8	0,3
2002	100,5	0,3	3,2	1,6	0,1	0,7	-1,6	0,4
2003	100,8	0,3	-1,7	2,0	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
2003 2° trim.	100,5	0,0	-1,8	0,9	0,3	0,2	-0,1	-0,5
3° trim.	100,9	0,2	-3,9	1,4	-0,3	0,1	0,2	-0,1
4° trim.	101,2	0,5	-1,5	2,8	-0,3	-0,5	-0,3	0,4
2004 1° trim.	101,9	1,1	2,2	3,3	0,4	0,4	-0,2	0,7
2° trim.	102,3	1,8	4,3	5,5	0,8	1,0	0,2	1,1

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ³⁾	Importazioni ³⁾
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	1,4	2,6	2,2	2,6	2,7	5,0	8,4
2001	102,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,1	2,5	2,1	2,3	2,1	1,8	-0,3	-1,6
2003	107,2	2,1	1,8	2,0	2,2	1,3	-0,6	-1,2
2003 2° trim.	106,9	2,1	1,8	1,9	2,3	1,3	-0,8	-1,8
3° trim.	107,6	2,1	1,8	2,0	2,7	1,3	-0,7	-1,6
4° trim.	108,0	2,0	1,6	1,9	1,6	1,1	-0,7	-1,7
2004 1° trim.	108,5	2,0	1,5	1,6	1,6	1,7	-0,9	-2,4
2° trim.	109,2	2,1	2,0	1,9	1,5	2,8	0,4	0,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

1) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.

2) Valore aggiunto (a prezzi costanti) per occupato.

3) I deflatori delle importazioni e delle esportazioni si riferiscono a beni e servizi e includono il commercio tra i paesi dell'area dell'euro.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale ¹⁾		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2000	6.576,1	6.519,0	3.763,2	1.307,2	1.420,2	28,4	57,1	2.448,1	2.391,0
2001	6.842,9	6.729,4	3.923,2	1.371,4	1.443,7	-8,8	113,4	2.563,8	2.450,4
2002	7.075,9	6.892,8	4.037,0	1.443,6	1.430,3	-18,1	183,1	2.600,3	2.417,2
2003	7.255,9	7.104,5	4.159,7	1.500,7	1.440,7	3,4	151,4	2.588,5	2.437,2
2003 2° trim.	1.802,3	1.768,7	1.035,5	373,7	358,7	0,8	33,6	635,3	601,7
3° trim.	1.821,5	1.775,0	1.043,3	379,3	359,8	-7,3	46,5	651,4	604,9
4° trim.	1.835,3	1.795,3	1.048,2	378,5	364,0	4,6	39,9	655,4	615,5
2004 1° trim.	1.856,5	1.811,4	1.058,9	381,2	366,4	4,9	45,1	663,0	617,9
2° trim.	1.876,9	1.827,8	1.067,4	385,9	371,4	3,0	49,1	690,0	641,0
in percentuale del PIL									
2003	100,0	97,9	57,3	20,7	19,9	0,0	2,1	-	-
A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2003 2° trim.	-0,2	-0,1	0,0	0,5	-0,1	-	-	-0,8	-0,6
3° trim.	0,5	0,0	0,2	0,6	0,0	-	-	2,5	1,3
4° trim.	0,4	0,9	0,0	0,4	0,8	-	-	0,4	1,9
2004 1° trim.	0,6	0,2	0,6	0,1	-0,2	-	-	1,4	0,3
2° trim.	0,5	0,1	0,3	0,6	0,1	-	-	3,7	2,9
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2000	3,5	3,0	2,7	2,1	4,9	-	-	12,3	11,0
2001	1,6	1,0	1,9	2,5	-0,3	-	-	3,4	1,7
2002	0,8	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,7	0,3
2003	0,5	1,2	1,0	1,7	-0,6	-	-	0,1	2,1
2003 2° trim.	0,1	1,1	1,1	1,7	-0,3	-	-	-1,4	1,1
3° trim.	0,3	0,9	0,9	1,8	-0,3	-	-	0,1	1,5
4° trim.	0,7	1,4	0,6	1,5	-0,1	-	-	0,3	2,2
2004 1° trim.	1,3	1,1	0,9	1,6	0,5	-	-	3,5	2,9
2° trim.	2,0	1,3	1,1	1,7	0,7	-	-	8,1	6,5
contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali									
2000	3,5	2,9	1,5	0,4	1,1	-0,1	0,6	-	-
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,6	-	-
2002	0,8	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,2	0,6	0,4	-0,1	0,4	-0,7	-	-
2003 2° trim.	0,1	1,1	0,6	0,3	-0,1	0,2	-0,9	-	-
3° trim.	0,3	0,8	0,5	0,4	-0,1	0,1	-0,5	-	-
4° trim.	0,7	1,4	0,3	0,3	0,0	0,7	-0,7	-	-
2004 1° trim.	1,3	1,0	0,5	0,3	0,1	0,1	0,3	-	-
2° trim.	2,0	1,3	0,6	0,4	0,1	0,1	0,7	-	-

Fonte: Eurostat.

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

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)									
2000	6.087,6	145,8	1.368,6	337,3	1.278,4	1.651,1	1.306,4	212,6	701,1
2001	6.351,3	151,3	1.407,2	351,7	1.348,0	1.726,1	1.366,9	222,1	713,7
2002	6.568,7	149,1	1.433,2	363,8	1.386,8	1.800,3	1.435,6	231,8	739,0
2003	6.737,8	152,4	1.440,0	374,8	1.415,2	1.873,9	1.481,5	240,6	758,6
2003 2° trim.	1.674,0	37,5	355,5	93,4	353,0	466,1	368,5	60,3	188,6
3° trim.	1.692,9	38,4	360,0	94,0	356,0	471,3	373,1	60,5	189,1
4° trim.	1.703,0	38,9	363,2	95,4	356,9	475,4	373,3	60,4	192,6
2004 1° trim.	1.723,7	38,7	367,3	96,9	360,7	481,7	378,4	61,0	193,7
2° trim.	1.745,8	38,7	372,7	98,8	365,0	488,1	382,5	61,4	192,5
in percentuale del valore aggiunto									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,0	27,8	22,0	-	-
A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)									
variazioni percentuali sul trimestre precedente									
2003 2° trim.	-0,2	-2,0	-1,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,5	0,7
3° trim.	0,5	-0,9	0,9	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,5	0,1
4° trim.	0,3	1,4	0,6	0,0	-0,1	0,2	0,5	-0,4	0,7
2004 1° trim.	0,7	2,7	1,0	0,2	0,8	0,5	0,2	-0,2	0,2
2° trim.	0,7	-0,3	1,1	0,5	0,6	0,8	0,5	0,1	-1,7
variazioni percentuali sul periodo corrispondente									
2000	3,8	-0,4	4,3	2,7	4,5	4,5	2,7	7,1	1,9
2001	1,9	-1,1	0,3	-0,4	3,3	3,1	1,7	4,7	0,2
2002	0,9	1,0	0,2	-0,6	1,1	0,8	2,2	0,0	-0,4
2003	0,5	-3,6	0,0	-0,6	0,7	1,2	1,0	1,8	0,4
2003 2° trim.	0,2	-4,3	-1,1	0,1	0,6	0,9	0,8	2,6	0,9
3° trim.	0,4	-5,4	-0,6	-0,5	0,9	1,4	0,9	2,1	0,1
4° trim.	0,7	-2,4	0,7	-0,4	0,5	1,0	1,1	0,5	0,5
2004 1° trim.	1,2	1,2	1,2	0,2	1,5	1,3	1,1	0,4	1,7
2° trim.	2,2	3,0	3,6	0,4	2,0	2,0	1,5	0,0	-0,8
contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali									
2000	3,8	0,0	1,0	0,1	1,0	1,2	0,6	-	-
2001	1,9	0,0	0,1	0,0	0,7	0,8	0,3	-	-
2002	0,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2003 2° trim.	0,2	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	-	-
3° trim.	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,2	-	-
4° trim.	0,7	-0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	-	-
2004 1° trim.	1,2	0,0	0,3	0,0	0,3	0,4	0,2	-	-
2° trim.	2,2	0,1	0,8	0,0	0,4	0,5	0,3	-	-

Fonte: Eurostat.

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

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale	Industria escluse le costruzioni								Costruzioni	Industria manifatturiera	
		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
in perc. del totale ¹⁾	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	4,8	100,1	5,2	5,2	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,4	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,6	0,3	-2,0	0,8	1,3	0,7	0,3
2002	-0,4	100,0	-0,5	-0,7	0,2	-1,6	-0,4	-5,6	0,6	1,1	0,7	-0,7
2003	0,2	100,3	0,3	0,0	0,3	-0,1	-0,6	-4,3	0,1	2,9	-0,2	0,0
2003 2° trim.	-0,6	99,6	-0,8	-1,3	-0,8	-1,8	-1,5	-6,2	-0,6	2,0	0,8	-1,3
3° trim.	-0,4	100,1	-0,3	-0,6	-0,6	-1,3	0,1	-3,6	0,8	2,0	0,1	-0,5
4° trim.	1,0	101,2	1,4	1,3	1,7	1,8	-0,1	-1,6	0,1	2,7	0,4	1,4
2004 1° trim.	1,0	101,3	1,0	1,0	1,1	0,4	0,7	1,4	0,5	2,2	1,0	1,0
2° trim.	2,3	102,2	2,7	2,8	2,4	4,2	1,2	2,7	0,9	2,6	-1,1	3,0
2004 feb.	1,1	101,4	0,9	1,3	2,2	-0,3	0,4	1,0	0,3	0,4	4,2	1,1
mar.	1,2	101,7	1,7	1,1	0,2	1,7	1,6	1,9	1,6	4,9	-1,7	1,4
apr.	0,9	101,9	1,6	1,5	1,8	2,1	0,6	2,4	0,2	2,0	-2,8	1,7
mag.	2,9	102,5	3,6	3,7	2,9	5,2	2,3	4,5	1,9	3,7	-2,1	4,0
giu.	3,1	102,3	3,0	3,1	2,5	5,2	0,8	1,4	0,7	2,0	1,5	3,5
lug.	.	102,6	2,1	2,2	2,9	3,8	-0,5	1,1	-0,8	0,9	.	2,4
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2004 feb.	0,4	-	0,4	0,5	0,5	0,2	0,2	-0,4	0,3	2,3	0,9	0,5
mar.	0,0	-	0,2	0,0	-0,9	0,9	0,2	-0,1	0,3	0,2	-2,9	0,3
apr.	0,1	-	0,3	0,4	1,2	0,8	-0,1	0,6	-0,2	-1,9	-0,7	0,4
mag.	0,6	-	0,6	0,6	-0,1	1,1	0,2	0,1	0,2	0,5	-0,2	0,7
giu.	0,3	-	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,5	-1,2	-0,4	0,4	3,0	-0,2
lug.	.	-	0,3	0,4	0,8	0,6	0,1	1,4	-0,1	-0,8	.	0,4

4. Vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

	Vendite al dettaglio (destagionalizzate)								Immatricolazioni di nuove autovetture	
	A prezzi correnti		Prezzi costanti						Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
						Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	99,9	4,1	100,0	2,2	1,8	2,1	1,0	4,2	977	-1,8
2001	104,0	4,1	101,6	1,6	1,7	1,6	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	105,9	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	107,7	1,6	102,0	0,3	1,3	-0,6	-3,1	-0,2	912	-1,4
2003 2° trim.	107,6	1,8	102,3	1,1	1,6	-0,1	-1,8	0,2	892	-1,8
3° trim.	107,5	0,9	101,9	-0,4	1,2	-1,8	-5,0	-0,9	932	1,4
4° trim.	107,9	1,0	101,7	-0,3	-0,1	-0,5	-3,5	0,0	924	-2,4
2004 1° trim.	108,4	0,6	102,5	0,5	-0,1	0,0	-1,8	2,0	912	0,9
2° trim.	108,7	1,0	102,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	2,0	923	3,0
2004 mar.	108,1	0,4	101,5	0,5	0,2	-0,1	-3,6	1,5	911	-0,6
apr.	108,9	1,1	103,2	0,3	0,1	0,1	0,2	2,0	926	4,6
mag.	108,0	0,6	100,4	-2,1	-1,7	-2,1	-3,6	0,3	920	4,1
giu.	109,2	1,4	102,9	1,5	0,8	1,7	1,9	3,7	923	0,6
lug.	108,9	1,0	102,9	0,8	0,6	0,9	0,3	2,5	904	-1,7
ago.	109,2	1,9	101,5	-0,3	-1,6	0,9	.	.	871	-9,5

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

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

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Clima di fiducia delle famiglie ³⁾					
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata ^{3) 4)} (in perc.)	Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoc- cupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di rispar- mio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	114,1	4	2	4	16	84,5	1	4	1	1	2
2001	100,8	-9	-15	14	1	83,0	-5	2	-10	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,5	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2003 3° trim.	94,2	-11	-27	11	4	81,1	-17	-4	-20	38	-8
4° trim.	97,7	-7	-22	9	8	81,1	-16	-5	-17	33	-9
2004 1° trim.	98,8	-7	-21	10	11	80,7	-14	-4	-13	30	-9
2° trim.	100,0	-5	-16	8	10	81,1	-15	-3	-15	32	-8
3° trim.	100,5	-4	-12	8	9	.	-14	-4	-13	29	-8
2004 apr.	100,1	-5	-16	9	11	80,7	-14	-3	-14	31	-7
mag.	100,3	-5	-18	7	10	-	-16	-4	-16	33	-9
giu.	99,7	-4	-15	8	10	-	-14	-3	-14	31	-8
lug.	99,8	-4	-12	8	8	81,5	-14	-4	-14	30	-9
ago.	100,9	-4	-12	7	8	-	-14	-4	-14	30	-7
set.	100,7	-3	-12	8	10	-	-13	-3	-12	28	-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 ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	-5	-13	3	-2	-1	17	11	30	36	23	33
2001	-11	-16	-4	-7	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-27	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	11
2003 3° trim.	-21	-28	-15	-10	-15	17	1	5	-1	4	13
4° trim.	-20	-27	-11	-8	-12	15	3	10	6	11	15
2004 1° trim.	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	6	6	20
2° trim.	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	5	11	17
3° trim.	-16	-24	-7	-8	-10	14	0	11	5	11	18
2004 apr.	-17	-24	-9	-6	-7	15	4	11	6	11	16
mag.	-17	-22	-11	-7	-10	15	3	13	6	12	20
giu.	-15	-24	-6	-10	-14	16	0	10	4	11	15
lug.	-16	-25	-7	-9	-10	15	-1	11	6	12	16
ago.	-15	-24	-6	-7	-10	12	2	12	7	12	17
set.	-16	-22	-9	-9	-11	16	0	11	3	9	20

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,2	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	131,428	2,2	2,5	0,6	-1,5	0,6	1,9	3,1	5,9	1,6
2001	133,276	1,4	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,6	1,5	3,9	1,4
2002	133,978	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,153	0,1	0,1	0,2	-1,9	-2,0	-0,2	0,5	1,2	1,0
2003 2° trim.	134,079	0,2	0,2	0,1	-2,4	-2,0	0,2	0,4	1,0	1,3
3° trim.	134,114	0,2	0,1	0,4	-1,6	-2,0	-0,2	0,9	1,1	0,9
4° trim.	134,177	0,2	0,1	0,6	-0,8	-2,0	-0,3	1,1	1,2	0,6
2004 1° trim.	134,173	0,1	0,0	0,4	-1,0	-2,1	-0,1	1,0	1,2	0,4
2° trim.	134,327	0,1	0,0	0,9	-1,0	-1,8	-0,2	0,9	1,5	0,3
variazioni sul trimestre precedente (dest.)										
2003 2° trim.	0,142	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
3° trim.	0,035	0,0	-0,1	0,5	0,1	-0,5	-0,4	0,4	0,4	-0,1
4° trim.	0,063	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,6	-0,2	0,2	0,6	0,1
2004 1° trim.	-0,004	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,4	0,1	0,1	0,4	0,1
2° trim.	0,154	0,1	0,0	0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,2

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
	Milioni		Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale ²⁾	100,0		78,3		21,7		50,0		50,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	11,608	8,4	8,881	7,3	2,727	16,7	5,499	7,0	6,109	10,4
2001	11,084	8,0	8,539	7,0	2,546	15,8	5,338	6,7	5,746	9,7
2002	11,806	8,4	9,181	7,4	2,626	16,4	5,841	7,3	5,966	9,9
2003	12,536	8,9	9,796	7,8	2,740	17,2	6,295	7,9	6,241	10,2
2003 2° trim.	12,567	8,9	9,814	7,8	2,753	17,2	6,312	7,9	6,255	10,2
3° trim.	12,576	8,9	9,839	7,8	2,737	17,2	6,318	7,9	6,258	10,2
4° trim.	12,594	8,9	9,867	7,8	2,727	17,3	6,330	7,9	6,264	10,2
2004 1° trim.	12,637	8,9	9,879	7,8	2,758	17,5	6,349	7,9	6,288	10,2
2° trim.	12,733	9,0	9,957	7,9	2,776	17,6	6,400	8,0	6,332	10,3
2004 mar.	12,675	8,9	9,904	7,9	2,771	17,5	6,371	7,9	6,304	10,2
apr.	12,719	9,0	9,937	7,9	2,782	17,6	6,393	8,0	6,326	10,3
mag.	12,727	9,0	9,955	7,9	2,772	17,5	6,398	8,0	6,329	10,3
giu.	12,752	9,0	9,979	7,9	2,773	17,6	6,411	8,0	6,342	10,3
lug.	12,765	9,0	9,999	7,9	2,766	17,5	6,419	8,0	6,346	10,3
ago.	12,791	9,0	10,020	7,9	2,771	17,5	6,433	8,0	6,358	10,3

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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette			Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro		Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi	Imposte in conto capitale		
			Famiglie	Imprese										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	47,0	46,5	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,2	8,4	5,6	2,4	0,5	0,3	42,4
1996	47,9	47,4	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,5	0,3	43,1
1997	48,1	47,5	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,6	0,4	43,5
1998	47,5	47,1	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,4	0,3	43,3
1999	48,0	47,6	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,4	0,3	43,8
2000	47,8	47,3	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,4	0,3	43,6
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	9,3	2,2	13,9	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,8	0,5	42,4

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie ³⁾
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	52,2	47,7	11,2	4,8	5,8	26,0	22,7	2,3	0,6	4,5	2,7	1,8	0,1	46,4
1996	52,2	48,2	11,2	4,8	5,8	26,5	23,2	2,2	0,6	4,0	2,6	1,4	0,0	46,4
1997	50,8	47,1	11,1	4,7	5,2	26,1	23,1	2,1	0,6	3,7	2,4	1,3	0,1	45,6
1998	49,8	45,9	10,7	4,6	4,8	25,7	22,6	2,1	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	45,0
1999	49,3	45,3	10,7	4,7	4,3	25,6	22,5	2,0	0,5	4,0	2,5	1,5	0,1	45,0
2000	48,7	44,8	10,6	4,7	4,1	25,4	22,2	2,0	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,6
2001	48,8	44,7	10,5	4,8	4,0	25,4	22,3	1,9	0,5	4,1	2,6	1,5	0,0	44,9
2002	48,9	45,0	10,7	4,9	3,7	25,8	22,8	1,9	0,5	3,9	2,5	1,5	0,0	45,2
2003	49,3	45,3	10,7	4,9	3,5	26,2	23,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,8

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							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)	Consumi pubblici collettivi	
	1	2	3	4	5		7	8	9	10	11	12	13	14
1995	-5,2	-4,4	-0,5	-0,1	-0,2	0,6	20,4	11,2	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1996	-4,3	-3,8	-0,4	0,0	-0,1	1,5	20,5	11,2	4,8	5,1	1,9	2,4	8,6	11,9
1997	-2,7	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,5	20,2	11,1	4,7	5,0	1,8	2,4	8,4	11,8
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,5	19,9	10,7	4,6	5,0	1,8	2,4	8,2	11,7
1999	-1,3	-1,6	-0,1	0,1	0,1	3,0	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,6	4,7	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7
2001	-1,7	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,3	20,1	10,5	4,8	5,2	1,8	2,2	8,2	11,8
2002	-2,4	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,3	20,4	10,7	4,9	5,3	1,8	2,3	8,3	12,1
2003	-2,7	-2,2	-0,4	-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 (+) ⁵⁾

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-4,1	-0,9	-1,4	4,4	-0,6	6,0	2,2	-1,5	-2,8	7,1
2001	0,6	-2,8	-3,7	-0,4	-1,5	0,9	-2,6	6,4	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-3,7	-0,1	-3,2	-0,2	-2,3	2,8	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-4,6	0,4	-4,1	0,1	-2,4	0,8	-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 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le Amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle Amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.

6.2 Debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾				Altri creditori ³⁾
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1994	70,7	2,9	16,2	10,7	41,0	56,3	30,2	9,6	16,5	14,4
1995	74,9	2,8	17,9	10,1	44,1	58,7	32,8	8,7	17,1	16,3
1996	76,2	2,8	17,4	10,2	45,8	59,0	32,7	10,2	16,2	17,1
1997	75,5	2,7	16,3	9,0	47,4	56,8	31,0	11,8	13,9	18,8
1998	73,8	2,7	15,1	7,9	48,1	53,1	28,8	12,7	11,6	20,7
1999	72,9	2,9	14,3	6,8	49,0	48,5	27,1	9,7	11,7	24,4
2000	70,5	2,7	13,2	6,1	48,5	44,3	23,5	9,2	11,7	26,2
2001	69,6	2,7	12,5	6,3	48,1	42,2	22,2	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,7	48,1	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	7,4	49,3	38,8	20,7	7,3	10,8	31,9

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		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 ⁵⁾	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,4	7,2	17,9	27,1	25,8	68,4	2,3
1995	74,9	62,6	5,6	5,9	0,8	12,9	62,0	5,6	18,9	26,8	29,2	72,8	2,1
1996	76,2	63,9	6,0	5,7	0,5	12,2	64,0	5,3	20,5	25,9	29,8	74,0	2,1
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,4	4,6	19,8	25,9	29,8	73,3	2,2
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,9
1999	72,9	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,7	3,2	15,5	27,7	29,7	70,8	2,0
2000	70,5	59,2	6,0	5,0	0,3	8,3	62,2	2,8	15,3	28,3	26,9	68,7	1,9
2001	69,6	58,2	6,2	4,9	0,3	8,8	60,7	1,5	16,0	26,5	27,1	68,0	1,5
2002	69,4	57,9	6,4	4,8	0,3	9,1	60,3	1,6	16,8	25,3	27,3	68,0	1,4
2003	70,7	58,3	6,7	5,2	0,6	9,2	61,5	1,5	15,9	26,2	28,7	69,7	1,0

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	109,1	60,2	114,0	61,1	56,8	38,3	111,2	5,5	55,9	67,0	53,3	44,6
2001	108,1	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	67,1	55,8	43,8
2002	105,8	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	66,6	58,4	42,6
2003	100,7	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,4	54,1	65,1	60,3	45,6

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

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

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

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

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

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) ⁸⁾	Raccordo disavanzo – debito ⁹⁾											Altre variazioni in volume	Altro ¹¹⁾
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivaluta- zione	Effetti di cambio			
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli ¹⁰⁾	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismis- sioni	Apporti di capitale					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1995	7,7	-5,2	2,5	0,3	0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	0,2	0,4	-0,1	2,4	-0,6	
1996	3,9	-4,3	-0,5	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,2	
1997	2,3	-2,7	-0,4	-0,4	0,1	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	-0,5	-0,8	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,2	0,5	0,1	0,0	-0,7	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,0	0,4	
2000	1,1	0,1	1,2	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4	
2002	2,1	-2,4	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,4	
2003	3,1	-2,7	0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,4	

Fonte: BCE.

- 1) Dati parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [debito (t) - debito (t-1)] ÷ PIL (t).
- 2) Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 3) Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- 4) Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- 5) Le differenze tra le variazioni del debito aggregato, ottenuto come aggregazione del debito dei singoli paesi, e l'aggregazione delle variazioni del debito nei singoli paesi sono dovute alle variazioni dei tassi di cambio utilizzati per l'aggregazione prima del 1999.
- 6) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 8) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 9) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.
- 11) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale		Imposte in conto capitale		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 1° trim.	44,2	43,7	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,4
2° trim.	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,8
3° trim.	45,2	44,8	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,4
4° trim.	52,0	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 1° trim.	44,1	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2° trim.	48,3	47,8	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
3° trim.	44,9	44,5	12,2	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,2
4° trim.	51,3	50,8	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 1° trim.	43,0	42,6	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
2° trim.	47,7	47,3	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,1
3° trim.	44,4	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
4° trim.	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,5	0,3	45,4
2002 1° trim.	42,7	42,3	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2° trim.	46,5	45,9	12,9	12,9	15,8	2,1	1,4	0,6	0,4	42,0
3° trim.	44,5	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,6
4° trim.	50,7	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 1° trim.	42,7	42,3	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,5	0,2	39,3
2° trim.	47,2	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,7	1,4	42,8
3° trim.	43,9	43,4	11,1	13,0	15,9	1,9	0,6	0,5	0,3	40,2
4° trim.	51,1	50,0	13,5	14,8	16,8	3,2	0,7	1,1	0,3	45,4
2004 1° trim.	42,3	41,8	9,8	13,1	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,9
2° trim.	45,8	45,2	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,8

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

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 1° trim.	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
2° trim.	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,8
3° trim.	47,8	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
4° trim.	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 1° trim.	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,3	21,3	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
2° trim.	47,1	43,7	10,5	4,6	4,0	24,6	21,4	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
3° trim.	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,6	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
4° trim.	50,8	47,0	11,2	5,3	3,9	26,5	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 1° trim.	45,9	42,6	10,2	4,1	4,1	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,9	1,2
2° trim.	47,1	43,7	10,5	4,7	4,0	24,5	21,4	1,4	3,4	2,4	1,1	0,6	4,6
3° trim.	47,1	43,3	10,2	4,6	4,0	24,6	21,5	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,7	1,3
4° trim.	52,5	47,4	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	2,0
2002 1° trim.	46,5	43,1	10,5	4,2	3,9	24,6	21,6	1,2	3,4	2,0	1,4	-3,8	0,1
2° trim.	47,6	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
3° trim.	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	22,0	1,4	3,7	2,5	1,1	-3,2	0,5
4° trim.	52,2	47,7	11,4	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 1° trim.	47,2	43,7	10,5	4,3	3,7	25,2	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,8
2° trim.	48,2	44,7	10,7	4,8	3,5	25,7	22,3	1,4	3,5	2,4	1,1	-1,0	2,5
3° trim.	48,0	44,4	10,4	4,8	3,5	25,7	22,3	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,1	-0,7
4° trim.	52,6	47,8	11,3	5,8	3,3	27,5	23,9	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 1° trim.	46,7	43,3	10,4	4,2	3,4	25,3	22,0	1,0	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,0
2° trim.	47,4	44,1	10,6	4,6	3,3	25,5	22,3	1,3	3,4	2,4	0,9	-1,6	1,7

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

- 1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario non sono incluse. L'inclusione di tali transazioni porterebbe a un incremento sia delle entrate sia delle spese pari, in media, a circa lo 0,2 per cento del PIL. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.
- 2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti

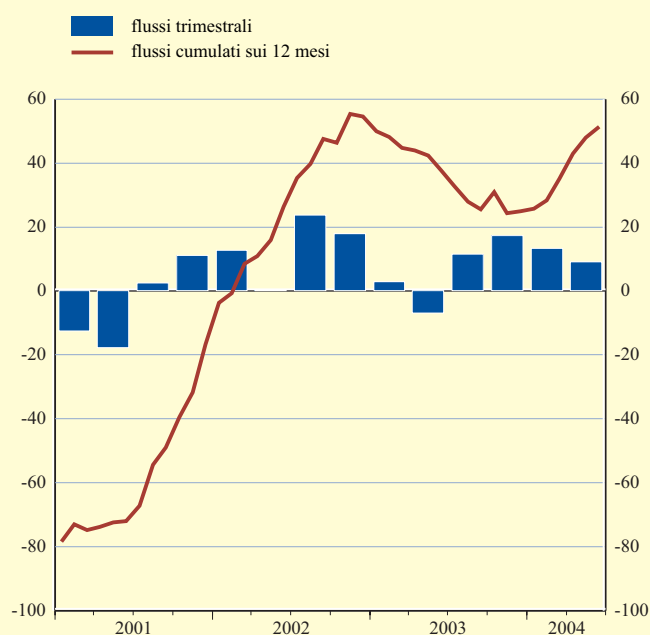
(miliardi di euro; transazioni nette)

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	24,9	108,5	15,6	-43,4	-55,9	13,4	38,3	-50,5	-13,1	17,6	-13,1	-71,7	29,8	12,2
2003 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.	17,3	30,7	4,3	-5,0	-12,7	7,4	24,7	-3,6	-9,6	10,5	-4,1	-13,9	13,6	-21,2
2004 1° trim.	13,3	28,1	-2,6	-5,2	-7,0	2,9	16,2	-14,0	-28,9	5,2	6,2	-6,0	9,4	-2,2
2° trim.	9,2	34,1	7,1	-15,1	-17,0	3,8	13,0	-14,8	-12,3	4,2	-1,5	-2,1	-3,1	1,9
2003 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.	8,0	13,4	2,0	-3,9	-3,5	1,2	9,2	-0,1	-9,2	34,1	1,6	-27,3	0,7	-9,1
nov.	3,3	8,7	0,6	0,4	-6,4	1,1	4,4	13,2	3,9	3,4	0,6	-0,2	5,5	-17,6
dic.	6,1	8,6	1,8	-1,5	-2,8	5,1	11,1	-16,7	-4,3	-27,0	-6,3	13,6	7,3	5,5
2004 gen.	-3,1	5,2	-2,0	-8,1	1,7	0,3	-2,8	-19,7	-10,6	-6,4	2,9	-2,7	-3,0	22,5
feb.	5,2	9,4	-0,4	0,9	-4,7	2,1	7,3	16,7	7,8	16,5	0,9	-17,2	8,6	-24,0
mar.	11,1	13,4	-0,2	1,9	-4,0	0,5	11,7	-11,0	-26,1	-4,9	2,4	13,8	3,7	-0,7
apr.	0,3	10,7	0,5	-6,7	-4,2	0,7	1,0	-8,5	-2,9	-3,0	0,0	0,2	-2,7	7,5
mag.	3,4	11,2	3,7	-5,8	-5,7	2,3	5,7	-7,1	-1,6	-24,0	-1,6	19,3	0,7	1,4
giu.	5,4	12,2	2,9	-2,6	-7,1	0,8	6,3	0,8	-7,8	31,2	0,1	-21,6	-1,1	-7,1
lug.	3,1	13,7	1,3	-5,6	-6,3	1,2	4,3	-11,8	-8,3	-30,5	-0,9	27,2	0,6	7,5
flussi cumulati sui 12 mesi														
2004 lug.	51,6	128,0	11,2	-31,5	-56,2	17,2	68,8	-45,1	-74,2	-35,9	-2,5	46,8	20,7	-23,7

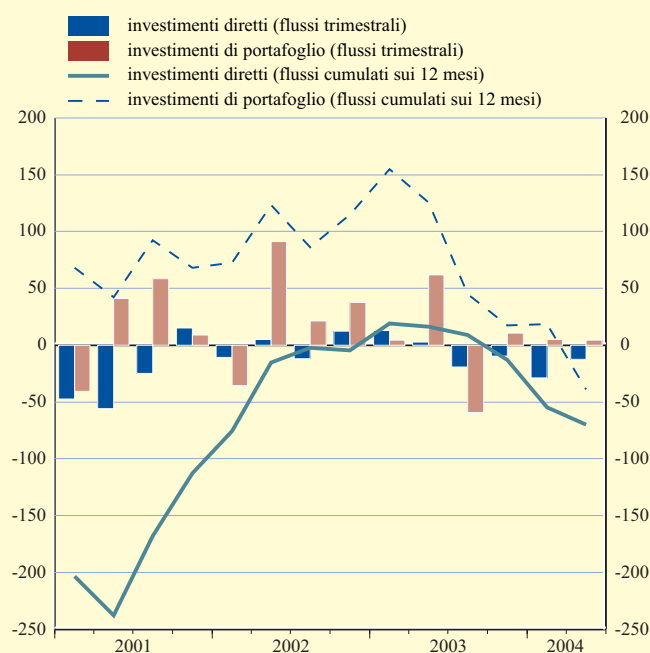
F27 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



F28 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

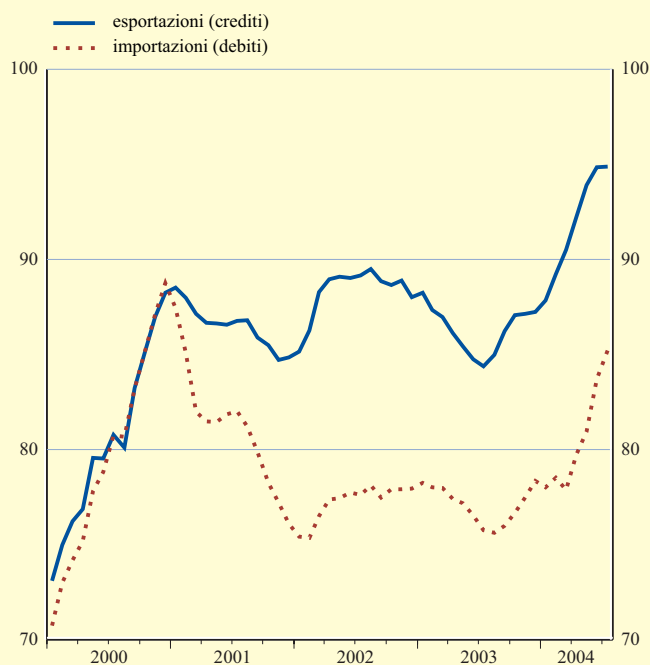
7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

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
2003 2° trim.	408,7	408,1	0,5	254,2	229,6	79,4	76,6	55,8	67,3	19,2	34,6
3° trim.	413,9	408,4	5,5	258,7	228,0	80,2	77,6	56,2	66,1	18,8	36,8
4° trim.	419,9	407,9	12,0	261,8	235,1	82,4	78,3	54,6	62,7	21,1	31,8
2004 1° trim.	432,2	415,7	16,5	271,5	233,6	83,3	81,7	57,3	64,1	20,2	36,3
2° trim.	446,7	431,4	15,3	284,6	251,1	84,5	80,4	57,5	67,4	20,1	32,5
2003 lug.	136,7	135,8	1,0	85,0	75,3	26,6	25,6	18,7	22,6	6,4	12,3
ago.	139,0	136,7	2,3	86,8	76,2	26,4	26,0	19,5	22,3	6,3	12,3
set.	138,2	136,0	2,2	86,9	76,5	27,1	26,0	18,1	21,3	6,1	12,2
ott.	139,2	132,7	6,5	87,5	77,4	27,7	25,9	17,6	21,3	6,4	8,1
nov.	139,8	137,4	2,4	87,0	78,5	27,6	26,9	18,5	19,9	6,7	12,2
dic.	140,9	137,8	3,1	87,3	79,2	27,1	25,5	18,5	21,5	8,1	11,6
2004 gen.	141,6	136,8	4,8	89,3	76,3	27,0	26,6	18,3	21,7	7,0	12,1
feb.	145,4	140,6	4,8	91,2	80,1	28,8	28,1	19,3	20,6	6,1	11,9
mar.	145,2	138,3	6,9	91,1	77,2	27,4	27,0	19,7	21,8	7,1	12,3
apr.	147,9	139,0	8,8	94,5	81,9	27,0	26,4	20,0	21,8	6,4	9,0
mag.	149,9	143,9	6,0	96,2	83,7	29,4	27,0	17,8	21,5	6,6	11,8
giu.	148,9	148,5	0,4	93,9	85,5	28,2	27,1	19,7	24,2	7,1	11,7
lug.	147,9	146,0	1,8	94,5	86,5	26,8	26,8	20,8	21,1	5,8	11,7

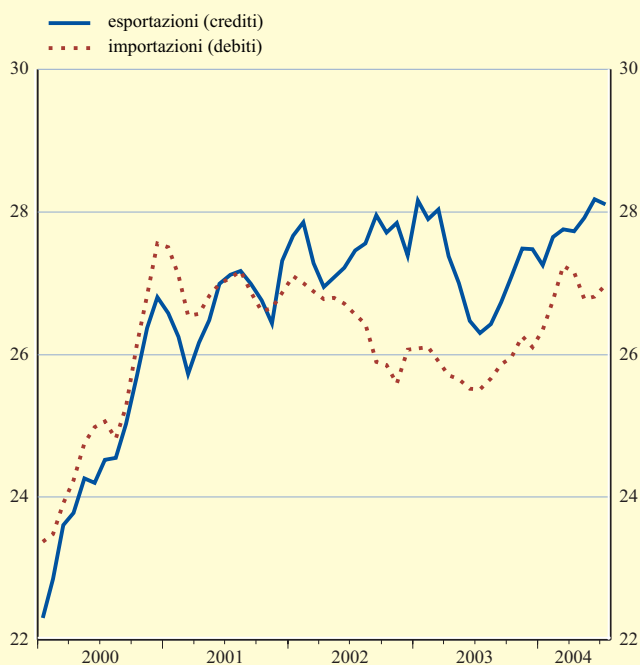
F29 Conto dei beni

(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 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11	Crediti 12	Debiti 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	1.664,1	1.639,3	24,9	1.036,2	927,7	326,0	310,3	221,2	264,6	80,8	136,6	23,2	9,8
2003 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.	431,7	414,3	17,3	271,4	240,7	84,4	80,1	56,6	61,5	19,4	32,1	9,2	1,9
2004 1° trim.	426,5	413,2	13,3	265,1	237,1	75,0	77,6	54,6	59,9	31,7	38,7	5,1	2,2
2° trim.	447,2	438,0	9,2	286,2	252,1	84,5	77,4	61,5	76,5	14,9	31,9	5,0	1,2
2003 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.	148,1	140,1	8,0	97,3	83,9	29,1	27,1	17,1	21,0	4,5	8,0	1,6	0,4
nov.	134,5	131,2	3,3	86,8	78,1	25,9	25,3	16,1	15,7	5,7	12,1	1,7	0,6
dic.	149,1	143,1	6,1	87,3	78,7	29,4	27,6	23,3	24,8	9,1	11,9	5,9	0,9
2004 gen.	138,5	141,6	-3,1	80,7	75,5	23,5	25,5	16,8	24,9	17,5	15,8	0,8	0,5
feb.	133,8	128,6	5,2	85,4	75,9	24,5	25,0	17,2	16,2	6,7	11,4	2,6	0,5
mar.	154,2	143,0	11,1	99,0	85,6	27,0	27,2	20,7	18,8	7,5	11,4	1,8	1,2
apr.	145,9	145,5	0,3	94,1	83,5	26,0	25,4	21,1	27,8	4,7	8,9	1,1	0,4
mag.	143,8	140,4	3,4	92,4	81,2	28,7	25,1	17,6	23,4	5,0	10,7	2,7	0,3
giu.	157,5	152,1	5,4	99,7	87,5	29,8	26,9	22,8	25,4	5,2	12,3	1,3	0,5
lug.	154,7	151,6	3,1	98,3	84,6	30,6	29,3	20,8	26,4	5,0	11,3	1,7	0,6

4. Conto dei redditi

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Totale				Totale		Investimenti diretti					
							Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Crediti 5	Debiti 6	Crediti 7	Debiti 8	Crediti 9	Debiti 10	Crediti 11	Debiti 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	221,2	264,6	14,7	5,7	206,5	259,0	51,7	54,8	42,1	46,0	9,6	8,8
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.	56,6	61,5	3,8	1,5	52,8	60,0	15,8	13,9	13,0	11,1	2,8	2,9
2004 1° trim.	54,6	59,9	3,6	1,2	51,1	58,7	13,4	10,9	10,4	8,8	3,0	2,1

	Redditi da capitale							
	Investimenti di portafoglio						Altri investimenti	
	Totale		Dividendi		Interessi		Crediti 19	Debiti 20
	Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18		
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	85,2	126,0	20,8	49,7	64,4	76,3	69,6	78,2
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.	21,2	26,3	4,7	9,7	16,6	16,6	15,7	19,8
2004 1° trim.	21,5	30,1	4,7	9,5	16,8	20,6	16,1	17,6

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	-118,6	-93,4	3,8	-97,2	-25,2	-0,1	-25,1	105,5	105,2	2,8	102,4	0,3	0,0	0,3
2003 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.	-27,2	-18,6	2,0	-20,6	-8,7	0,2	-8,8	17,6	29,8	0,4	29,4	-12,2	0,5	-12,7
2004 1° trim.	-25,9	-19,6	-6,6	-13,0	-6,3	-0,1	-6,1	-3,0	7,1	-0,6	7,7	-10,1	-0,3	-9,7
2° trim.	-20,8	-22,9	-3,1	-19,9	2,2	0,0	2,2	8,4	8,8	0,7	8,1	-0,4	0,0	-0,4
2003 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.	-11,1	-5,8	2,0	-7,8	-5,3	0,0	-5,3	1,9	6,0	0,1	5,9	-4,1	0,3	-4,4
nov.	0,6	4,1	-1,2	5,3	-3,5	0,1	-3,6	3,3	5,0	0,4	4,6	-1,8	0,1	-1,8
dic.	-16,8	-16,9	1,2	-18,1	0,1	0,1	0,1	12,5	18,8	-0,1	18,8	-6,3	0,1	-6,4
2004 gen.	-10,7	-5,3	-0,9	-4,5	-5,4	0,0	-5,4	0,1	6,7	0,2	6,5	-6,6	-0,1	-6,5
feb.	-5,5	-3,0	-1,2	-1,9	-2,4	0,0	-2,4	13,3	2,9	0,3	2,6	10,4	-0,1	10,5
mar.	-9,7	-11,3	-4,6	-6,6	1,6	-0,1	1,7	-16,4	-2,6	-1,2	-1,4	-13,8	-0,1	-13,7
apr.	-7,9	-3,1	-0,4	-2,7	-4,8	0,1	-4,8	4,9	1,6	0,2	1,4	3,3	0,0	3,2
mag.	-1,0	-7,4	0,2	-7,6	6,4	0,0	6,5	-0,6	3,6	0,4	3,2	-4,2	0,0	-4,2
giu.	-11,9	-12,5	-2,9	-9,5	0,6	0,0	0,6	4,1	3,6	0,1	3,5	0,5	-0,1	0,6
lug.	-11,3	-9,6	0,2	-9,8	-1,7	0,0	-1,7	3,1	5,1	0,2	4,9	-2,0	-0,1	-2,0

6. Investimenti di portafoglio distinti per strumento

	Totale		Azioni e altre partecipazioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività			Passività		
					Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	-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	-283,8	301,4	-67,7	103,6	-216,1	-172,8	-43,3	197,8	191,8	6,0
2003 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.	-64,3	74,8	-26,3	45,7	-38,0	-25,4	-12,6	29,1	34,6	-5,6
2004 1° trim.	-89,9	95,1	-31,3	19,9	-58,6	-46,4	-12,2	75,2	53,4	21,7
2° trim.	-61,2	65,4	-22,0	2,0	-39,2	-30,7	-8,5	63,4	64,4	-1,0
2003 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.	-33,6	67,7	-15,0	22,2	-18,7	-11,7	-6,9	45,6	27,0	18,6
nov.	-20,4	23,8	-3,6	11,3	-16,7	-15,0	-1,7	12,4	12,8	-0,4
dic.	-10,3	-16,7	-7,7	12,2	-2,6	1,3	-3,9	-28,9	-5,1	-23,8
2004 gen.	-46,1	39,8	-10,4	1,1	-35,8	-18,8	-17,0	38,6	28,1	10,5
feb.	-18,3	34,8	-10,1	18,1	-8,2	-3,2	-5,0	16,7	16,3	0,4
mar.	-25,4	20,5	-10,8	0,7	-14,6	-24,4	9,7	19,8	9,0	10,9
apr.	-29,8	26,8	-2,5	-12,9	-27,3	-8,7	-18,6	39,7	27,2	12,5
mag.	-18,7	-5,2	-4,5	-0,2	-14,2	-16,7	2,4	-5,0	12,6	-17,6
giu.	-12,6	43,8	-15,0	15,1	2,3	-5,3	7,6	28,7	24,7	4,1
lug.	-33,0	2,5	-2,9	9,1	-30,1	-12,3	-17,8	-6,6	-3,2	-3,4

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									
						Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Ammini-strazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Ammini-strazioni 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	-54,7	-2,6	-52,1	-2,2	-45,4	-125,1	-0,2	-124,9	0,2	-42,6	-0,9	0,6	-1,5
2003 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	-22,7	-0,4	-22,3	-0,4	-6,9	-18,1	-0,1	-18,0	-0,2	-13,1	0,7	1,3	-0,6
2004 1° trim.	0,0	-6,0	-25,3	-0,9	-24,4	-0,5	-25,8	-20,1	-0,6	-19,5	-0,2	-7,3	-4,7	-1,1	-3,6
2° trim.	0,0	-14,9	-7,1	.	.	0,4	-8,1	-23,0	.	.	0,0	-11,2	2,7	.	.
2003 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	-10,3	-	-	-0,4	-1,7	-9,7	-	-	-0,1	-4,1	-2,8	-	-
nov.	0,0	1,4	-5,1	-	-	0,0	-8,1	-6,8	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
dic.	0,0	-0,3	-7,4	-	-	0,0	2,9	-1,7	-	-	0,0	-6,4	2,5	-	-
2004 gen.	0,0	-3,4	-7,0	-	-	0,0	-13,0	-5,8	-	-	0,1	-15,0	-2,1	-	-
feb.	0,1	-3,1	-7,0	-	-	0,0	-1,2	-2,0	-	-	-0,2	-3,6	-1,2	-	-
mar.	0,0	0,5	-11,3	-	-	-0,4	-11,6	-12,3	-	-	0,0	11,2	-1,4	-	-
apr.	0,0	-1,1	-1,4	-	-	0,2	-3,0	-5,9	-	-	0,0	-15,6	-3,0	-	-
mag.	0,0	-4,2	-0,3	-	-	0,2	-4,8	-12,0	-	-	-0,2	0,5	2,2	-	-
giu.	0,0	-9,6	-5,3	-	-	0,1	-0,3	-5,0	-	-	0,2	3,9	3,5	-	-
lug.	0,0	-9,0	-6,2	-	-	-0,3	-11,1	-0,9	-	-	0,3	-17,7	-0,4	-	-

8. Altri investimenti: scomposizione per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Banconote, monete e depositi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
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	-236,5	164,9	-0,8	12,0	-1,3	-	-3,6	-152,8	133,8	-55,6	56,9	-97,2	76,9	-81,6	-	22,6
2003 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.	-73,2	59,3	-0,7	-0,6	2,7	-	-4,6	-71,5	53,8	-16,6	18,2	-54,8	35,6	-3,7	-	10,7
2004 1° trim.	-180,8	174,8	-0,6	-1,2	-0,3	-0,2	-6,4	-158,9	158,9	-20,3	3,0	-138,6	155,9	-20,9	-18,5	23,4
2° trim.	-22,9	20,9	0,4	1,9	-4,2	-3,9	1,8	-8,7	24,3	-8,2	2,9	-0,6	21,4	-10,4	7,0	-7,2
2003 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.	-51,4	24,1	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,7	25,7	-5,8	-2,0	-34,9	27,8	-11,6	-	-0,5
nov.	-35,7	35,5	0,4	-2,8	1,1	-	1,5	-34,7	27,9	-6,0	10,0	-28,7	17,9	-2,4	-	8,9
dic.	13,9	-0,3	-0,9	1,3	0,5	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,8	-10,0	10,3	-	2,3
2004 gen.	-71,2	68,5	-0,4	2,6	-1,5	-1,5	-4,5	-63,0	76,9	-4,8	5,3	-58,2	71,6	-6,2	-4,8	-6,4
feb.	-29,3	12,1	-0,3	-4,3	1,8	1,6	-0,3	-25,1	17,0	-8,7	0,0	-16,4	17,0	-5,7	-5,3	-0,3
mar.	-80,3	94,2	0,0	0,5	-0,5	-0,3	-1,5	-70,8	65,1	-6,8	-2,3	-64,0	67,4	-9,0	-8,5	30,2
apr.	-55,5	55,6	0,6	0,6	-1,0	-0,8	-0,2	-53,1	55,3	-8,3	-2,1	-44,9	57,4	-1,8	5,4	-0,1
mag.	13,3	6,0	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,5	16,4	10,8	1,9	2,8	14,5	7,9	-3,1	3,9	-5,2
giu.	19,2	-40,8	0,0	1,4	-3,4	-3,3	1,6	28,0	-41,7	-1,8	2,2	29,9	-43,9	-5,5	-2,4	-1,9
lug.	56,8	-29,6	-0,3	1,8	-0,4	-0,6	-0,4	47,3	-12,2	6,9	-6,5	40,4	-5,7	10,2	4,7	-18,7

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

9. Altri investimenti: scomposizione per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Attività						Passività	
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-1,2	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,2
2003	-0,8	0,0	12,1	0,0	-0,1	-0,4	-	-	-0,9	0,0	-3,9	0,3
2003 1° trim.	-0,6	0,0	2,0	0,0	0,0	-1,2	-	-	-0,5	0,0	-8,2	-0,1
2° trim.	0,2	0,0	4,9	0,0	0,0	-1,7	-	-	-0,3	0,0	3,6	0,3
3° trim.	0,3	0,0	5,8	0,0	0,0	-0,1	-	-	-0,2	0,0	4,8	0,5
4° trim.	-0,7	0,0	-0,6	0,0	0,0	2,7	-	-	0,1	0,0	-4,1	-0,4
2004 1° trim.	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,8	0,0	-6,1	-0,3

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività						Passività	
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2001	-215,1	-14,0	222,2	10,2	-3,5	-30,2	-	-	-8,9	1,3	18,7	5,2
2002	-162,2	-3,8	30,6	-2,8	-3,5	-58,4	-	-	-1,5	-3,0	25,9	5,9
2003	-150,7	-2,1	136,5	-2,7	-4,8	-63,8	-	-	-13,0	7,9	13,7	1,0
2003 1° trim.	-63,8	-1,9	59,7	0,5	-1,3	-47,9	-	-	-5,8	5,1	22,7	1,2
2° trim.	-103,9	0,7	28,5	-1,6	-1,1	-18,5	-	-	-7,5	-0,2	-7,2	6,4
3° trim.	87,9	-0,2	-5,7	-1,3	-1,3	4,7	-	-	0,9	0,9	-11,5	-5,4
4° trim.	-70,9	-0,6	54,0	-0,2	-1,1	-2,1	-	-	-0,5	2,1	9,7	-1,1
2004 1° trim.	-156,4	-2,6	157,4	1,6	-2,8	-16,3	2,2	-18,5	-1,7	4,9	18,2	0,4

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	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	17,8	0,6	-1,0	-4,2	22,5	10,0	-5,3	-1,1	20,4	-1,6	0,0	0,0
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	29,8	1,7	0,0	-1,6	29,7	-1,8	1,6	0,0	22,6	7,3	0,1	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	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 1° trim.	9,4	-0,1	-0,1	0,7	8,8	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0

Fonte: BCE.

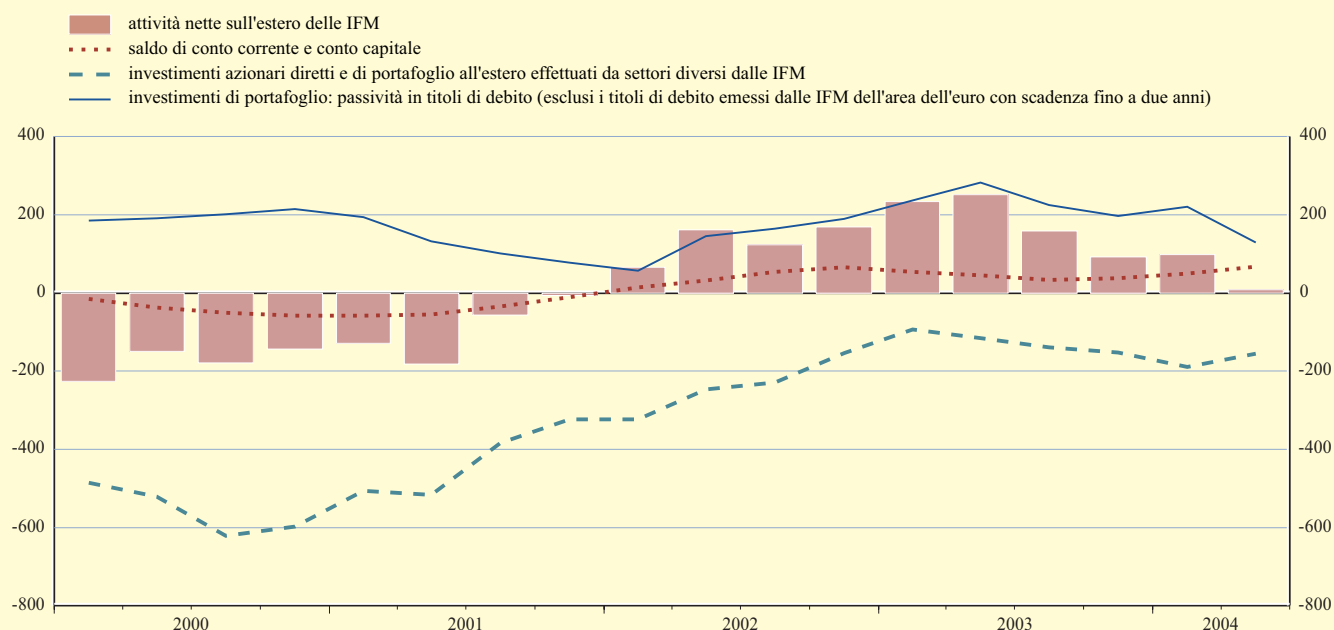
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; transazioni)

	Voci di bilancia dei pagamenti che controbilanciano le variazioni nella controparte estera di M3											Per memoria: transazioni nella controparte estera di M3
	Saldo di conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio			Altri investimenti		Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni	Totale delle colonne da 1 a 10	
		All'estero da residenti (istituzioni diverse dalle IFM)	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Titoli di debito ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	-10,1	-296,8	203,2	-175,6	172,3	78,5	-39,7	24,7	-0,9	44,3	-0,1	-6,9
2002	65,4	-136,4	146,2	-121,5	52,0	190,3	-63,3	20,6	-10,8	0,4	143,0	168,5
2003	38,3	-122,3	105,5	-180,7	108,7	196,7	-83,0	19,0	-13,1	12,2	81,3	93,3
2003 2° trim.	-5,0	-34,9	32,5	-81,5	29,6	144,9	-29,2	2,8	-1,4	37,0	94,8	95,9
3° trim.	14,3	-30,8	13,5	-46,3	27,5	12,9	4,1	-10,7	-4,6	-13,6	-59,6	-56,5
4° trim.	24,7	-29,4	17,1	-40,1	42,1	20,4	-1,0	6,1	-4,1	-21,2	14,6	20,3
2004 1° trim.	16,2	-19,1	-2,7	-50,1	3,6	68,0	-21,2	17,1	6,2	-2,2	15,9	38,7
2° trim.	13,0	-17,7	8,5	-27,4	2,1	53,5	-14,6	-5,4	-1,5	1,9	12,3	5,4
2003 lug.	3,6	-8,5	5,9	-20,1	9,7	-14,6	-1,2	-7,8	-2,4	-4,0	-39,3	-38,5
ago.	4,8	-4,3	-0,8	-14,7	-1,1	-11,7	6,1	-1,1	-2,6	-10,7	-36,0	-31,9
set.	5,9	-18,1	8,3	-11,5	19,0	13,5	-0,8	-1,7	0,4	1,0	15,8	14,0
ott.	9,2	-13,1	1,6	-22,7	17,4	40,3	-10,5	-2,5	1,6	-9,1	12,1	11,5
nov.	4,4	1,7	3,2	-10,8	11,3	10,4	-1,4	10,4	0,6	-17,6	12,2	18,3
dic.	11,1	-18,0	12,3	-6,6	13,5	-30,2	10,8	-1,8	-6,3	5,5	-9,6	-9,5
2004 gen.	-2,8	-9,8	0,2	-14,9	-6,9	35,9	-7,8	-10,9	2,9	22,5	8,3	22,0
feb.	7,3	-4,3	13,4	-10,2	18,1	12,4	-3,9	-0,6	0,9	-24,0	9,1	8,6
mar.	11,7	-5,0	-16,3	-25,0	-7,5	19,7	-9,5	28,6	2,4	-0,7	-1,6	8,1
apr.	1,0	-7,6	4,9	-10,4	-15,7	32,6	-2,9	-0,3	0,0	7,5	9,2	6,2
mag.	5,7	-1,2	-0,6	-10,1	3,1	-6,8	-2,9	-4,7	-1,6	1,4	-17,6	-19,2
giu.	6,3	-9,0	4,2	-6,9	14,7	27,7	-8,9	-0,4	0,1	-7,1	20,8	18,4
lug.	4,3	-11,5	3,1	4,9	4,7	-6,0	9,8	-19,1	-0,9	7,5	-3,3	-0,8
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2004 lug.	68,8	-100,1	33,5	-139,0	70,3	137,7	-21,7	-4,1	-2,5	-23,7	19,3	45,6

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

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici 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	29,5	1.002,1	492,4	216,4	262,8	875,3	1.023,8	591,0	182,8	220,9	743,6	122,7
2001	6,1	-0,7	1.062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1.014,3	579,0	178,8	228,3	740,5	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,6	512,5	227,8	309,3	948,7	984,4	559,2	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,5	0,0	1.055,5	497,5	220,9	298,4	918,0	983,2	549,9	161,8	239,3	709,0	108,1
2003 1° trim.	-1,0	3,8	265,3	125,7	54,9	75,5	230,6	249,6	142,7	41,3	58,7	178,1	29,6
2° trim.	-5,9	-2,9	257,2	122,3	52,6	72,6	224,7	242,8	134,7	39,8	59,8	177,1	25,1
3° trim.	-2,5	-1,7	264,3	124,9	56,0	74,7	231,2	242,3	134,8	39,0	59,8	174,8	26,8
4° trim.	-0,7	0,9	268,6	124,7	57,4	75,7	231,4	248,5	137,7	41,7	61,0	179,1	26,7
2004 1° trim.	4,7	-0,3	276,7	130,1	58,2	75,3	241,2	249,5	136,6	40,9	61,8	181,3	26,1
2° trim.	11,7	8,6	285,9	134,1	58,9	78,6	246,0	261,1	143,8	43,2	61,4	184,7	29,3
2004 feb.	3,1	0,8	92,9	43,4	19,9	25,1	80,8	83,8	46,1	14,2	20,6	60,8	8,0
mar.	13,2	5,0	93,6	44,3	19,5	25,8	81,2	84,0	46,0	13,5	20,8	60,3	9,6
apr.	10,3	5,4	95,7	45,1	20,0	26,1	83,6	86,6	47,7	14,9	20,7	62,0	8,9
mag.	8,8	5,5	94,6	44,1	19,4	25,9	80,7	85,9	47,2	14,2	20,2	61,1	9,6
giu.	15,9	15,2	95,6	44,9	19,5	26,6	81,8	88,6	48,9	14,2	20,5	61,6	10,7
lug.	6,9	8,5	95,4	45,1	20,0	26,2	83,1	89,7	49,6	13,8	21,1	63,6	10,6
	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	100,0	99,9
2001	5,2	-0,8	105,0	102,1	108,3	108,0	105,5	98,9	99,2	96,3	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,5	108,0	105,1	105,7	115,3	108,3	98,5	98,9	90,2	104,4	96,7	100,6
2003	0,7	3,4	108,7	105,1	106,7	114,7	108,6	101,6	99,9	95,1	110,0	99,6	103,2
2003 1° trim.	1,9	4,1	107,9	104,6	104,3	114,9	107,5	100,3	99,3	95,6	106,9	98,5	96,4
2° trim.	-2,2	2,4	106,1	103,4	102,1	111,8	106,3	101,6	99,8	94,0	110,0	99,7	103,5
3° trim.	0,6	1,8	109,4	106,1	108,8	115,2	109,9	100,9	99,3	92,1	110,2	98,7	108,3
4° trim.	2,7	5,0	111,6	106,2	111,7	116,8	110,6	103,6	101,2	98,7	113,1	101,6	104,6
2004 1° trim.	7,8	4,6	115,8	111,5	114,6	116,9	115,8	105,2	100,6	99,2	115,8	103,7	100,7
2° trim.	11,6	5,4	117,9	113,4	115,3	119,8	116,8	106,1	100,5	102,9	114,1	103,8	101,2
2004 feb.	6,8	6,4	117,2	112,0	117,3	116,9	116,8	106,5	102,1	103,5	116,0	104,7	93,3
mar.	15,9	8,7	117,3	113,4	115,9	120,1	116,7	105,7	100,4	98,1	116,7	103,1	109,2
apr.	11,3	6,0	118,9	115,0	117,4	119,9	119,4	107,5	102,2	107,0	116,7	105,3	97,6
mag.	8,8	1,2	117,1	111,9	114,1	118,1	115,0	105,0	98,8	101,5	112,8	103,0	101,5
giu.	14,6	9,2	117,6	113,1	114,3	121,4	116,1	105,9	100,4	100,1	112,9	103,2	104,6
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	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	88,6
2002	-0,9	-2,5	100,1	99,1	99,6	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	93,2	93,0	98,5	95,7	85,7
2003 1° trim.	-2,8	-0,3	98,2	97,6	97,4	100,0	98,0	97,2	97,2	94,5	99,4	97,3	100,1
2° trim.	-3,7	-5,2	96,8	96,1	95,3	98,8	96,6	93,3	91,4	92,6	98,5	95,5	78,9
3° trim.	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,7	96,1	93,8	91,9	92,6	98,3	95,2	80,5
4° trim.	-3,3	-3,9	96,1	95,4	95,0	98,6	95,6	93,7	92,1	92,5	97,8	94,9	83,3
2004 1° trim.	-2,9	-4,7	95,4	94,8	93,9	98,1	95,2	92,7	91,9	90,2	96,6	94,0	84,6
2° trim.	0,1	3,0	96,8	96,1	94,5	99,9	96,2	96,2	96,9	92,0	97,5	95,7	94,0
2004 feb.	-3,4	-5,2	94,9	94,4	94,1	97,8	94,8	92,3	91,6	89,9	96,4	93,7	83,9
mar.	-2,3	-3,4	95,6	95,2	93,1	98,1	95,4	93,1	92,9	90,3	96,8	94,4	86,1
apr.	-0,9	-0,6	96,4	95,6	94,5	99,3	96,0	94,5	94,7	91,6	96,5	95,0	89,2
mag.	0,0	4,2	96,8	96,1	94,5	100,0	96,2	96,0	96,9	91,6	97,5	95,7	92,6
giu.	1,1	5,5	97,3	96,7	94,5	100,2	96,6	98,1	98,9	92,8	98,5	96,3	100,3
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
	1	Regno Unito 2	Svezia 3	Danimarca 4	Altri 5	6	7	8	9	10	11	12
Esportazioni (f.o.b.)												
2000	1.002,1	189,1	39,4	23,5	97,2	63,9	172,5	34,4	153,6	56,4	47,0	125,1
2001	1.062,3	202,3	37,0	24,4	105,9	66,3	180,2	34,5	165,4	60,4	49,8	136,0
2002	1.083,6	205,7	37,1	25,3	112,1	64,0	184,1	33,0	170,2	59,5	43,4	149,2
2003	1.055,5	193,1	38,6	24,8	117,4	63,2	166,2	31,2	170,4	59,4	37,8	153,4
2003 1° trim.	265,3	49,1	9,6	6,3	28,4	16,5	43,1	7,8	42,7	14,7	10,4	36,8
2° trim.	257,2	47,0	9,5	6,1	29,2	15,6	40,3	7,6	41,4	14,5	9,5	36,6
3° trim.	264,3	48,0	9,7	6,3	30,2	15,3	41,4	7,8	43,3	15,3	9,1	38,1
4° trim.	268,6	49,1	9,8	6,1	29,6	15,8	41,4	8,1	43,0	14,9	8,9	41,9
2004 1° trim.	276,7	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,5	8,4	46,4	15,1	9,5	42,8
2° trim.	285,9	50,1	10,3	6,2	31,3	16,2	44,0	8,1	47,1	16,1	9,8	46,7
2004 feb.	92,9	16,9	3,3	2,0	10,4	5,1	14,3	2,8	15,6	4,9	3,1	14,5
mar.	93,6	16,1	3,4	2,0	10,5	5,2	14,5	2,8	15,3	5,0	3,1	15,6
apr.	95,7	16,8	3,4	2,1	11,1	5,5	14,8	2,7	15,8	5,5	3,2	14,7
mag.	94,6	16,5	3,5	2,0	10,5	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
giu.	95,6	16,8	3,4	2,1	9,7	5,4	14,7	2,8	15,8	5,7	3,2	16,0
lug.	95,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2003	100,0	18,3	3,7	2,4	11,1	6,0	15,7	3,0	16,1	5,6	3,6	14,5
Importazioni (c.i.f.)												
2000	1.023,8	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,1	73,8	40,3	133,2
2001	1.014,3	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,2	74,0	40,9	140,1
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,6	52,7	204,7	67,8	39,4	140,4
2003	983,2	137,8	36,7	23,0	101,9	50,4	110,3	51,9	215,5	68,5	39,5	147,6
2003 1° trim.	249,6	35,8	9,2	5,9	24,6	13,1	28,4	13,3	53,4	18,4	9,7	37,7
2° trim.	242,8	34,3	9,1	5,8	25,3	12,5	28,1	13,2	52,9	16,9	9,7	35,1
3° trim.	242,3	33,7	9,1	5,6	25,1	12,4	27,2	12,6	53,0	16,7	9,7	37,3
4° trim.	248,5	34,0	9,3	5,7	26,9	12,4	26,6	12,8	56,3	16,5	10,5	37,5
2004 1° trim.	249,5	33,4	9,3	5,9	27,0	12,7	26,1	13,3	55,2	16,4	10,6	39,6
2° trim.	261,1	34,1	9,6	5,7	26,1	13,2	29,7	12,6	62,5	16,9	10,6	40,0
2004 feb.	83,8	11,3	3,2	2,0	9,1	4,3	8,8	4,4	18,6	5,2	3,5	13,5
mar.	84,0	10,9	3,1	2,1	9,0	4,2	8,6	4,5	18,9	5,7	3,6	13,3
apr.	86,6	11,2	3,1	1,9	9,7	4,4	10,2	4,3	20,3	5,2	3,7	12,7
mag.	85,9	11,3	3,2	1,9	8,5	4,4	9,8	4,2	20,6	5,6	3,4	13,1
giu.	88,6	11,6	3,3	1,9	7,9	4,4	9,7	4,2	21,6	6,2	3,5	14,3
lug.	89,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,0
Saldo												
2000	-21,7	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,5	-17,3	6,7	-8,1
2001	48,0	47,8	1,4	2,3	17,0	13,4	41,5	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-4,1
2002	99,2	56,0	1,5	2,4	18,6	11,9	58,5	-19,6	-34,5	-8,3	4,0	8,7
2003	72,3	55,4	1,9	1,8	15,5	12,8	55,9	-20,7	-45,1	-9,1	-1,7	5,8
2003 1° trim.	15,7	13,3	0,4	0,4	3,8	3,4	14,7	-5,6	-10,7	-3,7	0,6	-1,0
2° trim.	14,5	12,7	0,4	0,4	3,9	3,0	12,2	-5,6	-11,5	-2,4	-0,2	1,5
3° trim.	22,0	14,3	0,5	0,7	5,1	2,9	14,2	-4,8	-9,8	-1,4	-0,6	0,8
4° trim.	20,1	15,0	0,5	0,4	2,7	3,4	14,8	-4,7	-13,3	-1,6	-1,6	4,4
2004 1° trim.	27,1	15,6	0,7	0,2	4,2	2,8	16,3	-4,9	-8,7	-1,3	-1,0	3,2
2° trim.	24,8	16,0	0,6	0,5	5,2	3,0	14,2	-4,6	-15,4	-0,8	-0,8	6,7
2004 feb.	9,1	5,6	0,1	0,0	1,3	0,8	5,6	-1,6	-3,0	-0,4	-0,4	1,0
mar.	9,7	5,2	0,2	-0,1	1,6	0,9	5,9	-1,7	-3,6	-0,7	-0,5	2,4
apr.	9,1	5,6	0,3	0,2	1,4	1,2	4,6	-1,6	-4,5	0,4	-0,4	2,1
mag.	8,7	5,1	0,2	0,1	2,0	0,9	4,7	-1,6	-5,1	-0,7	0,0	2,9
giu.	7,0	5,3	0,1	0,2	1,8	0,9	4,9	-1,4	-5,8	-0,5	-0,4	1,8
lug.	5,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5 e 12).

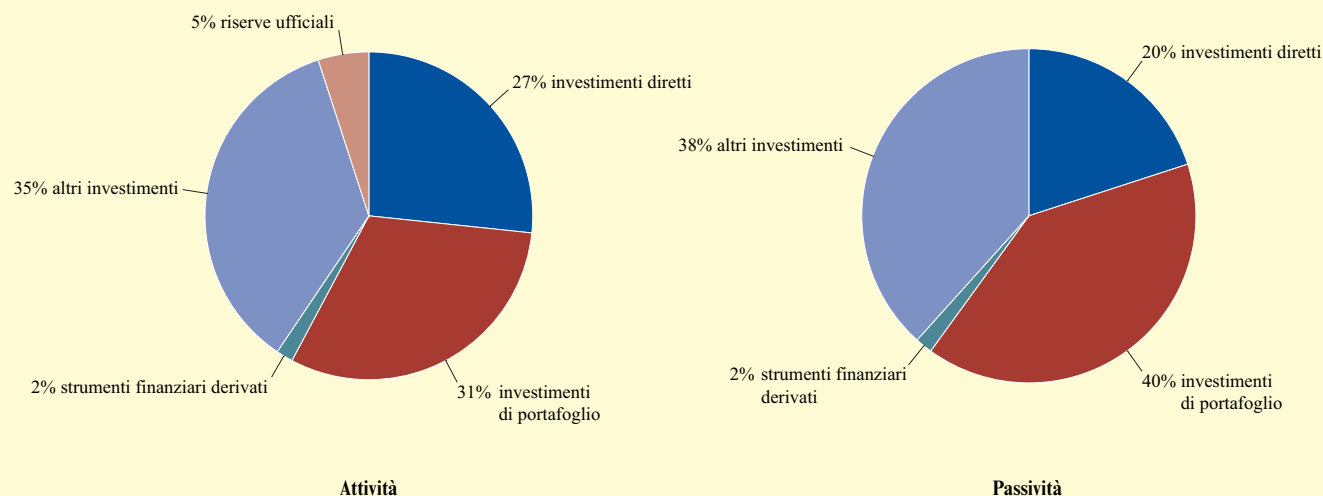
7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

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

1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'estero

	Totale	Totale in percentuale del PIL	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali
	1	2	3	4	5	6	7
Posizione patrimoniale netta verso l'estero							
1999	-318,5	-5,1	369,6	-892,8	16,0	-193,5	382,2
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-189,6	-2,8	496,4	-691,4	1,5	-388,8	392,7
2002	-289,6	-4,1	425,1	-756,3	-8,1	-316,4	366,1
Attività							
1999	5.796,6	92,5	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,7	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.537,2	110,1	1.897,0	2.521,3	108,4	2.617,9	392,7
2002	7.277,9	102,9	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
Passività							
1999	6.115,1	97,6	804,9	2.950,8	95,1	2.264,3	-
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	7.726,8	112,9	1.400,6	3.212,7	106,9	3.006,7	-
2002	7.567,5	106,9	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									
						Obbligazioni e notes					Strumenti del mercato monetario				
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
	1	2	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	6	7	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	11	12	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
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:		
														Attività	Passività	
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati				
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosistema															
2000 dic.	391,2	119,2	404,157	4,3	21,2	246,5	16,8	20,5	208,5	0,0	155,3	53,2	0,7	0,0	16,3	-21,7
2001 dic.	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002 dic.	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	117,1	41,7	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 ago. set. ott. nov. dic.	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
	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
	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
	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
	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. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago.	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
	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
	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
	303,9	128,0	393,536	4,7	23,7	147,5	10,5	26,5	110,8	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-12,7
	298,9	126,5	392,415	4,7	23,3	144,4	10,6	25,8	108,0	-	-	-	0,1	0,0	18,8	-9,3
	301,4	127,8	392,324	4,6	22,4	146,7	11,4	27,6	107,1	-	-	-	0,6	0,0	18,3	-10,2
	301,3	127,5	392,221	4,6	22,1	147,1	9,8	27,1	110,2	-	-	-	0,1	0,0	19,6	-9,5
	301,7	131,9	392,222	4,6	21,7	143,4	8,3	30,2	104,7	-	-	-	0,2	0,0	20,5	-8,7
		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 ago. set. ott. nov. dic.	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
	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
	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
	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
	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. feb. mar. apr. mag. giu. lug. ago.	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
	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
	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
	37,7	8,0	24,656	0,2	0,0	29,5	1,0	4,7	23,8	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-0,5
	37,4	7,9	24,656	0,2	0,0	29,2	1,4	5,5	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,6
	37,4	8,0	24,656	0,2	0,0	29,2	1,5	3,7	24,0	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,5
	38,0	8,0	24,656	0,2	0,0	29,8	1,4	4,6	23,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-1,0
	37,5	8,3	24,656	0,2	0,0	29,0	1,2	5,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	3,2	-0,9

Fonte: BCE.

TASSI DI CAMBIO

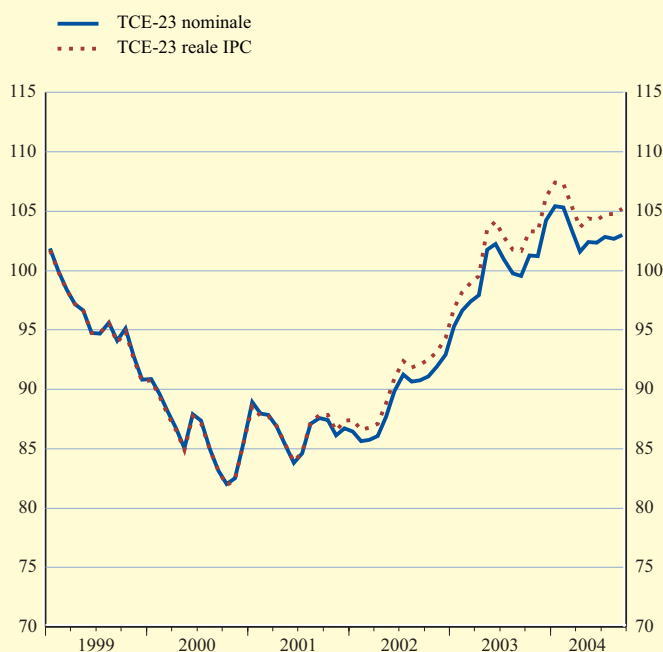
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-23						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	86,7	86,8	88,4	86,7	86,3	85,1	90,4	87,0
2002	89,2	90,3	91,9	90,2	88,5	88,2	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,0	99,4	106,6	101,6
2003 3° trim.	100,1	102,1	102,2	101,9	100,7	100,2	106,4	101,5
4° trim.	102,2	104,3	104,1	104,2	102,6	101,4	109,1	103,9
2004 1° trim.	104,7	106,7	106,4	106,8	105,5	103,9	111,6	106,1
2° trim.	102,1	104,1	103,6	104,4	103,8	101,1	109,2	103,7
3° trim.	102,8	104,9	104,6	.	.	.	110,1	104,4
2003 set.	99,6	101,7	101,5	.	.	.	105,9	101,1
ott.	101,3	103,3	103,1	.	.	.	108,0	102,9
nov.	101,2	103,3	103,2	.	.	.	108,0	102,9
dic.	104,2	106,2	105,9	.	.	.	111,2	105,9
2004 gen.	105,4	107,4	107,0	.	.	.	112,5	106,9
feb.	105,3	107,3	106,9	.	.	.	112,3	106,8
mar.	103,4	105,4	105,2	.	.	.	110,2	104,7
apr.	101,6	103,7	103,2	.	.	.	108,3	103,0
mag.	102,4	104,4	103,9	.	.	.	109,5	104,1
giu.	102,3	104,2	103,7	.	.	.	109,6	104,0
lug.	102,8	104,7	104,4	.	.	.	110,1	104,3
ago.	102,7	104,8	104,5	.	.	.	109,9	104,4
set.	103,0	105,2	104,9	.	.	.	110,3	104,7
variazione percentuale sul mese precedente								
2004 set.	0,3	0,4	0,4	.	.	.	0,3	0,3
variazione percentuale sull'anno precedente								
2004 set.	3,4	3,5	3,3	.	.	.	4,1	3,5

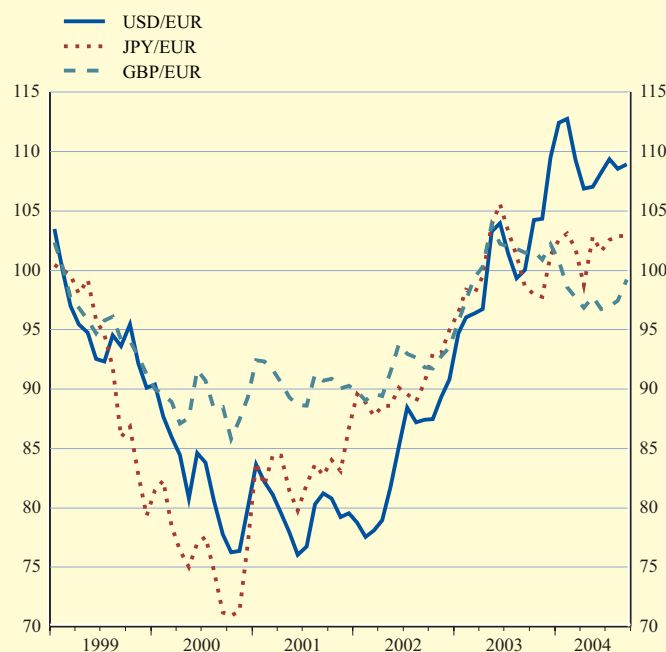
F33 Tassi di cambio effettivi

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



F34 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	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 astra- liano	Corona islandese	Dollaro neoe- 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 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
2° trim.	1,2046	0,66704	132,20	1,5374	9,1450	1.400,41	9,3925	7,4393	2,0518	1,6374	8,2634	1,6907	87,70	1,9180	7,9465
3° trim.	1,2220	0,67216	134,38	1,5363	9,1581	1.411,03	9,5310	7,4367	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226	87,48	1,8701	7,7869
2003 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
mag.	1,2007	0,67157	134,48	1,5400	9,1277	1.412,29	9,3618	7,4405	2,0541	1,6541	8,2074	1,7033	87,97	1,9484	8,1432
giu.	1,2138	0,66428	132,86	1,5192	9,1430	1.406,18	9,4648	7,4342	2,0791	1,6492	8,2856	1,7483	87,55	1,9301	7,8110
lug.	1,2266	0,66576	134,08	1,5270	9,1962	1.420,66	9,5672	7,4355	2,0995	1,6220	8,4751	1,7135	87,71	1,8961	7,5137
ago.	1,2176	0,66942	134,54	1,5387	9,1861	1.409,37	9,4968	7,4365	2,0886	1,6007	8,3315	1,7147	87,08	1,8604	7,8527
set.	1,2218	0,68130	134,51	1,5431	9,0920	1.403,06	9,5290	7,4381	2,0719	1,5767	8,3604	1,7396	87,65	1,8538	7,9943
	variazione percentuale sul mese precedente														
2004 set.	0,3	1,8	0,0	0,3	-1,0	-0,4	0,3	0,0	-0,8	-1,5	0,3	1,5	0,7	-0,4	1,8
	variazione percentuale sull'anno precedente														
2004 set.	8,9	-2,2	4,3	-0,3	0,3	7,4	9,1	0,1	5,8	2,9	2,0	2,5	-1,3	-3,6	-2,7

	Sterlina cipriota	Corona ceca	Corona estone	Fiorino ungherese	Litas lituano	Lat lettone	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Leu romeno	Lira turca
	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28
2001	0,57589	34,068	15,6466	256,59	3,5823	0,5601	0,4030	3,6721	217,9797	43,300	1,9482	26,004	1.102,425
2002	0,57530	30,804	15,6466	242,96	3,4594	0,5810	0,4089	3,8574	225,9772	42,694	1,9492	31,270	1.439,680
2003	0,58409	31,846	15,6466	253,62	3,4527	0,6407	0,4261	4,3996	233,8493	41,489	1,9490	37,551	1.694,851
2003 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
2° trim.	0,58480	32,022	15,6466	252,16	3,4528	0,6542	0,4255	4,6877	238,8648	40,076	1,9493	40,664	1.759,532
3° trim.	0,57902	31,593	15,6466	248,80	3,4528	0,6597	0,4266	4,4236	239,9533	40,020	1,9559	40,994	1.807,510
2003 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
mag.	0,58589	31,976	15,6466	252,91	3,4528	0,6557	0,4259	4,7209	238,7400	40,164	1,9464	40,554	1.818,487
giu.	0,58239	31,614	15,6466	253,02	3,4528	0,6565	0,4254	4,5906	239,3591	39,923	1,9547	40,753	1.814,266
lug.	0,58171	31,545	15,6466	249,89	3,4528	0,6596	0,4259	4,4651	239,9023	39,899	1,9558	40,962	1.784,116
ago.	0,57838	31,634	15,6466	248,85	3,4528	0,6586	0,4261	4,4310	239,9900	40,111	1,9559	40,946	1.799,918
set.	0,57696	31,601	15,6466	247,66	3,4528	0,6610	0,4277	4,3748	239,9677	40,049	1,9559	41,075	1.838,497
	variazione percentuale sul mese precedente												
2004 set.	-0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,4	0,4	-1,3	0,0	-0,2	0,0	0,3	2,1
	variazione percentuale sull'anno precedente												
2004 set.	-1,2	-2,3	0,0	-3,1	0,0	3,6	0,3	-2,0	2,0	-3,5	0,5	8,3	18,9

Fonte: BCE.

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	2,6	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	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004 1° trim.	2,0	0,7	0,6	1,0	4,3	-1,1	6,8	2,5	1,8	3,7	8,2	0,6	1,3
2° trim.	2,5	0,8	3,2	1,2	5,8	0,5	7,4	3,3	3,4	3,8	8,0	1,2	1,4
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,6	.	.	.
2004 mag.	2,6	1,1	3,7	1,2	6,1	1,0	7,8	3,1	3,5	3,9	8,2	1,5	1,5
giu.	2,7	0,9	4,4	2,4	6,1	1,0	7,5	3,2	4,3	3,9	8,1	1,2	1,6
lug.	3,1	1,1	4,0	2,9	6,7	1,8	7,2	3,1	4,7	3,7	8,3	1,2	1,4
ago.	3,2	0,9	3,9	2,8	7,8	2,2	7,2	2,5	4,9	3,7	7,0	1,2	1,3
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,4	.	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	-5,9	2,0	0,3	-2,4	-2,1	-2,0	-4,4	-6,4	-3,8	-2,8	-6,0	2,8	0,7
2002	-6,8	0,7	1,4	-4,6	-2,7	-1,5	-9,2	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	0,0	-1,7
2003	-12,6	0,3	3,1	-6,4	-1,5	-1,9	-6,2	-9,7	-3,9	-2,0	-3,7	0,3	-3,3
Debito lordo delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	25,3	49,2	4,4	64,3	14,9	22,9	53,5	62,2	36,7	28,1	48,7	54,4	38,8
2002	28,8	48,8	5,3	67,4	14,1	22,4	57,2	62,7	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,6	59,1	71,1	45,4	29,5	42,6	52,0	39,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 mar.	4,50	4,10	-	5,17	4,98	4,64	8,04	4,70	6,65	4,99	5,09	4,31	4,76
apr.	4,60	4,30	-	5,17	4,89	4,55	7,89	4,65	7,02	4,83	5,06	4,55	4,99
mag.	4,88	4,46	-	5,17	4,95	4,46	8,25	4,65	7,32	4,77	5,13	4,68	5,15
giu.	5,02	4,53	-	5,49	4,93	4,47	8,55	4,65	7,27	4,69	5,09	4,72	5,24
lug.	5,11	4,62	-	6,58	4,89	4,58	8,47	4,65	7,44	4,65	5,03	4,57	5,14
ago.	5,02	4,45	-	6,58	4,88	4,57	8,44	4,70	7,36	4,66	5,02	4,42	5,03
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 mar.	2,05	2,14	2,62	3,83	4,33	2,67	12,25	2,93	5,49	5,62	5,71	2,37	4,30
apr.	2,06	2,17	2,62	3,94	4,49	2,69	-	2,90	5,69	4,99	5,35	2,13	4,39
mag.	2,16	2,20	2,61	5,16	4,47	2,70	-	2,90	5,99	4,76	4,91	2,14	4,53
giu.	2,33	2,21	2,42	5,30	3,94	2,68	11,10	2,90	5,91	4,46	4,33	2,15	4,79
lug.	2,47	2,22	2,41	5,23	4,05	2,69	-	2,94	6,34	4,03	3,96	2,15	4,86
ago.	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,17	4,96
PIL a prezzi costanti													
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	1,8	1,3	3,4	4,4	2,1	1,8
2003	3,1	0,5	5,1	2,0	7,5	9,7	2,9	0,2	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2003 4° trim.	3,3	1,4	6,1	3,1	7,5	12,2	3,6	2,1	.	2,5	4,7	2,4	2,9
2004 1° trim.	3,1	1,5	7,0	3,6	8,8	7,1	4,2	2,3	.	3,8	5,5	2,8	3,4
2° trim.	.	2,5	.	4,1	7,7	7,5	4,0	-1,5	.	4,6	5,4	3,5	3,6
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2002	-5,7	2,1	-9,9	-4,7	-6,5	-4,8	-6,9	-0,9	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	2,7	-12,7	-3,4	-7,6	-6,5	-9,0	-5,4	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,7
2003 4° trim.	-10,0	1,5	-15,9	-4,9	-8,6	-9,5	-9,0	-9,1	-1,5	-2,3	-0,6	6,4	-1,7
2004 1° trim.	-2,4	3,1	-11,5	-12,6	-8,5	-8,9	-9,8	-7,0	-1,4	0,6	1,2	7,6	-1,0
2° trim.	-5,8	3,6	-20,4	-11,1	-16,7	-10,6	-10,3	0,1	-2,9	-2,6	-6,4	7,9	-2,8
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2002	-	1,8	4,1	-	-0,4	-1,2	9,0	-	-	6,0	4,4	0,8	3,4
2003	-	2,2	4,6	-	4,9	1,5	6,8	-	-	4,8	6,6	0,5	.
2003 4° trim.	-	1,0	2,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2004 1° trim.	-	2,1	4,7	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
2° trim.	-	1,0	4,8	-	-	.	-	-	-	-	-	-	.
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
2004 1° trim.	8,5	5,9	9,4	4,7	10,6	11,7	5,9	8,9	19,1	6,4	16,5	6,2	4,7
2° trim.	8,5	5,9	9,1	4,3	10,6	11,3	5,9	8,9	18,9	6,4	16,2	6,4	4,7
3° trim.	.	.	.	.	.	.	6,0	.	.	.	.	.	.
2004 mag.	8,4	5,9	9,1	4,2	10,6	11,3	5,9	8,9	18,9	6,3	16,3	6,6	4,7
giu.	8,5	5,9	9,0	4,4	10,6	11,2	5,9	8,8	18,8	6,3	16,1	6,4	4,7
lug.	8,5	5,8	8,8	4,5	10,6	11,2	5,9	8,7	18,8	6,2	15,9	6,3	.
ago.	8,5	.	8,7	4,5	10,6	11,0	6,0	.	18,7	6,2	15,7	6,2	.
set.	.	.	.	.	.	.	6,0	.	.	.	.	.	.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone

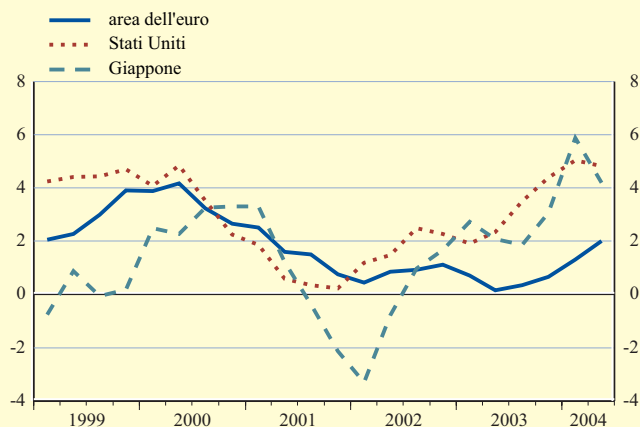
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ¹⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ²⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni ²⁾ (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio ³⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁴⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2000	3,4	4,3	3,7	4,8	4,0	9,4	6,53	6,03	0,9236	1,6	44,2
2001	2,8	0,2	0,8	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	43,4
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,6
2003	2,3	3,2	3,0	0,1	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,9
2003 3° trim.	2,2	3,1	3,5	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,1	47,4
4° trim.	1,9	3,5	4,4	1,7	5,9	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,9
2004 1° trim.	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,6	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,7
2° trim.	2,9	-2,5	4,8	5,9	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	1,75	4,29	1,2220	.	.
2004 mag.	3,1	-	-	6,2	5,6	6,0	1,25	4,70	1,2007	-	-
giu.	3,3	-	-	5,9	5,6	5,7	1,50	4,73	1,2138	-	-
lug.	3,0	-	-	6,1	5,5	4,6	1,63	4,48	1,2266	-	-
ago.	2,7	-	-	6,5	5,4	4,4	1,73	4,27	1,2176	-	-
set.	.	-	-	.	.	.	1,90	4,13	1,2218	-	-
Giappone											
2000	-0,7	-6,7	2,8	5,7	4,7	2,1	0,28	1,76	99,47	-7,5	126,9
2001	-0,7	4,4	0,4	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,3
2003	-0,3	-3,8	2,4	3,2	5,3	1,7	0,06	0,99	130,97	.	.
2003 3° trim.	-0,2	-1,5	1,9	1,0	5,2	1,8	0,05	1,19	132,14	.	.
4° trim.	-0,3	-4,3	3,1	4,2	5,1	1,5	0,06	1,38	129,45	.	.
2004 1° trim.	-0,1	-6,5	5,9	6,8	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
2° trim.	-0,3	-6,7	4,2	7,4	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,64	134,38	.	.
2004 mag.	-0,5	-4,5	-	4,6	4,6	2,0	0,05	1,49	134,48	-	-
giu.	0,0	-8,0	-	8,9	4,6	1,7	0,05	1,77	132,86	-	-
lug.	-0,1	.	-	5,7	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	-	-
ago.	-0,2	.	-	9,9	.	1,8	0,05	1,63	134,54	-	-
set.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,50	134,51	-	-

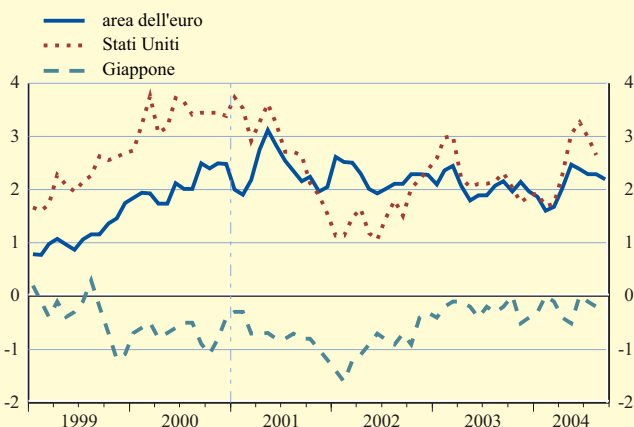
F35 PIL a prezzi costanti

(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.

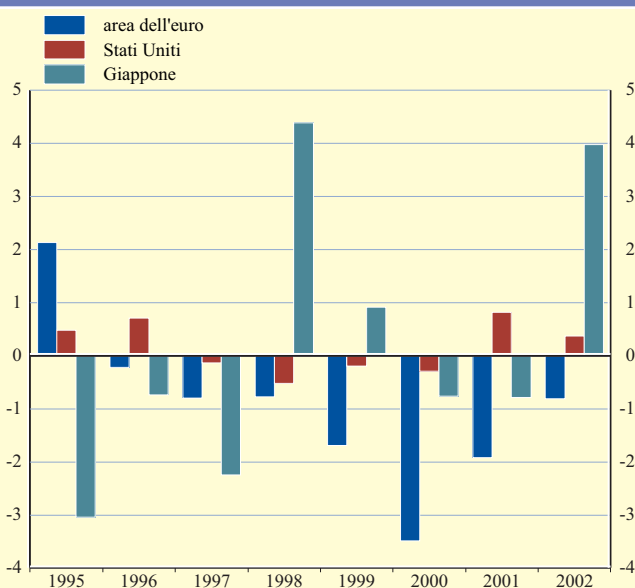
4) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone (in percentuale del PIL)

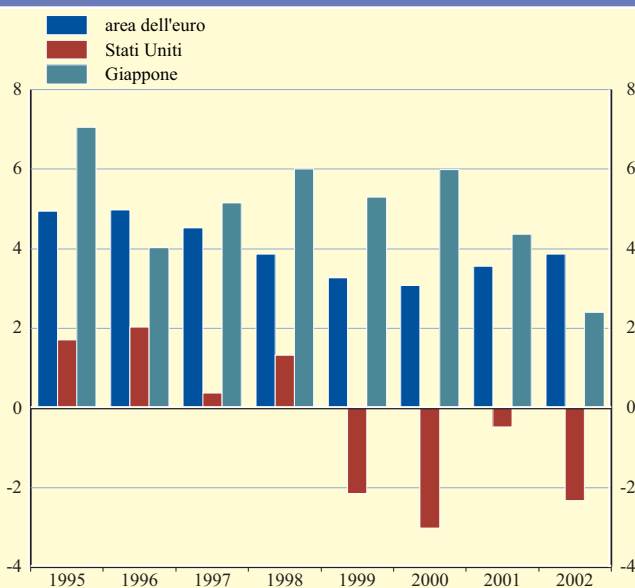
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie ¹⁾				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento ²⁾	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo ³⁾	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	9,0	12,3	7,5	12,6	2,4	12,6	2,8	11,1	5,8
2001	16,4	19,1	-3,7	8,0	8,4	1,8	7,6	0,9	1,8	12,7	5,3	10,7	5,8
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,2	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,8	4,3	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,6	8,5	2,7	0,9	13,1	7,6	10,7	8,2
2002 3° trim.	13,8	18,3	-4,4	7,3	7,2	0,8	7,9	0,6	-1,8	12,9	3,1	10,8	5,5
4° trim.	13,3	18,3	-4,7	7,1	7,0	5,4	8,3	4,3	0,7	12,9	3,3	10,5	8,0
2003 1° trim.	12,8	18,2	-5,0	6,9	6,9	3,6	7,8	2,4	1,0	12,8	7,2	10,2	9,3
2° trim.	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,8	8,5	4,0	2,0	13,1	11,2	10,5	12,5
3° trim.	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	4,2	8,7	2,1	0,3	13,3	8,6	11,2	6,9
4° trim.	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	4,7	9,1	2,5	0,3	13,3	3,7	10,7	4,1
2004 1° trim.	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,1	5,5	8,9	3,9	1,3	13,2	7,2	10,3	9,8
2° trim.	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,3	4,1	8,7	2,5	-0,1	13,3	7,3	10,2	8,4
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	-1,7	15,7	-7,4	-0,9	4,8	-0,2	8,5	-2,1
2003	.	24,1	.	.	.	3,2	.	-5,1	-0,2	.	-1,2	.	-0,8
2002 3° trim.	24,5	23,9	2,7	.	.	1,1	.	-10,0	-2,4	.	-8,1	.	-0,4
4° trim.	24,2	25,2	2,2	.	.	5,5	.	9,8	0,7	.	10,2	.	-1,7
2003 1° trim.	28,2	23,4	2,8	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,1	.	2,9
2° trim.	.	23,3	.	.	.	-25,8	.	-20,5	-0,9	.	4,1	.	-5,7
3° trim.	.	24,1	.	.	.	9,8	.	-5,5	-3,0	.	-5,5	.	1,1
4° trim.	.	24,9	.	.	.	11,5	.	6,5	1,2	.	8,7	.	-1,2
2004 1° trim.	.	23,8	.	.	.	11,3	.	0,6	-0,4	.	-7,6	.	2,6
2° trim.	.	23,1	.	.	.	-10,1	.	-12,3	-0,6	.	4,7	.	-5,9

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



F38 Saldo finanziario delle famiglie ¹⁾ (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	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei 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	S55
F28	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F29	Conto dei beni	S56
F30	Conto dei servizi	S56
F31	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S61
F32	Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2002	S64
F33	Tassi di cambio effettivi	S67
F34	Tassi di cambio bilaterali	S67
F35	PIL a prezzi costanti	S70
F36	Indici dei prezzi al consumo	S70
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F38	Saldo finanziario delle famiglie	S71



NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t , cioè a_t , può essere calcolato utilizzando la formula (g).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per

ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori 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 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, dun-

1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Monetary statistics*.

2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.

3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

que, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. 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:

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

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

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 escludo-

no riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

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 desta-

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area* dell'agosto 2000 e la sezione statistica del sito Internet della BCE (www.ecb.int) nella sottosezione *Monetary statistics*.

gionalizzazione per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I debiti del conto dei redditi e i trasferimenti correnti non subiscono alcuna correzione preliminare. La destagionalizzazione del conto corrente

totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.int.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 6 ottobre 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 osserva-

zioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre. Fino al dicembre del 2003 il periodo di mantenimento decorreva dal giorno 24 di ciascun mese fino al giorno 23 del mese successivo. I cambiamenti dell'assetto operativo annunciati dalla BCE il 23 gennaio 2003 sono stati implementati il 10 marzo del 2004. In seguito a tali cambiamenti, l'inizio dei periodi di mantenimento coincide con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Un periodo di mantenimento transitorio è stato in vigore nella fase dal 24 gennaio al 9 marzo del 2004.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se una istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999, al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto

corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la 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 Stati-*

stics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie ¹⁾ (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 ²⁾.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro, che comprendono le Amministrazioni pubbliche (S13 nel SEC 95), le società non finanziarie (S11) e le famiglie (S14), che includono anche le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie (S15). I dati, non

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

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

corretti per la stagionalità, riguardano gli importi delle consistenze e transazioni finanziarie, classificati in base al SEC 95, e illustrano i principali investimenti finanziari e le fonti di finanziamento dei settori non finanziari. Sul lato delle fonti di finanziamento (passività), i dati sono presentati per settore (secondo le definizioni SEC 95) e per scadenza originaria degli strumenti ("a breve termine" indica una scadenza originaria fino a un anno, "a lungo termine" una scadenza superiore a un anno). Ovunque possibile i dati dei finanziamenti ottenuti dalle IFM sono identificati separatamente. Le informazioni riguardanti gli investimenti finanziari (attività) sono al momento meno dettagliate di quelle sulle fonti di finanziamento dato che, in particolare, non è possibile ottenere una scomposizione per settore.

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

I dati trimestrali di queste tre sezioni sono basati sui conti finanziari nazionali trimestrali, sulle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli. Le sezioni 3.1 e 3.2 si riferiscono, inoltre, ai dati tratti dalle statistiche bancarie internazionali della BRI. Tutti i paesi dell'area dell'euro contribuiscono alle statistiche riguardanti il bilancio delle IFM e le emissioni di titoli, ma l'Irlanda e il Lussemburgo per il momento non forniscono dati trimestrali sui conti finanziari nazionali.

La sezione 3.4 riporta dati annuali sui risparmi, sugli investimenti (finanziari e non finanziari) e sulle fonti di finanziamento dei settori dell'area dell'euro nel suo complesso e separatamente per le società non finanziarie e per le famiglie. Questi dati annuali forniscono, in particolare, informazioni per settore più complete in merito all'acquisizione di attività finanziarie e sono coerenti con i dati trimestrali riportati nelle due sezioni precedenti.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono.

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono i titoli non azionari (titoli di debito) che sono riportate nelle tavole 4.1, 4.2 e 4.3 nonché le azioni quotate che sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta le emissioni, i rimborsi e le consistenze in essere di titoli per tutte le scadenze, con una scomposizione aggiuntiva di titoli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti.

Le colonne da 1 a 4 riportano le consistenze in essere, le emissioni lorde, i rimborsi e le emissioni nette per tutti i titoli denominati in euro.

Le colonne da 5 a 8 riportano le medesime voci per i titoli non azionari (titoli di debito) emessi da soggetti residenti nell'area. Le colonne da 9 a 11 le quote (in percentuale) di consistenze in essere, emissioni lorde, rimborsi e emissioni nette di titoli emessi in euro da residenti nell'area. La colonna 12 riporta le emissioni nette da parte di residenti nell'area di titoli denominati in euro.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere e emissioni lorde di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95³⁾. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere nella colonna 1 della sezione 4.2 sono identici ai dati riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con quelli relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (sezione 2.1, colonna 8).

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza e per settore emittente). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale acquista o dismette attività finanziarie e contrae o ripiana una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro 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 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 del-

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).

l'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 ⁴⁾. 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 ⁵⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

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 6.4 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 annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.4, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 ⁶⁾, 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. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle Amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 ⁷⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni 7.1, 7.2, 7.4 e 7.5) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7)⁸⁾ 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.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 7 fornisce una scomposizione settoriale dei soggetti residenti nell'area dell'euro che acquistano titoli emessi da non residenti. Al momento non è possibile, invece, ot-

tenere una scomposizione settoriale dei soggetti residenti emittenti di titoli acquistati da non residenti nell'area. Nelle tavole 8 e 9 la scomposizione in "prestiti" e "banconote, monete e depositi" è basata sul settore della controparte non residente, ovvero le attività nei confronti di banche non residenti vengono classificate come depositi mentre le attività nei confronti di altri settori non residenti vengono classificate come prestiti. Questa scomposizione segue la distinzione già effettuata in altre statistiche, come il bilancio consolidato delle IFM, ed è conforme al Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti.

La sezione 7.2 contiene una presentazione monetaria della b.d.p.: le transazioni di b.d.p. che riflettono transazioni nella contropartita estera di M3. I dati seguono le convenzioni di segno di b.d.p., ad eccezione di quelli relativi alle transazioni nella contropartita estera di M3 ricavati dalle statistiche bancarie e monetarie (colonna 12); per questi ultimi dati un segno positivo indica un incremento di attività o un decremento di passività. Tra le passività degli investimenti di portafoglio, le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza fino a due anni. Una specifica nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione

8) GU L. 131 del 28.5.2003, pag. 20.

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 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 effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of*

the euro, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

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

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

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

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'Eurosistema ¹⁾

3 GENNAIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

7 FEBBRAIO, 7 MARZO, 4 APRILE, 2 MAGGIO, 6 GIUGNO E 4 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

10 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre da 20 a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nella seconda metà del 2002. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

1° AGOSTO, 12 SETTEMBRE, 10 OTTOBRE E 7 NOVEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

5 DICEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale di 0,50 punti percentuali, al 2,75 per cento, con effetto dalla operazione con regolamento l'11 dicembre 2002. Decide, inoltre, di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2002.

In aggiunta, decide che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

9 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

23 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE e le pagine 231-233 del Rapporto Annuale 2001 della BCE.

dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Si prevede che queste misure divengano effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

6 FEBBRAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

6 MARZO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle 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, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE E 7 OTTOBRE 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 luglio e settembre 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.
Andamenti della produttività del lavoro nell’area dell’euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, luglio 2004.
Analisi della resilienza del settore bancario dell’Unione europea dal 2000, luglio 2004.
La costituzione europea e la BCE, agosto 2004.
Proprietà e utilizzo dei conti trimestrali delle Amministrazioni pubbliche, agosto 2004.
Banconote in euro: primi anni di esperienza, agosto 2004.
Analisi monetaria in tempo reale, ottobre 2004.
L’integrazione economica in alcune regioni al di fuori della unione europea, ottobre 2004.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

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.
- 15 *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, di Henning Ahnert e Geoff Kenny, maggio 2004.
- 16 *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, di F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, giugno 2004.
- 17 *Corporate “excesses” and financial market dynamics*, di A. Maddaloni e D. Pain, luglio 2004.
- 18 *The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents*, di A. Geis, A. Mehl e S. Wredenburg, luglio 2004.
- 19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell’MPC del SEBC, luglio 2004.
- 20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.

WORKING PAPERS SERIES

- 373 *Technology shocks and robust sign restrictions in a euro area SVAR*, di G. Peersman e R. Straub, luglio 2004.

- 374 *To aggregate or not to aggregate? Euro area inflation forecasting*, di N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Landau, M. Roma e F. Skudelny, luglio 2004.
- 375 *Guess what: it's the settlements!*, di T. V. Koepl e C. Monnet, luglio 2004.
- 376 *Raising rival's costs in the securities settlement industry*, di C. Holthausen e J. Taping, luglio 2004.
- 377 *Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates*, di K. Adam e R. M. Billi, luglio 2004.
- 378 *Liquidity, information, and the overnight rate*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, luglio 2004.
- 379 *Do financial market variables show (symmetric) indicator properties relative to exchange rate returns?*, di O. Castrén, luglio 2004.
- 380 *Optimal monetary policy under discretion with a zero bound on nominal interest rates*, di K. Adam e R. M. Billi, agosto 2004.
- 381 *Fiscal rules and sustainability of public finances in an endogenous growth model*, di B. Annicchiarico e N. Giammarioli, agosto 2004.
- 382 *Longer-term effects of monetary growth on real and nominal variables, major industrial countries, 1880-2001*, di A. A. Haug e W. G. Dewald, agosto 2004.
- 383 *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, di A. T. Levin, F. M. Natalucci e J. M. Piger, agosto 2004.
- 384 *Price rigidity. Evidence from the French CPI micro-data*, di L. Baudry, H. Le Bihan, P. Sevestre e S. Tarrieu, agosto 2004.
- 385 *Euro area sovereign yield dynamics: the role of order imbalance*, di A. J. Menkveld, Y. C. Cheung e F. de Jong, agosto 2004.
- 386 *Intergenerational altruism and neoclassical growth models*, di P. Michel, E. Thibault e J.-P. Vidal, agosto 2004.
- 387 *Horizontal and vertical integration in securities trading and settlement*, di J. Taping e J. Yang, agosto 2004.
- 388 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.
- 389 *Forecasting with a Bayesian DSGE model: an application to the euro area*, di F. Smets e R. Wouters, settembre 2004.
- 390 *Financial markets' behavior around episodes of large changes in the fiscal stance*, di S. Ardagna, settembre 2004.
- 391 *Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: a Bayesian DSGE approach*, di F. Smets e R. Wouters, settembre 2004.
- 392 *The role of central bank capital revisited*, di U. Bindseil, A. Manzanares e B. Weller, settembre 2004.
- 393 *The determinants of the overnight interest rate in the euro area*, di J. Moschitz, settembre 2004.
- 394 *Liquidity, money creation and destruction, and the returns to banking*, di R. de O. Cavalcanti, A. Erosa e T. Temzelides, settembre 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.

The use of central bank money for settling securities transactions, maggio 2004.

TARGET Annual Report 2003, maggio 2004.

Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles, maggio 2004.

Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management, maggio 2004.

Risk Management for Central Bank Foreign Reserves, maggio 2004.

Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan, giugno 2004.

The development of statistics for Economic and Monetary Union, di Peter Bull, luglio 2004.

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, settembre 2004.

Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option, settembre 2004.

Institutional provisions: statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure, settembre 2004.

OPUSCOLI INFORMATIVI

Information guide for credit institutions using TARGET, luglio 2003.

TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.

TARGET – the current system, settembre 2004.

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 inesausta, 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.