



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2004

02 | 2004

03 | 2004

04 | 2004

05 | 2004

06 | 2004

07 | 2004

08 | 2004

09 | 2004

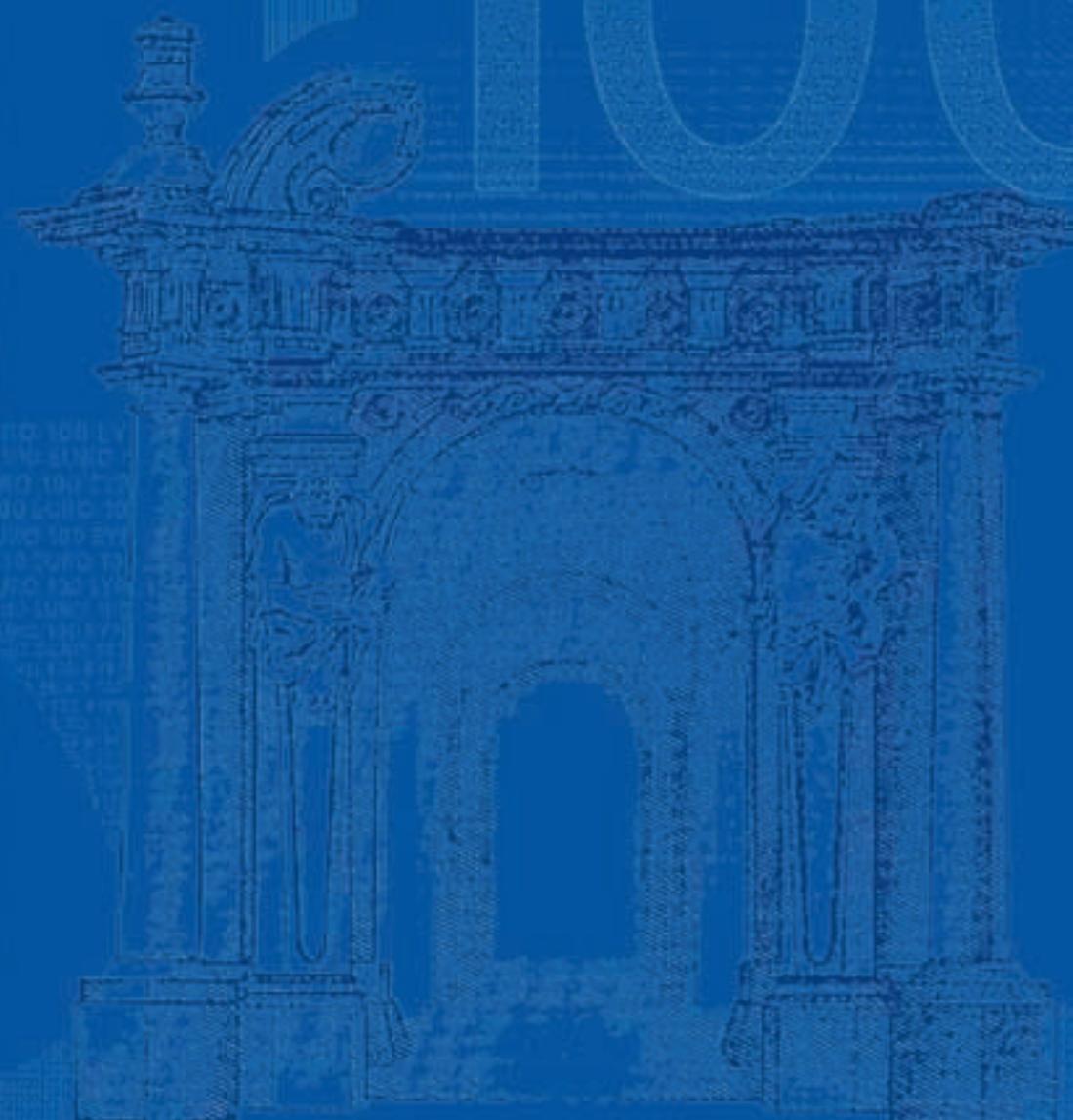
10 | 2004

**11 | 2004**

12 | 2004

**BOLLETTINO MENSILE  
NOVEMBRE**

1000





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE NOVEMBRE 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 3 novembre 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>	
Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	12
Prezzi e costi	34
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	42
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	48
Riquadri:	
1 Caratteristiche dei contratti ipotecari nell'area dell'euro	14
2 Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro	17
3 Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati azionari	31
4 Le aspettative del settore privato sull'inflazione e l'attività economica nell'area dell'euro: risultati dell'indagine <i>Survey of Professional Forecasters</i> (SPF) relativa al quarto trimestre 2004 e altri indicatori disponibili	38
5 Recenti dinamiche degli investimenti per categoria di beni	43
<b>ARTICOLI</b>	
I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro	53
Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie	67
Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'unione europea	83
<b>STATISTICHE</b>	<b>SI</b>
<b>CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
<b>DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2003</b>	<b>V</b>
<b>GLOSSARIO</b>	<b>XI</b>

## SIGLARIO

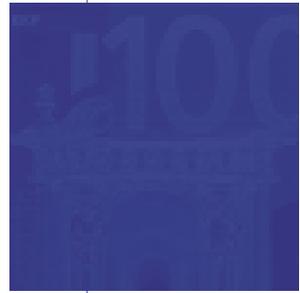
### PAESI

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

### ALTRE

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

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



## EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 4 novembre 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.

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha concluso che, malgrado il livello persistentemente elevato e crescente dei corsi petroliferi, non sono ancora emerse forti indicazioni dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche a medio termine nell'area dell'euro. In particolare, la dinamica salariale sembra rimanere contenuta, in un contesto di continua moderata crescita del PIL e di debolezza dei mercati del lavoro. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di lasciare i tassi d'interesse di riferimento della BCE sugli attuali livelli, che risultano molto bassi in termini storici. Tuttavia, i rincari del greggio hanno esercitato un evidente impatto diretto sui prezzi al consumo nell'anno in corso, e l'inflazione dovrebbe seguire a registrare valori nettamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, andamento questo che desta preoccupazione. Data la prevalenza di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, occorre tenere un atteggiamento estremamente vigile riguardo a tutti gli sviluppi suscettibili di accrescere tali rischi.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, la ripresa dell'economia ha avuto inizio nella seconda metà del 2003 e nella prima parte del 2004 si è osservato un andamento positivo. Sebbene gli indicatori di breve periodo forniscano evidenze più contrastanti, le determinanti fondamentali dell'attività economica restano coerenti con il protrarsi della crescita nel 2005. Dal lato esterno, si riscontra una certa moderazione dell'espansione economica mondiale, dopo una fase di dinamismo storicamente eccezionale. Nondimeno, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero continuare a beneficiare delle favo-

revoli condizioni della domanda mondiale nel 2005. Dal lato interno, gli investimenti sarebbero sostenuti dal contesto internazionale, dalle condizioni di finanziamento molto positive nell'area, nonché dall'incremento dei profitti e dalla maggiore efficienza delle imprese ottenuta attraverso un processo di ristrutturazione societaria. Inoltre, esistono margini per un rafforzamento dei consumi privati nel complesso dell'area, che potrebbe concretizzarsi soprattutto allorché le prospettive per i mercati del lavoro miglioreranno in maniera più palese.

Tale quadro è, tuttavia, circondato da perdurante incertezza, riconducibile in particolare ai recenti andamenti dei mercati petroliferi. Da un lato, la portata e la natura di tale shock differisce rispetto a episodi precedenti, caratterizzati da rincari del greggio molto più pronunciati dovuti per lo più a vincoli dal lato dell'offerta. Va inoltre tenuto presente che l'intensità di utilizzo del petrolio nell'attività produttiva è notevolmente diminuita nell'area dell'euro. Dall'altro lato, i recenti incrementi delle quotazioni del greggio rappresentano nondimeno un significativo shock negativo per l'economia dell'area. Se i corsi petroliferi dovessero attestarsi sui livelli correnti o aumentare ulteriormente, attenuerebbero il vigore della ripresa sia all'interno sia all'esterno dell'area. Tuttavia, determinate condizioni faciliterebbero l'assorbimento dello shock: in particolare, occorre continuare a evitare il prodursi di effetti di secondo impatto nel processo di formazione dei salari e dei prezzi, mentre le autorità di bilancio devono astenersi dall'attuare misure suscettibili di prolungare il necessario processo di aggiustamento.

Per quanto attiene ai prezzi al consumo, la stima rapida dell'Eurostat indica per ottobre un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,5 per cento. Questo marcato incremento, dopo il calo dal 2,3 per cento di agosto al 2,1 di settembre, rispecchia il significativo impatto diretto dei corsi petroliferi sull'indice nelle ultime settimane. Inoltre, lo shock sulle quotazioni del greggio potrebbe generare ulteriori effetti indiretti attraverso il canale dei prezzi alla produzione, come mostrano gli andamenti di questi ultimi.

In una prospettiva di più lungo periodo, nondimeno, le informazioni finora disponibili non suggeriscono l'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo nell'area dell'euro. Gli incrementi salariali sono rimasti contenuti dal quarto trimestre del 2003, tendenza che dovrebbe proseguire in un contesto di perdurante crescita moderata e di debolezza dei mercati del lavoro.

Tuttavia, negli ultimi mesi sono emersi alcuni rischi al rialzo circa le prospettive per la stabilità dei prezzi. Essi sono in ampia misura associati agli andamenti dei corsi petroliferi, a possibili ulteriori incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, nonché a potenziali effetti di secondo impatto derivanti dal processo di formazione dei salari e dei prezzi.

Ulteriori indicazioni circa le prospettive di medio periodo sono fornite dall'analisi monetaria. La tendenza discendente del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nella prima metà dell'anno sembra essersi arrestata negli ultimi mesi. L'aggregato monetario mostra un'accelerazione sia nella dinamica di breve periodo sia nell'andamento sui dodici mesi, riflettendo l'effetto espansivo sulla moneta esercitato dai tassi di interesse storicamente bassi nell'area. La domanda relativa alle componenti più liquide di M3, comprese nell'aggregato ristretto M1, è notevolmente sostenuta. Il livello contenuto dei tassi di interesse alimenta inoltre la domanda di credito da parte del settore privato. In particolare, il tasso di variazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni seguita ad aumentare e si avvicina ora al 10 per cento. La domanda di prestiti diviene peraltro più generalizzata e anche il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti erogati alle società non finanziarie registra un incremento.

Data la perdurante forte espansione di M3 negli ultimi anni, il livello di liquidità nell'area dell'euro resta significativamente superiore a quello necessario per finanziare una crescita non inflazionistica. Se l'eccesso di liquidità non diminuirà progressivamente a seguito di un'inversione delle riallocazioni di portafoglio, è possibile che in futuro insorgano rischi

inflazionistici. Inoltre, il livello di liquidità persistentemente elevato e la vigorosa espansione dei prestiti potrebbero indurre incrementi non sostenibili dei prezzi delle attività, soprattutto sui mercati immobiliari.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che le pressioni inflazionistiche di fondo continuano a essere contenute, tuttavia vanno tenuti sotto stretta osservazione alcuni rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Riveste particolare importanza il fatto che essi non incidano sulle aspettative di inflazione a lungo termine. La verifica incrociata con l'analisi monetaria seguita a confermare la necessità di rimanere estremamente vigili circa il concretizzarsi di tali rischi.

Per quanto riguarda le politiche fiscali, la maggior parte dei paesi ha presentato i piani di bilancio per il 2005. In alcuni casi, pervengono incoraggianti segnali che gli Stati membri intendono correggere i disavanzi eccessivi o conseguire progressi verso posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo. In altri casi, per contro, si profilano considerevoli rischi che gli impegni assunti nell'ambito del Patto di stabilità e crescita non siano rispettati, oppure si delinea l'accentuarsi degli squilibri fiscali, con possibili nuovi episodi di superamento della soglia del 3 per cento. È pertanto indispensabile che nei bilanci per il 2005 si attribuisca priorità al processo di risanamento, laddove necessario. Inoltre, è di estrema rilevanza che siano garantite la compilazione attendibile e la tempestiva trasmissione dei dati statistici di finanza pubblica. La definizione di adeguati obiettivi di bilancio e l'osservanza degli impegni e obblighi di segnalazione relativi ai conti pubblici contribuiranno a rafforzare la fiducia, sostenere la ripresa economica e predisporre i mezzi per far fronte all'invecchiamento della popolazione.

Passando all'assetto per le politiche di bilancio nell'UE, il Consiglio direttivo resta convinto che sia possibile migliorare l'applicazione del Patto di stabilità e crescita, con conseguenti effetti positivi. A tale proposito, sono viste con favore le proposte della Commissione europea

finalizzate a una più efficace attuazione degli aspetti preventivi del patto, che consistono nella sorveglianza delle posizioni di bilancio. Nel contempo, il Consiglio direttivo mette in guardia dal modificare il patto e, segnatamente, la procedura per i disavanzi eccessivi. Esso ritiene che la credibilità del valore di riferimento per il disavanzo, fissato al 3 per cento, sia essenziale per fornire un'ancora alle attese relative alla disciplina fiscale. Inoltre, una rigorosa sorveglianza e un'efficace pressione esercitata reciprocamente tra i vari paesi sulle rispettive politiche di bilancio sono indispensabili per preservare la solidità di queste ultime.

I piani di risanamento dei conti pubblici devono essere integrati in un programma di riforma strutturale atto a favorire la crescita, la competitività e l'occupazione. Per quanto riguarda i mercati del lavoro e dei beni e servizi, la verifica intermedia della strategia di Lisbona, attualmente in corso di preparazione per il Consiglio europeo di marzo 2005, rappresenta una note-

vole occasione per conferire nuovo slancio agli interventi in questi settori. Le riforme strutturali sono essenziali per migliorare il funzionamento dell'economia dell'UE, ossia per creare un'economia con una più elevata crescita potenziale, più opportunità di occupazione e maggiore tenuta agli shock. Ora più che mai è importante adoperarsi per accelerare l'attuazione delle riforme economiche fondamentali.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo analizza l'impatto delle variazioni dei corsi petroliferi sul livello dei prezzi e sull'attività economica nell'area dell'euro. Il secondo illustra alcuni strumenti di cui le banche centrali possono avvalersi per desumere dalle quotazioni delle attività finanziarie le aspettative del mercato riguardo alle variabili economiche principali, segnatamente l'inflazione e l'attività economica. Infine, il terzo verte sui recenti sviluppi riguardanti il quadro di riferimento dell'UE per la regolamentazione, la vigilanza e la stabilità finanziarie.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

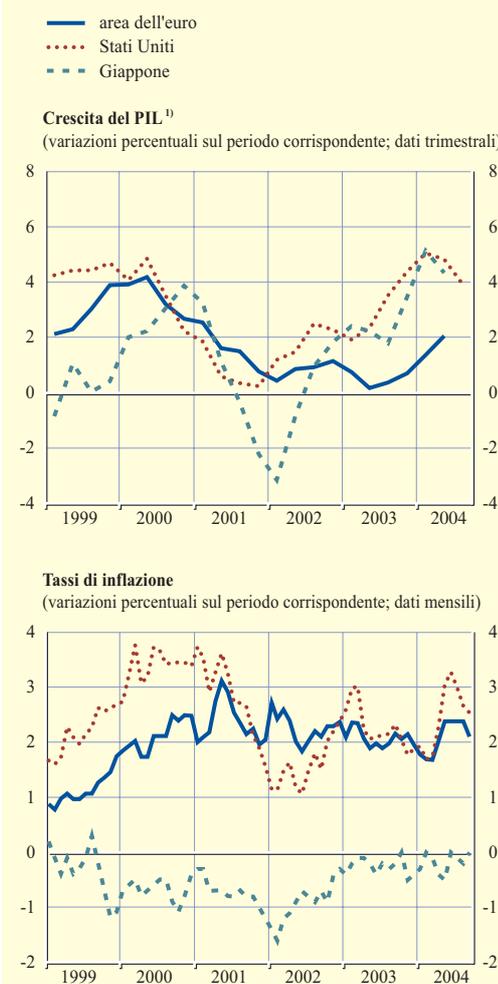
*Dopo aver segnato un periodo di espansione piuttosto eccezionale, l'economia mondiale si sta gradualmente riportando su ritmi di crescita minori. Uno dei fattori all'origine del rallentamento è dato dall'alto prezzo del petrolio che, secondo le attese di mercato, dovrebbe rimanere elevato ancora per qualche tempo. In generale le pressioni inflazionistiche si mantengono modeste, dato che non si sono manifestati effetti di secondo impatto del rincaro del greggio.*

#### ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Pur restando complessivamente robusta malgrado gli elevati prezzi petroliferi, l'espansione dell'economia mondiale si sta gradualmente ridimensionando, dopo aver evidenziato ritmi di crescita piuttosto eccezionali nel 2003 e agli inizi del 2004. Uno dei principali fattori di sostegno alla crescita e al relativo vigore dell'economia è stato l'interscambio, il cui volume, secondo le stime dell'Organizzazione mondiale del commercio, sarebbe aumentato dell'8,5 per cento nel 2004, registrando un significativo miglioramento rispetto all'anno precedente. Altri fattori di sostegno alla crescita sono stati i bassi tassi di interesse sui prestiti e la vivace attività di investimento, specie nei paesi emergenti. D'altra parte si è accresciuta l'incertezza sull'evoluzione dell'attività economica internazionale, per via del forte rialzo delle quotazioni petrolifere, del persistere e del parziale aggravarsi degli squilibri delle partite correnti a livello internazionale e dei timori per l'andamento della finanze pubbliche in taluni paesi, cui si aggiungono segnali contrastanti provenienti dalle principali economie. In generale, le pressioni inflazionistiche sono rimaste contenute poiché, in un contesto di forte concorrenza sui mercati dei beni e di debole dinamica del mercato del lavoro, non si sono ancora manifestati effetti di secondo impatto del rincaro delle materie prime.

Secondo stime preliminari, negli Stati Uniti il PIL in termini reali è cresciuto del 3,7 per cento nel terzo trimestre del 2004 (sul periodo precedente, in ragione d'anno), a fronte del 3,3 per cento del secondo trimestre. Questa accelerazione è principalmente ascrivibile al significativo recupero della spesa per consumi privati e al marcato rallentamento delle importazioni; al tempo stesso, la crescita degli investimenti in attrezzature e software è continuata a ritmo costante. Con riferimento al mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione è rimasto invariato in settembre, al 5,4 per cento, in seguito a un lieve calo del tasso di partecipazione alla forza lavoro che, collocandosi su un livello pari al 66 per cen-

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.

to della popolazione civile, resta basso in termini storici. Sempre in settembre, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo è calato per il terzo mese consecutivo, portandosi al 2,5 per cento dal 2,7 di agosto.

In Giappone la crescita del PIL in termini reali è rallentata rispetto ai ritmi sostenuti osservati intorno al volgere dell'anno, collocandosi nel secondo trimestre allo 0,3 per cento (sul periodo precedente), contro l'1,6 per cento del primo trimestre. La domanda di esportazioni è rimasta tuttavia relativamente vigorosa. L'occupazione è cresciuta, malgrado la debole dinamica mostrata di recente dal settore manifatturiero, mentre il tasso di disoccupazione è sceso dal 4,8 al 4,6 per cento tra agosto e settembre. I recenti indicatori del clima di fiducia paiono suffragare l'ipotesi che sia in atto un moderato rallentamento dell'attività, anche se le prospettive economiche restano positive. Per quanto concerne la dinamica dei prezzi, il quadro complessivo resta incerto: mentre la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione ha continuato ad aumentare dall'inizio dell'anno, portandosi all'1,8 per cento in settembre, nello stesso mese il tasso di variazione dei prezzi al consumo è rimasto invariato.

Nel Regno Unito l'espansione sul periodo precedente del PIL in termini reali è stata dello 0,9 per cento nel secondo trimestre, contro lo 0,7 per cento nel primo. Tale andamento è nuovamente da ricondurre alla dinamica della domanda interna anche se, in seguito alle revisioni effettuate sulla base di serie storiche, la composizione della crescita del PIL risulterebbe leggermente diversa rispetto alle stime precedenti, con un maggiore contributo degli investimenti e uno lievemente inferiore dei consumi. Sebbene nel secondo trimestre il prodotto e la domanda si siano collocati al di sopra dell'andamento tendenziale, i dati preliminari relativi al terzo trimestre indicherebbero una sensibile moderazione della crescita del PIL, con un tasso di variazione sul periodo precedente pari allo 0,4 per cento. Tra agosto e settembre l'inflazione al consumo misurata sullo IAPC è scesa dall'1,3 all'1,1 per cento, allontanandosi ulteriormente dall'obiettivo del 2 per cento basato sull'indice stesso.

Nel secondo trimestre il PIL in termini reali in Svezia è cresciuto dell'1,0 per cento sul periodo precedente. I risultati delle indagini della Commissione europea mostrano un miglioramento del clima di fiducia delle imprese nel terzo trimestre, contro un lieve deterioramento di quello dei consumatori. Sul fronte dei prezzi, il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato all'1,2 per cento in settembre, senza variazioni rispetto ai precedenti tre mesi. In Danimarca l'incremento del PIL sul periodo precedente è stato dello 0,2 per cento nel secondo trimestre, mentre l'inflazione al consumo si è mantenuta allo 0,9 per cento in settembre, immutata rispetto ad agosto. Secondo le indagini della Commissione europea, nel terzo trimestre è migliorato il clima di fiducia sia delle imprese industriali sia dei consumatori. Nella maggior parte degli altri Stati membri dell'UE non partecipanti all'area dell'euro, la crescita del PIL è rimasta sostenuta; al tempo stesso, in settembre si è interrotto il sensibile aumento dell'inflazione al consumo osservato nel corso dell'anno, nonostante siano perdurate le pressioni derivanti da più elevati prezzi dei beni energetici e alimentari.

Per quanto riguarda i paesi asiatici escluso il Giappone, i dati più recenti fanno prevedere una probabile diminuzione della crescita nei prossimi trimestri. Le esportazioni della regione hanno mostrato segni di indebolimento. D'altra parte la domanda interna è rimasta vigorosa in quasi tutte queste economie, eccettuata la Corea del Sud. In Cina l'attività economica continua a mostrarsi robusta: la crescita sul periodo corrispondente del PIL è stata del 9,1 per cento nel terzo trimestre, mentre l'inflazione misurata sull'IPC è diminuita lievemente in settembre, al 5,2 per cento dal 5,3 del mese precedente. Per la prima volta in oltre nove anni, il 28 ottobre la banca centrale cinese ha innalzato di 27 punti base i tassi di interesse di riferimento (tasso di rifinanziamento e tasso sui depositi presso la banca centrale a un anno).

I dati più recenti sull'America latina mostrano un costante intensificarsi dell'attività economica, sostenuta soprattutto dalla crescita delle esportazioni ma anche dalla domanda interna. I rischi di inflazione connessi all'aumento dei corsi petroliferi e al rafforzamento della domanda interna fanno tuttavia prevedere un lieve deterioramento delle prospettive di breve termine della regione.

### MERCATI DELLE MATERIE PRIME

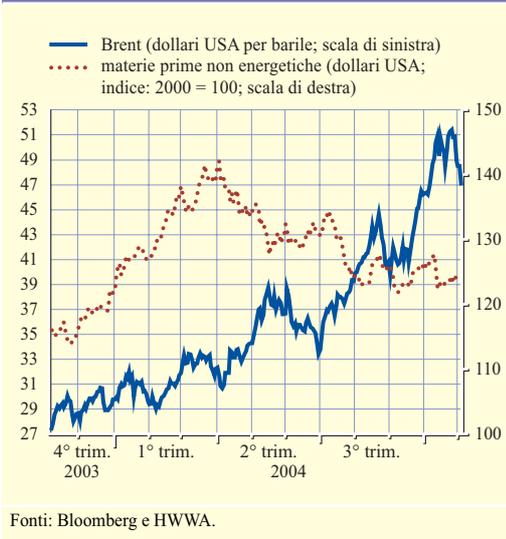
In ottobre sono ulteriormente aumentate le quotazioni petrolifere: il 26 del mese il prezzo del greggio di qualità Brent ha segnato un nuovo massimo (51,4 dollari), sospinto dall'effetto congiunto della forte domanda, delle interruzioni nel rifornimento dovute alle condizioni meteorologiche e della scarsa capacità inutilizzata. La domanda mondiale di petrolio continua a superare le attese; secondo le previsioni dell'Agenzia internazionale per l'energia essa dovrebbe aumentare in media del 3,4 per cento nel 2004, registrando così il tasso di variazione annuo più elevato in quasi trent'anni. L'incremento dell'offerta internazionale non ha potuto evitare i recenti rialzi dei prezzi, poiché la già limitata capacità inutilizzata si è ulteriormente ridotta lasciando solo un limitatissimo margine per l'assorbimento di eventuali turbative sul mercato del greggio. I corsi petroliferi hanno di conseguenza reagito piuttosto vigorosamente allorché in diversi paesi produttori sono riemersi timori dal lato dell'offerta. Gli operatori si attendono che i corsi petroliferi rimangano in prossimità degli attuali livelli per tutto il resto dell'anno, per calare in seguito, ma solo gradualmente.

I prezzi delle materie prime non energetiche hanno continuato a scendere rispetto ai massimi dell'aprile di quest'anno, in ragione del calo piuttosto marcato dei prezzi degli alimentari, cui ha fatto riscontro un aumento solo lieve dei metalli e delle materie prime agricole non alimentari. In termini di dollari, tuttavia, in ottobre i prezzi di questi beni sono risultati superiori del 10,8 per cento rispetto a un anno prima.

### PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per l'economia mondiale restano alquanto favorevoli, giacché la crescita diviene più generalizzata in termini di regioni e di settori. Al tempo stesso, tuttavia, vi sono indicazioni aggiuntive del fatto che l'attuale ciclo, per quanto presumibilmente ancora robusto, abbia superato il punto massimo. Sia l'indicatore anticipatore sintetico dell'OCSE, sia l'indice dei responsabili degli acquisti segnalano un protrarsi dell'espansione, ma indicano al tempo stesso un rallentamento della crescita rispetto ai livelli molto elevati di fine 2003 e di inizio 2004.

**Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**



## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I dati relativi a settembre 2004 forniscono un'ulteriore evidenza del fatto che negli ultimi mesi, dopo la moderazione della prima metà dell'anno, le dinamiche monetarie si sono nuovamente rafforzate. La normalizzazione delle scelte di portafoglio sta continuando, seppur a un ritmo ancora moderato. Tuttavia, l'effetto frenante di tale fenomeno sulla crescita di M3 sui dodici mesi è attualmente più che compensato dall'effetto di stimolo che i bassi tassi di interesse esercitano sulle componenti più liquide di M3. Il basso livello dei tassi di interesse ha inoltre sostenuto un'ulteriore espansione dei prestiti al settore privato, che sta diventando più generalizzata tra i principali settori non finanziari. Nel complesso, la liquidità presente nell'area dell'euro continua a essere notevolmente superiore a quanto necessario per finanziare una crescita non inflazionistica e le attuali dinamiche monetarie accrescono il rischio di persistenza di tale eccesso di liquidità.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito al 6,0 per cento in settembre, dal 5,6 di agosto (cfr. figura 3), rispecchiando un forte aumento sul mese precedente (0,6 per cento). Nel periodo luglio-settembre la media a tre mesi del tasso è aumentata al 5,7 per cento, contro il 5,4 del periodo giugno-agosto.

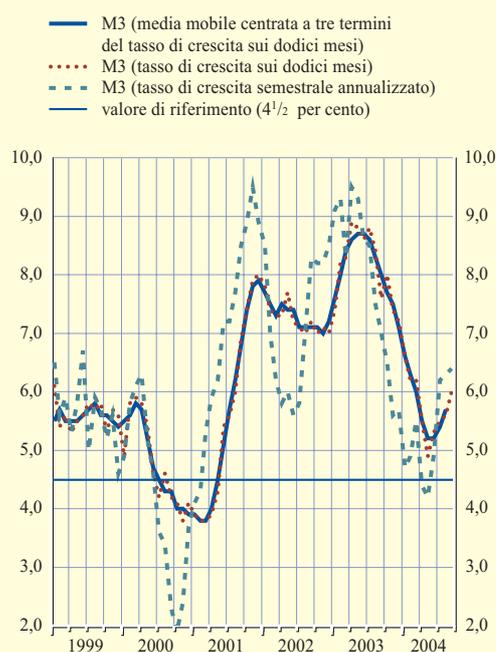
Gli andamenti monetari continuano a essere influenzati da due fattori. Da un lato, i dati del bilancio delle IFM relativi a settembre indicano che il processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro sta continuando, anche se lentamente. Ciò è riflesso nelle riallocazioni di portafoglio a scapito di attività monetarie liquide e a favore di strumenti a più lungo termine. Dall'altro lato, il basso livello dei tassi di interesse sta stimolando la domanda per le componenti più liquide di M3 e, per quanto attiene alle contropartite, per i prestiti delle IFM al settore privato. Negli ultimi mesi gli effetti stimolanti di questo secondo fattore sulla crescita dell'aggregato monetario ampio hanno più che compensato l'impatto frenante del primo fattore.

#### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In settembre il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 è salito al 9,7 per cento, dal 9,2 di agosto (cfr. tavola 1), rispecchiando un aumento del tasso di espansione già relativamente sostenuto dei depositi a vista (dal 7,5 all'8,0 per cento). Il tasso di incremento del circolante si è mantenuto molto elevato, al 19,9 per cento. La forte domanda per le componenti più liquide di M3 è riconducibile, in ampia misura, al basso livello dei tassi di interesse e, quindi, del costo opportunità di detenere tali attività. Inoltre, si continua a re-

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.

**Tavola 1 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie**

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente						
		2003		2004		2004		2004
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	ago.	set.
<b>M1</b>	<b>44,7</b>	<b>11,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>10,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>9,7</b>
Banconote e monete in circolazione	6,9	29,6	26,5	24,0	21,6	20,3	20,3	19,9
Depositi a vista	37,8	8,9	8,8	9,1	8,5	7,9	7,5	8,0
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>40,9</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,6	-1,3	-2,9	-4,4	-7,0	-5,8	-5,7	-4,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	25,2	11,6	11,1	9,2	8,1	7,6	7,5	7,6
<b>M2</b>	<b>85,5</b>	<b>8,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,3</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>14,5</b>	<b>7,7</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>8,4</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>	<b>169,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>
Credito alle Amministrazioni pubbliche	36,4	4,8	6,6	6,1	6,5	6,5	6,6	5,5
Prestiti alle Amministrazioni pubbliche	13,1	1,0	1,5	1,2	2,3	2,3	2,5	1,5
Credito al settore privato	132,8	5,5	5,7	5,7	5,9	6,1	6,0	6,3
Prestiti al settore privato	115,6	4,9	5,3	5,4	5,6	6,2	6,1	6,5
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>	<b>52,4</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,4</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,2</b>

Fonte: BCE.

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

gistrare una vigorosa domanda di banconote in euro, specie di taglio elevato, sia dall'interno che dall'esterno dell'area.

In settembre il tasso di crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è aumentato, al 2,8 per cento dal 2,0 di agosto. Ciò è principalmente riconducibile a una moderazione del tasso di decremento dei depositi a scadenza a breve termine (con durata prestabilita fino a due anni), mentre il tasso di crescita relativamente elevato dei depositi a risparmio a breve termine (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, il tasso di rendimento lievemente più elevato da essi offerto non compensa la loro liquidità relativamente minore.

Il tasso di variazione degli strumenti negoziabili compresi in M3 è calato in settembre, al 4,1 per cento dal 5,0 di agosto. Tale diminuzione ha rispecchiato contributi negativi 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). La volatilità sul mese precedente del tasso di incremento degli strumenti negoziabili è elevata e i loro andamenti dovrebbero pertanto essere interpretati con cautela. Tuttavia, questi dati indicano un protrarsi, seppur ancora a ritmo moderato, della normalizzazione delle scelte di portafoglio, con una ricomposizione da parte dei residenti nell'area dell'euro dei propri portafogli a favore di attività non monetarie a più lungo termine in connessione con il venire meno dell'eccezionale preferenza per la liquidità osservata tra il 2001 e la prima metà del 2003.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Il già sostenuto tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentato ulteriormente in settembre, al 6,5 per cento dal 6,1 di agosto. A tale andamento ha contribuito l'accresciuto indebitamento di tutti i principali settori non finanziari, malgrado il permanere di una considerevole eterogeneità nel livello dei tassi di variazione dei diversi settori (cfr. tavola 2). Il tasso di incremento dei prestiti delle IFM alle famiglie è salito al 7,8 per cento in settembre, rispetto 7,5 del mese precedente, sotto l'impulso, in particolare, della vigorosa espansione dei mutui per l'acquisto di abitazioni (che ha raggiunto il 9,8 per cento sui dodici mesi). L'elevato livello del credito ipotecario è associato ai

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

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

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

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.

bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari nell'area dell'euro e alla vigorosa dinamica dei mercati immobiliari in diversi paesi dell'area. Esso è inoltre indicativo di una maggiore sensibilità delle famiglie alle variazioni dei tassi di interesse (cfr. il riquadro 1 *Caratteristiche dei contratti ipotecari nell'area dell'euro*). Nel contempo il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, seppur inferiore a quello dell'indebitamento delle famiglie, è aumentato al 4,6 per cento in settembre, un ritmo nettamente superiore a quello osservato in media negli ultimi anni.

I risultati dell'indagine sul credito bancario dell'ottobre del 2004 indicano che alla più forte crescita dei prestiti delle IFM al settore privato degli ultimi mesi hanno contribuito anche i miglioramenti delle condizioni di credito (cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro*).

Il tasso di espansione dell'aggregato più ampio del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato al 6,1 per cento in settembre. Nello stesso mese, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito alle Amministrazioni pubbliche è diminuito al 5,5 per cento, dal 6,6 del mese precedente (cfr. tavola 1).

#### Riquadro 1

##### CARATTERISTICHE DEI CONTRATTI IPOTECARI NELL'AREA DELL'EURO

Per effetto dell'attuale contesto di bassi tassi di interesse, l'onere totale per il servizio del debito delle famiglie dell'area dell'euro (vale a dire il rapporto rispetto al reddito disponibile della somma degli interessi pagati sul debito e del rimborso del capitale) è rimasto relativamente stabile negli ultimi anni, malgrado la costante crescita dei livelli di indebitamento delle famiglie. Ciò nonostante, l'aumento del debito ha reso le famiglie più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse. A tale riguardo, spesso si afferma che il basso livello dei tassi di interesse ha favorito, in molti paesi, la diffusione dei mutui a tasso variabile per l'acquisto di abitazioni, per cui gli interessi pagati dalle famiglie sarebbero mag-

giormente sensibili alle future variazioni dei relativi tassi. In tale contesto, il presente riquadro esamina le caratteristiche dei contratti ipotecari nell'area dell'euro al fine di valutare la sensibilità del debito in essere delle famiglie ai mutamenti delle condizioni sui tassi di interesse.

La quota del debito ipotecario in essere esposta alle variazioni delle condizioni prevalenti sui tassi di interesse – una determinante fondamentale della sensibilità ai tassi di interesse dei pagamenti sul debito da parte delle famiglie – dipende dalla struttura del contratto ipotecario sottostante. A questo riguardo, un fattore essenziale è se il tasso di interesse pagato su un credito ipotecario sia “fisso” per un lungo periodo di tempo oppure “variabile”. Un contratto a tasso fisso implica che il tasso di interesse è stabilito al momento dell'accensione del mutuo ipotecario e non varia per tutta la durata dello stesso. Tale contratto salvaguarda le famiglie dagli effetti derivanti da variazioni nelle condizioni sui tassi di interesse, dal momento che il piano dei pagamenti degli interessi è definito fin dal principio. Con un contratto a tasso variabile, invece, le variazioni delle condizioni sui tassi di interesse che avvengono nel periodo di durata del mutuo andranno a incidere sugli interessi pagati dalle famiglie. A parità di altre condizioni, una maggiore quota di mutui ipotecari a tasso variabile comporta una maggiore sensibilità degli interessi pagati dalle famiglie alle variazioni delle condizioni sui tassi di interesse. Il grado di sensibilità cresce nella misura in cui aumenta la frequenza con cui si possono realizzare aggiustamenti dei tassi di interesse nel corso della durata del contratto.

Benché da un punto di vista concettuale la struttura di un credito ipotecario si possa descrivere con chiarezza, nella pratica è necessario porre particolare attenzione nell'interpretazione dei dati in quanto le definizioni e la struttura dei contratti ipotecari variano considerevolmente tra i paesi<sup>1)</sup>. Mentre in alcuni di essi l'espressione “tasso variabile” è applicata solo a contratti in cui il tasso di interesse corrisposto si adegua quasi in tempo reale alle variazioni dei tassi del mercato monetario a breve termine, in altri il termine “variabile” si può riferire a qualsiasi contratto in cui il tasso di interesse pertinente vari almeno una volta entro la scadenza del prestito, anche qualora il tasso di interesse sia fissato inizialmente per un lungo periodo.

Le informazioni disponibili per l'area dell'euro non consentono di tracciare un quadro esaustivo della struttura del debito ipotecario in essere. Nondimeno, sulla base dei dati ufficiali disponibili, integrati da fonti nazionali e altri dati, si possono ricavare stime sulla struttura relativamente a scadenze dei contratti e periodo di fissazione dei tassi di interesse. Da questo esercizio risulta evidente che la categoria dei mutui con scadenza superiore a dieci anni e periodo iniziale a tasso fisso pari a dieci anni riveste una particolare importanza nell'area. Questo tipo di contratto, infatti, esiste in numerosi paesi e assume un ruolo di particolare rilievo in Belgio, Germania, Francia e Paesi Bassi.

Le stime disponibili per il 2004 suggeriscono che l'incidenza dei mutui ipotecari in cui il tasso di interesse è fisso per almeno dieci anni si colloca a circa il 50 per cento del debito ipotecario complessivo in essere nell'area dell'euro. Per contro, la quota di mutui esposti a una variazione dei tassi di interesse nell'anno successivo alla stipula è stimata in misura pari a circa un terzo del debito in essere. Tuttavia, occorre ricordare che, per effetto dei motivi di cautela sottostanti ai dati, queste stime possono essere considerate solo come indicatori di riferimento e vanno interpretate con prudenza.

1) Le caratteristiche dei contratti ipotecari sono generalmente connesse alla struttura del mercato ipotecario nazionale (ivi compresi fattori quali la natura dell'istituto di credito e la fonte di finanziamento per l'attività di prestito, le condizioni di concorrenza e le pratiche di mercato, nonché la quota di mutui agevolati), a tradizioni culturali e fattori storici (ad esempio se in passato l'inflazione sia stata bassa o elevata), a normative e ad aspetti fiscali. Per un'analisi più dettagliata, cfr. *Structural factors in the EU housing market*, BCE, marzo 2003.

Quanto ai mutui a tasso variabile, è utile altresì comprendere le modalità di adeguamento dei tassi di interesse applicati nei relativi contratti. A tale proposito, i termini del tasso di interesse ipotecario convenuto possono assumere tre forme principali. Innanzitutto, vi sono i *tassi collegati*, vale a dire i tassi che seguono un indicatore di tassi di interesse ufficiale e contrattualmente predeterminato, senza alcun intervento da parte del prestatore o del mutuatario. In secondo luogo, esistono i *tassi rinegoziabili* per cui i tassi di interesse possono essere modificati a seguito di trattative bilaterali fra prestatore e mutuatario da tenersi in tempi prestabiliti. Infine, vi sono i *tassi rivedibili*, che possono essere variati su iniziativa del prestatore (ad esempio, per adeguarli ai costi di finanziamento).

Occorre altresì segnalare che altre caratteristiche dei contratti ipotecari, di natura più qualitativa, possono svolgere un ruolo importante nell'attenuare la sensibilità complessiva del debito delle famiglie ai tassi di interesse. Ad esempio, i contratti a tasso variabile possono contemplare un *teito del tasso ipotecario*, che fissa un limite superiore alla variazione del tasso, pari a un incremento di 1, 2 o 5 punti percentuali rispetto al tasso iniziale. Tale opzione esiste in Belgio, Francia e, in certa misura, nei Paesi Bassi. Inoltre, la presenza di una *opzione di estinzione anticipata con una penale contenuta* offre alle famiglie maggiore flessibilità nel far fronte alle variazioni dei tassi di interesse. Alcuni contratti a tasso variabile consentono altresì *la modifica dei rimborsi mensili e/o della durata del prestito*, per consentire di distribuire nel tempo gli effetti di un aumento dei tassi di interesse. Alcune famiglie potrebbero ricorrere a questa opzione per istituire un cuscinetto di rate prepagate che consenta loro di essere in anticipo con i pagamenti ipotecari, se ritengono temporaneo un contesto di bassi tassi di interesse.

Nel complesso, il presente riquadro mostra che la sensibilità del debito ipotecario delle famiglie ai tassi di interesse non può essere valutata con chiarezza, in parte perché la struttura dei contratti ipotecari varia ancora ampiamente all'interno dell'area. Le stime quantitative sono caratterizzate da considerevole incertezza e, per ottenere un quadro più ampio dell'esposizione del debito ipotecario al rischio dei tassi, è necessario prendere in considerazione informazioni qualitative complementari sulle caratteristiche dei contratti ipotecari. Ciò nonostante, è probabile che la sensibilità delle famiglie ai tassi di interesse nell'area dell'euro sia cresciuta in media negli ultimi anni. Le famiglie che si sono persuase a finanziare un mutuo ipotecario ai bassi tassi di interesse attuali ricorrendo a tassi di interesse variabili, con pagamenti iniziali di interessi modesti, dovrebbero essere consapevoli dei rischi in cui incorrono, associati all'eventualità che i tassi di interesse aumentino nuovamente a livelli più in linea con i valori storici<sup>2)</sup>.

2) Cfr. ad esempio Miles, D. (2004), *The UK mortgage market: taking a longer-term view*. Questo studio evidenzia una certa miopia da parte di numerose famiglie britanniche, in gran parte nuovi acquirenti, che accendono mutui a tassi variabili e si comportano come se il tasso di interesse prevalente all'inizio dell'ipoteca dovesse restare fisso per l'intera durata del contratto, indipendentemente dalla situazione attuale del ciclo dei tassi di interesse.

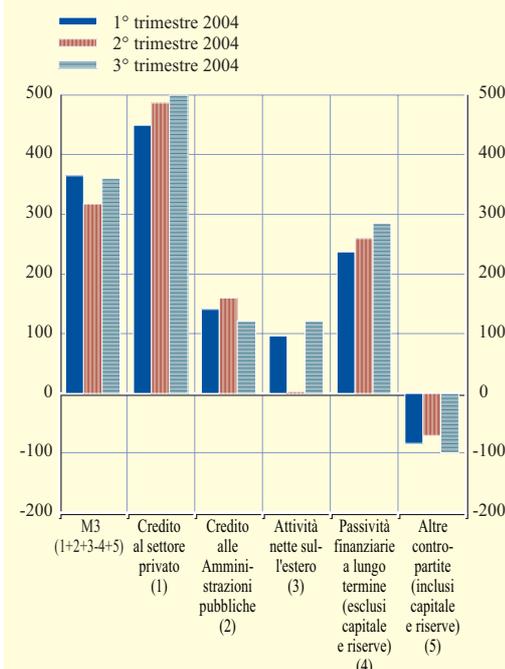
Fra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è aumentato ulteriormente in settembre (al 9,2 per cento, rispetto all'8,7 di agosto), portandosi sul livello più elevato degli ultimi sette anni. Questi dati, se considerati unitamente alla crescita piuttosto moderata degli strumenti negoziabili compresi in M3, indicano il protrarsi delle riallocazioni di portafoglio a sfavore delle attività monetarie e a favore delle attività a più lungo termine, a ulteriore riprova della normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro.

Nel contempo il flusso cumulato delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area è cresciuto a 121 miliardi di euro in settembre, contro un incremento di 102 miliardi di euro nel periodo di dodici mesi conclusosi in agosto. Sebbene, data la volatilità di questo indicatore, non dovrebbe essere attribuito eccessivo rilievo ai suoi andamenti a breve termine, i dati di settembre hanno evidenziato il terzo aumento mensile consecutivo, indicando che la precedente tendenza al ribasso del flusso cumulato delle attività nette sull'estero si è interrotta, mitigando pertanto in parte l'impatto frenante sulla crescita di M3 dell'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio.

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) associata con l'inversione delle precedenti eccezionali riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie ha contribuito ad attenuare la crescita di M3. Per contro, la rapida espansione 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 dell'aggregato monetario ampio.

**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.

### VALUTAZIONE COMPLESSIVA

L'economia dell'area dell'euro presenta un livello di liquidità significativamente superiore a quello necessario a finanziare la crescita economica senza alimentare pressioni inflazionistiche. Se quote significative di tali disponibilità liquide 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 reale, aumenterebbero i rischi di inflazione. Le condizioni di abbondante liquidità potrebbero anche star sostenendo forti incrementi dei prezzi delle attività, in particolare sui mercati immobiliari.

### Riquadro 2

#### RISULTATI DELL'INDAGINE DI OTTOBRE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta i risultati principali dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema in ottobre<sup>1)</sup>. Nel complesso, l'indagine ha evidenziato un ulteriore lieve allentamento dei criteri per la concessione del credito a favore di imprese e famiglie nel terzo trimestre di quest'anno, in confronto a quanto registrato nel secondo trimestre. Si pre-

1) Una valutazione più ampia dei risultati dell'indagine può essere consultata sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).

vede, inoltre, che nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno, la maggior parte dei criteri rimarrà sostanzialmente invariata rispetto al trimestre precedente.

### Prestiti e linee di credito a favore delle imprese

**Criteri per la concessione del credito.** Nel corso del terzo trimestre, le banche hanno segnalato un ulteriore lieve allentamento (netto) dei criteri per la concessione del credito rispetto al trimestre precedente. Tale andamento fa registrare il protrarsi della tendenza al ribasso del saldo percentuale netto <sup>2)</sup> degli standard creditizi applicati a prestiti e linee di credito a favore delle imprese (cfr. figura A, primo riquadro). Tra i fattori che hanno contribuito all'ulteriore allentamento netto degli standard creditizi figurano l'incremento della concorrenza sia da parte di altre banche sia, in misura minore, da parte di fonti di finanziamento di mercato (cfr. figura A, quarto e quinto riquadro). Al contrario, un peggioramento delle percezioni attinenti alle prospettive di particolari settori o imprese, nonché un lieve incremento dei costi relativi alla posizione patrimoniale delle banche hanno contribuito a un modesto inasprimento dei criteri (cfr. figura A, secondo e terzo riquadro). Per quanto riguarda i termini e le condizioni per l'approvazione dei crediti, il lieve allentamento dei criteri è stato realizzato intervenendo principalmente sull'entità e la scadenza dei prestiti, nonché attraverso una diminuzione dei margini.

**Figura A** Variazione nei criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese



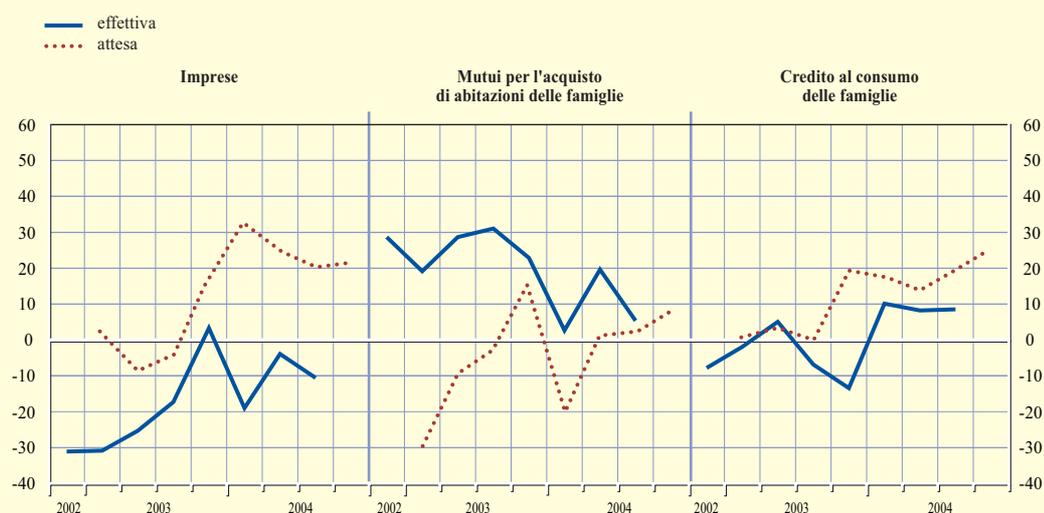
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2004 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2004.

2) Il "saldo percentuale netto" si riferisce alla differenza tra la quota di banche che indicano un inasprimento degli standard creditizi e la quota di quelle che ne indicano un allentamento. Un saldo netto positivo indicherebbe che le banche si sono orientate verso un inasprimento dei criteri per l'approvazione del credito ("inasprimento netto"), mentre un saldo netto negativo dovrebbe segnalare un allentamento ("allentamento netto").

**Domanda di prestiti.** Tra il secondo e il terzo trimestre, si è verificato un lieve calo della domanda netta<sup>3)</sup> di prestiti a favore delle imprese (cfr. figura B, primo riquadro), che di conseguenza è risultata negativa e inferiore alle attese delle banche per il terzo trimestre consecutivo. In termini di dimensioni dei prenditori, questo calo ha toccato sia i prestiti alle piccole e medie imprese sia quelli alle grandi imprese. Secondo le banche, i fattori principali che hanno contribuito al calo della domanda netta sono stati: la debolezza degli investimenti fissi, l'incremento del ricorso a fonti di finanziamento esterno non bancario (come obbligazioni societarie o crediti commerciali) e la maggiore disponibilità di autofinanziamento da parte delle imprese (vale a dire la diminuzione delle necessità di finanziamento esterno).

**Figura B** Variazione nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte di famiglie e imprese

(saldi percentuali)



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

**Aspettative.** Le banche prevedono che, nel quarto trimestre, i criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese restino sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente (cfr. figura A, primo riquadro), mentre si attendono un sostanziale aumento della domanda netta di prestiti (cfr. figura B, primo riquadro). Si prevede, inoltre, che tale incremento della domanda netta sarà più marcato per le piccole e medie imprese che per le grandi imprese.

#### Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Tra il secondo ed il terzo trimestre di quest'anno, è continuato il lieve allentamento, in termini netti, dei criteri applicati alla concessione di prestiti

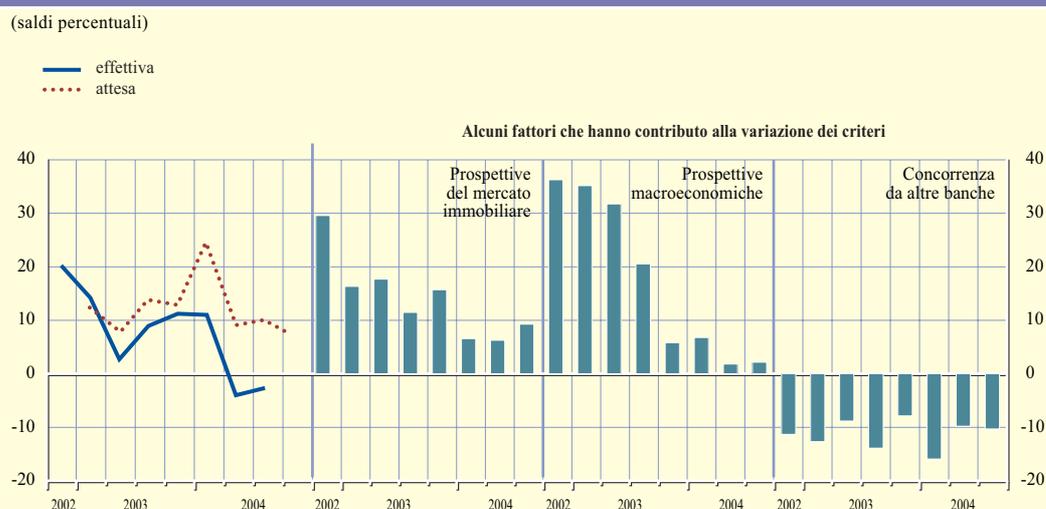
3) Il termine "domanda netta" si riferisce alla differenza tra la quota di banche che indicano un incremento della domanda di prestiti e la quota di quelle che ne indicano un calo.

alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura C, primo riquadro). Il contributo agli standard creditizi proveniente dalla concorrenza nel settore bancario (cfr. figura C, quarto riquadro) e dalle attese relative all'attività economica generale (cfr. figura C, terzo riquadro) è stato valutato dagli istituti di credito sostanzialmente invariato. Nel contempo, le banche hanno indicato che le prospettive del mercato immobiliare hanno contribuito a un leggero inasprimento dei criteri in misura lievemente maggiore rispetto al secondo trimestre (cfr. figura C, secondo riquadro). Per quanto riguarda i termini e le condizioni applicate ai prestiti, il saldo netto di banche che hanno inasprito gli standard creditizi, aumentando i propri margini di interesse sui prestiti a maggior rischio, ha registrato un lieve incremento rispetto al trimestre precedente. Al contrario, è leggermente cresciuta la percentuale netta di banche che hanno allentato le condizioni applicate ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni intervenendo sulla scadenza dei prestiti.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di prestiti per l'acquisto di abitazioni è notevolmente diminuita tra il secondo ed il terzo trimestre di quest'anno (cfr. figura B, secondo riquadro). Il clima di fiducia dei consumatori, altre spese non connesse all'acquisto di abitazioni e le prospettive del mercato immobiliare sono stati indicati come i principali fattori che hanno contribuito a questo calo.

**Aspettative.** Le banche interpellate prevedono un inasprimento netto delle condizioni di credito per i prestiti a favore delle famiglie finalizzati all'acquisto di abitazioni durante il quarto trimestre, rispetto all'allentamento netto registrato nel terzo trimestre (cfr. figura C, primo riquadro). Inoltre, gli istituti bancari prevedono un lieve incremento della domanda netta di questo tipo di prestiti nei prossimi tre mesi rispetto a quanto osservato nel trimestre precedente (cfr. figura B, secondo riquadro).

**Figura C** Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di mutui per l'acquisto di abitazioni da parte delle famiglie



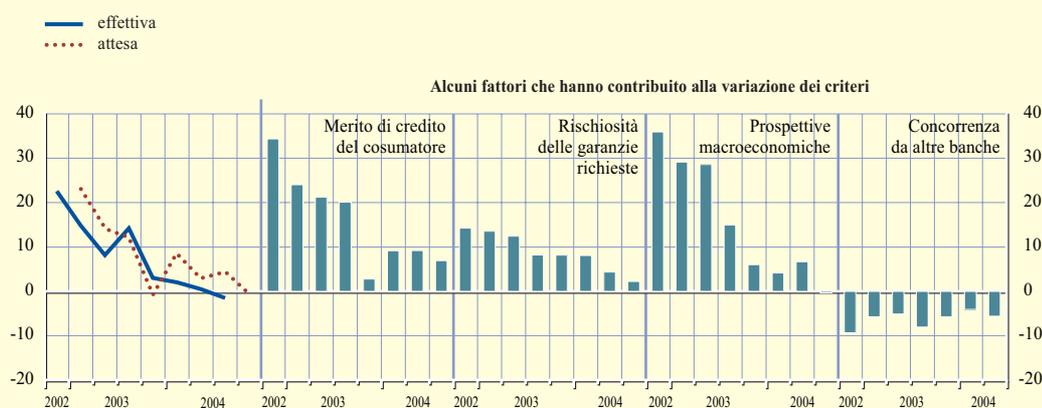
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2004 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2004.

## Prestiti alle famiglie per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti

Gli **standard creditizi** applicati ai prestiti alle famiglie finalizzati al credito al consumo sono passati da un lieve inasprimento netto, nel corso del secondo trimestre, a un allentamento netto durante il trimestre successivo (cfr. figura D, primo riquadro). Questa è la prima volta, dall'introduzione dell'indagine sul credito bancario nel gennaio del 2003, che viene registrato un allentamento dei criteri applicati al credito al consumo e ad altre tipologie di prestito a favore delle famiglie. Il miglioramento delle aspettative riguardo all'attività economica generale, nonché l'incremento della concorrenza da parte di altre banche sono stati i fattori che hanno contribuito maggiormente all'allentamento netto degli standard nel corso del terzo trimestre (cfr. figura D, quarto e quinto riquadro). Inoltre, c'è stato un miglioramento della valutazione del merito di credito dei consumatori da parte delle banche interpellate.

Figura D Variazione nei criteri per la concessione di credito applicati alle domande di credito al consumo e altri crediti da parte delle famiglie

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il quarto trimestre del 2004 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di ottobre 2004.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di credito al consumo e di altre tipologie di prestiti a favore delle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata rispetto ai due trimestri precedenti (cfr. figura B, terzo riquadro). Le banche, inoltre, hanno indicato che il clima di fiducia dei consumatori e la spesa netta in beni di consumo durevoli hanno contribuito negativamente alla domanda netta di credito al consumo.

**Aspettative.** Per il quarto trimestre, gli istituti bancari prevedono che gli standard creditizi restino simili a quelli registrati nel trimestre precedente (cfr. figura D, primo riquadro). Inoltre, le banche interpellate si attendono un notevole aumento della domanda netta di credito al consumo nei prossimi tre mesi. (cfr. figura B, terzo riquadro).

## 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 aumentato tra luglio e agosto. L'incremento delle emissioni nette complessive è principalmente ascrivibile alle IFM e al settore delle Amministrazioni pubbliche. Nello stesso periodo la crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area si è mantenuta sui valori moderati degli ultimi due anni.*

### TITOLI DI DEBITO

In agosto il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente aumentato, al 7,6 per cento dal 7,4 di luglio (cfr. figura 5). La crescita delle emissioni a breve termine si è mantenuta moderata, benché leggermente superiore al mese di luglio, al 4,8 per cento, mentre il tasso di espansione delle emissioni a lungo termine è rimasto vigoroso (al 7,9 per cento).

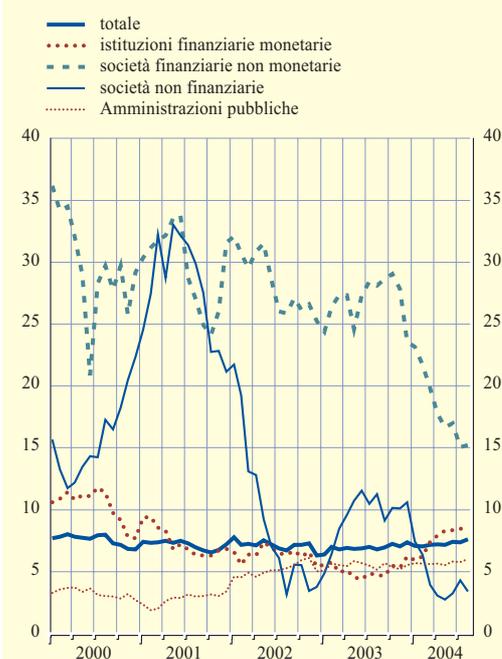
Per quanto attiene alla scomposizione per settore, in agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è aumentato lievemente, all'8,9 per cento (cfr. tavola 3). L'attività di emissione delle IFM è pertanto continuata a un ritmo sostenuto, il che potrebbe riflettere il miglioramento delle condizioni di finanziamento delle IFM, evidenziato ad esempio da indicatori che segnalano un minor rischio di credito in questo settore, 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 agosto, di 0,4 punti percentuali, collocandosi al 9,6 per cento, per effetto di una flessione della crescita relativa alle società non finanziarie, passata al 3,4 per cento in agosto dal 4,3 del mese precedente. Tale calo è stato probabilmente dovuto a una contrazione stagionale superiore alla norma delle emissioni dei titoli di debito in agosto. Il protratto basso tasso di incremento delle emissioni da parte delle società non finanziarie è molto probabilmente imputabile anche al maggiore ricorso all'autofinanziamento e allo scarso fabbisogno complessivo di finanziamento data la relativa debolezza degli investimenti fissi, come confermato dall'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro (cfr. riquadro 2).

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli di debito è salito al 6,0 per cento in agosto, dal 5,7 di luglio. Tale evoluzione è riconducibile a un incremento delle emissioni nette di titoli di debito da parte sia delle Amministrazioni

**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.

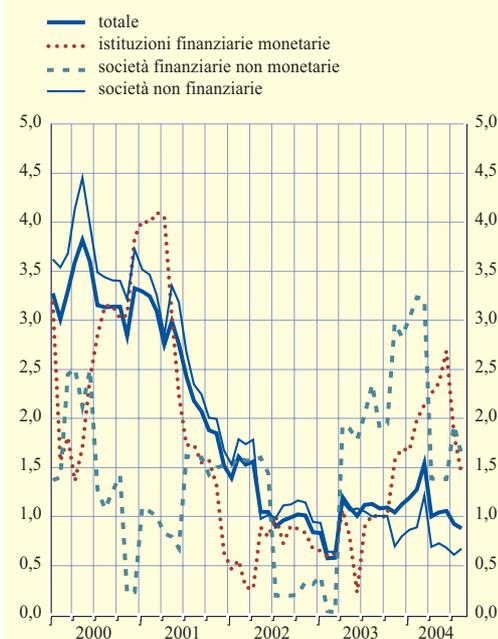
ni centrali che degli altri comparti delle Amministrazioni pubbliche. Il tasso di variazione dei titoli emessi dalle Amministrazioni centrali si è collocato al 5,5 per cento in agosto, lievemente al di sopra del livello di luglio. Come nei mesi precedenti, le emissioni nette di titoli di debito a lungo termine delle Amministrazioni centrali sono state superiori alle loro emissioni nette a breve termine. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da altri comparti delle Amministrazioni pubbliche è aumentato in agosto al 16,9 per cento, contro il 16,0 del mese precedente.

#### AZIONI QUOTATE

Il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato, allo 0,9 per cento (cfr. figura 6 e tavola 3). Alla base di tale andamento vi sono stati un lieve aumento delle emissioni nette di azioni quotate delle società non finanziarie e un calo delle emissioni nette delle IFM. In agosto il tasso di crescita delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie si è collocato allo 0,7 per cento, contro lo 0,6 del mese precedente, mentre quello relativo alle emissioni delle IFM è calato di 0,4 punti percentuali, all'1,4 per cento. Infine, nello stesso mese il tasso di variazione delle emissioni delle società finanziarie non monetarie, comprese le società di assicurazione, è lievemente diminuito, all'1,6 per cento. La moderata attività complessiva sul mercato azionario primario nei trimestri recenti può essere riconducibile sia alla percepita debolezza della domanda degli investitori sia a un fabbisogno di finanziamento delle imprese attualmente limita-

**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.

**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 <sup>1)</sup>					
		2003		2004		2004	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	lug.	ago.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>9.161</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>
IFM	3.477	4,7	5,4	6,3	8,0	8,4	8,9
Società finanziarie non monetarie	721	28,2	27,6	22,2	17,6	15,1	15,2
Società non finanziarie	589	10,7	10,0	7,0	3,1	4,3	3,4
Amministrazioni pubbliche	4.373	5,4	5,4	5,6	5,6	5,7	6,0
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.135	4,7	4,6	4,9	5,0	5,2	5,5
Altre amministrazioni pubbliche	238	22,8	22,4	21,4	18,4	16,0	16,9
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>3.790</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
IFM	582	0,8	1,3	1,9	2,3	1,8	1,4
Società finanziarie non monetarie	362	2,1	2,4	3,1	1,7	1,9	1,6
Società non finanziarie	2.846	1,0	0,9	0,9	0,8	0,6	0,7

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*.

to, in un contesto in cui il costo del capitale di rischio potrebbe ancora essere considerato relativamente elevato dalle società emittenti.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono lievemente diminuiti in ottobre, mentre quelli a più breve termine sono rimasti complessivamente stabili; di conseguenza l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario ha assunto un profilo più piatto a partire dalla fine di settembre.*

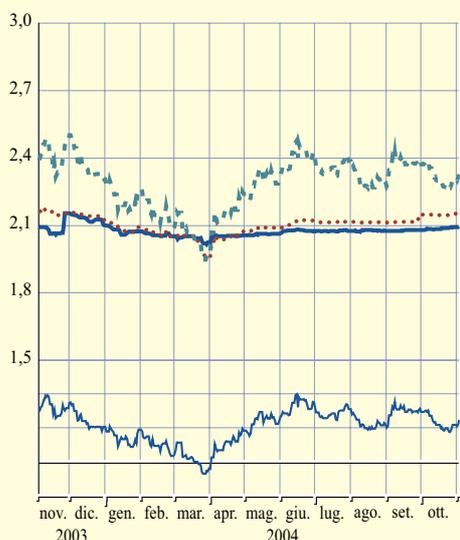
Dopo essere aumentati all'inizio di settembre, i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono diminuiti lievemente in ottobre (cfr. figura 7), per collocarsi il 3 novembre su livelli di 8 punti base inferiori a quelli di fine di settembre. Per contro, nel segmento a più breve termine i rendimenti del mercato monetario sono rimasti stabili, in linea con i tassi di riferimento della BCE (cfr. figura 8). Di conseguenza, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario ha assunto un profilo più piatto dalla fine di settembre. Il 3 novembre il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era di 22 punti base, in netto calo dai 30 di fine settembre.

In ottobre gli operatori di mercato hanno rivisto al ribasso le proprie attese sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei mesi successivi, come si evince dal calo dei tassi Euribor a tre mesi

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

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

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

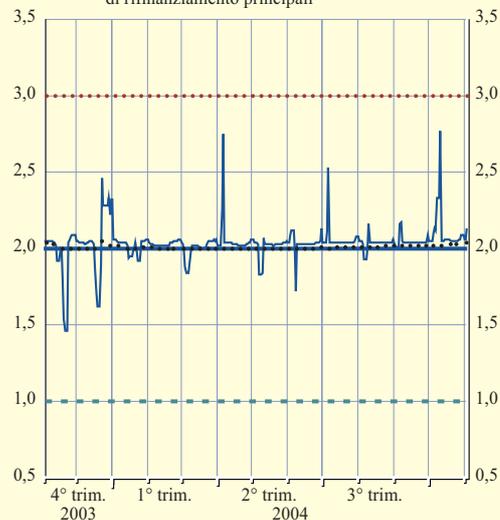


Fonte: Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

impliciti nei contratti *future*. Tra la fine di settembre e il 3 novembre i tassi impliciti nei contratti con scadenza nel dicembre 2004 e marzo e giugno 2005 sono diminuiti di 5-15 punti base.

Il periodo tra la fine di settembre e il 3 novembre è stato caratterizzato da una relativa stabilità delle condizioni di liquidità e dei tassi a più breve termine. Il tasso marginale e quello medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema si sono mantenuti entrambi su livelli di poco superiori al tasso minimo di offerta del 2,00 per cento durante tutto il mese di ottobre. L'Eonia si è collocato intorno al 2,04 per cento per la maggior parte del mese, con la sola eccezione del rialzo osservato nell'ultima settimana del periodo di mantenimento delle riserve concluso l'11 ottobre, data in cui era pari al 2,77 per cento. Il rialzo si è verificato in un contesto di condizioni di scarsa liquidità alla fine del periodo, riconducibili a variazioni dei fattori autonomi che non potevano essere previste dall'Eurosistema al momento dell'ultima decisione di aggiudicazione utile nel periodo. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 28 ottobre, i tassi di aggiudicazione marginale e medio ponderato si sono collocati rispettivamente al 2,10 e 2,11 per cento, ovvero 5 e 4 punti base al di sotto dell'Euribor a tre mesi prevalente in quel momento.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti lievemente sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, riflettendo in qualche misura la revisione al ribasso delle attese degli operatori di mercato circa le prospettive di crescita economica. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari, indicatore dell'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti delle obbligazioni, è rimasta sostanzialmente invariata tanto nell'area dell'euro quanto negli Stati Uniti.

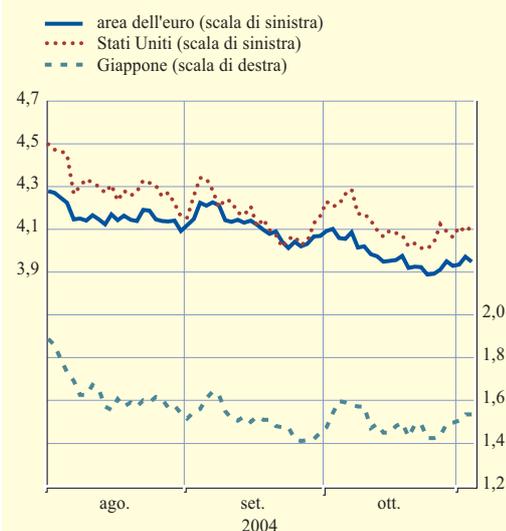
### STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di circa 5 punti base, per collocarsi in prossimità del 4,1 per cento, tra la fine di settembre e il 3 novembre (cfr. figura 9).

Pur beneficiando del sostegno offerto dai dati sul PIL in termini reali relativi al secondo trimestre, migliori del previsto, i rendimenti hanno anche risentito dell'andamento al rialzo dei prezzi del petrolio, che ha indotto gli investitori a rivedere in qualche misura le proprie previsioni sulla crescita futura dell'economia statunitense. I rendimenti obbligazionari reali, misurati dai rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati, sono diminuiti di circa 30 punti base, a conferma dell'impatto determinante esercitato sull'andamento del mercato dalla revisione delle attese di crescita degli investitori. Nel contempo il tasso di inflazione "di pareggio", misurato dalla differenza tra i rendimenti di titoli di Stato nominali e indicizzati, è

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.

aumentato di 25 punti base tra la fine di settembre e il 3 novembre, indicando l'insorgenza di timori di un possibile aumento delle pressioni inflazionistiche in futuro.

L'incertezza degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è rimasta pressoché invariata in ottobre, collocandosi su un livello di poco inferiore alla media registrata dal 1999 (cfr. figura 10).

#### GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati di circa 10 punti base tra la fine di settembre e il 3 novembre, collocandosi in tale data all'1,5 per cento. I rendimenti obbligazionari hanno beneficiato della pubblicazione di dati economici migliori delle attese, nel contesto di dichiarazioni ufficiali della Banca del Giappone tesi a sottolineare "la possibilità che i prezzi al consumo al netto delle componenti più volatili mostrino un incremento stabile nel corso del prossimo esercizio fiscale o leggermente più tardi". D'altronde i rendimenti obbligazionari hanno altresì risentito dell'elevato livello delle quotazioni petrolifere, percepito dai mercati finanziari come un fattore negativo per le esportazioni giapponesi e perciò per l'attività economica in generale.

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

#### AREA DELL'EURO

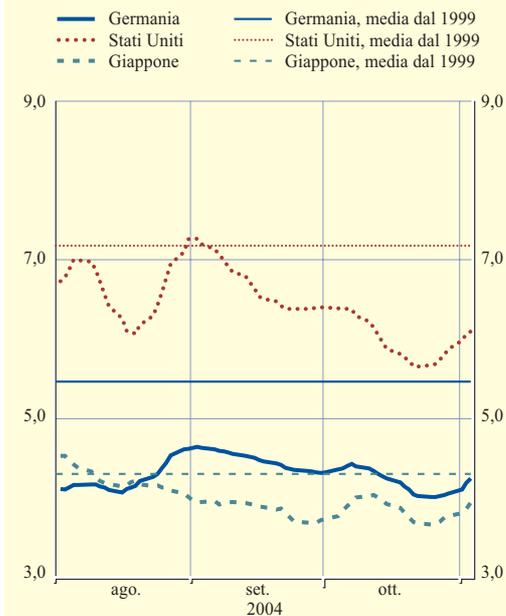
Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti lievemente, di circa 10 punti base, tra la fine di settembre e il 3 novembre, collocandosi in tale data intorno al 3,9 per cento e portando il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato statunitensi e quelli dell'area dell'euro a 20 punti base circa.

Il calo dei rendimenti dei titoli di Stato nell'area sembra riconducibile a una lieve correzione delle attese degli operatori circa la crescita economica globale, a fronte del persistente livello elevato delle quotazioni petrolifere, e ha interessato l'intero spettro delle scadenze della curva dei tassi a termine impliciti nei tassi *swap* (cfr. figura 11).

Come negli Stati Uniti, la riduzione dei rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine si è accompagnata al calo dei rendimenti reali. Tra la fine di settembre e il 3 novembre, i rendimenti

**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.

dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati sono diminuiti di circa 15 punti base. A differenza di quanto accaduto negli Stati Uniti, tuttavia, il tasso di inflazione “di pareggio” a dieci anni, misurato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli a dieci anni e quelli dei titoli con pari scadenza indicizzati allo IAPC dell’area dell’euro (al netto dei prezzi del tabacco) – che incorpora, oltre a vari altri fattori, le aspettative degli operatori di mercato sull’inflazione – è rimasto pressoché invariato, 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 per il rischio che possono influire sul suo andamento, va notato come esso sia relativamente elevato rispetto al suo valore medio degli ultimi anni.

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

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E I DEPOSITI

*I tassi di interesse applicati dalle IFM alle nuove operazioni sono rimasti per lo più invariati in agosto.*

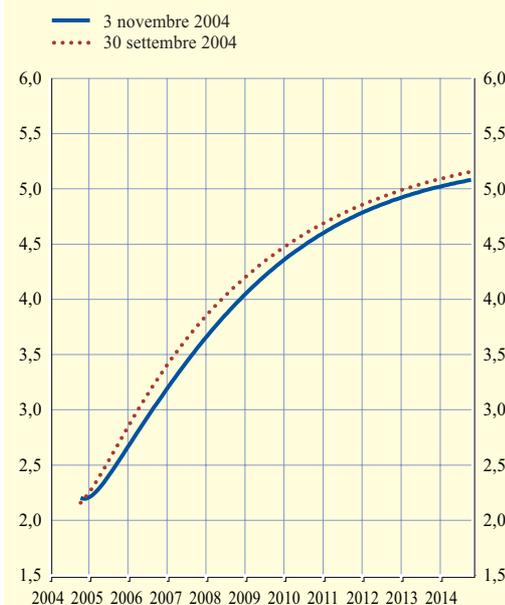
I tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM alle nuove operazioni sono rimasti per lo più sostanzialmente invariati in agosto (cfr. le figure 12 e 13 e la tavola 4), con l’eccezione del tasso sul credito al consumo, aumentato di circa 40 punti base principalmente per effetto dell’aumento in alcuni paesi del ricorso a strumenti relativamente più costosi, quali le carte di credito, per il finanziamento dei consumi.

Su un orizzonte temporale più lungo, nei primi otto mesi del 2004 i tassi bancari a breve sui depositi sono rimasti praticamente invariati, a fronte di un lieve calo della maggior parte dei tassi comparabili sui prestiti. Tra la fine di dicembre 2003 e agosto 2004 i tassi applicati ai depositi delle famiglie e a quelli con durata prestabilita delle società non finanziarie sono rimasti praticamente invariati mentre i tassi sui prestiti alle famiglie per l’acquisto di abitazioni sono diminuiti di circa 10 punti base. Mentre i tassi sui prestiti di importo contenuto (non superiori al milione di euro) a società non finanziarie sono rimasti invariati dal dicembre 2003, quelli sui prestiti di importo elevato (oltre il milione di euro) sono anche diminuiti di circa 10 punti base. A titolo di paragone, il tasso di mercato monetario a tre mesi è diminuito complessivamente di 4 punti base fra l’inizio dell’anno e agosto.

Anche i tassi a lungo termine delle IFM sono rimasti sostanzialmente invariati in agosto, con la sola eccezione dei tassi sui prestiti di importo elevato (oltre il milione di euro) alle società non finanziarie,

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

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



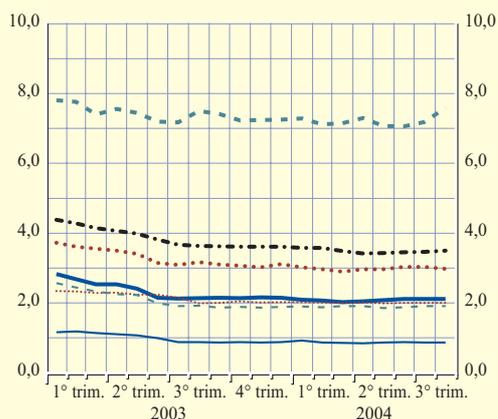
Fonte: stima della BCE.

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.

**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 corretti<sup>1)</sup>)

- tasso del mercato monetario a tre mesi
- ..... prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno
- - - prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale fino a un anno
- depositi a vista di società non finanziarie
- ..... depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno
- ..... prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione a tasso variabile e con periodo iniziale di determinazione del tasso fino a un anno



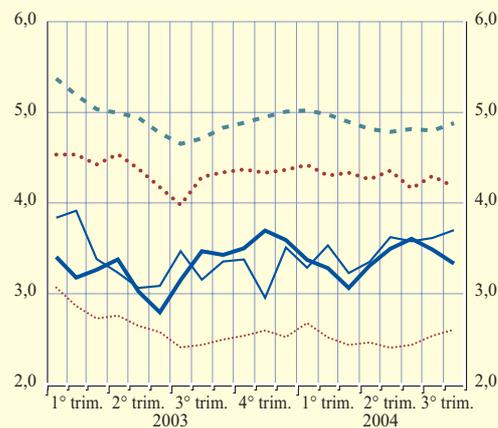
Fonte: BCE.

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 corretti<sup>1)</sup>)

- rendimenti sui titoli di Stato a 5 anni
- ..... prestiti a società non finanziarie superiori al milione di euro con periodo iniziale di determinazione del tasso superiore a cinque anni
- - - prestiti alle famiglie per acquisto di abitazione con periodo iniziale di determinazione del tasso compreso tra cinque e dieci anni
- depositi di società non finanziarie con durata prestabilita oltre due anni
- ..... depositi delle famiglie con durata prestabilita oltre due anni



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.

diminuiti di circa 10 punti base. Su un orizzonte temporale più lungo, i tassi a lungo termine sono in genere diminuiti in qualche misura tra dicembre 2003 e agosto 2004, in linea con l'andamento dei tassi di mercato comparabili (il rendimento del titolo di Stato a cinque anni è diminuito di 26 punti base). I tassi applicati dalle IFM ai prestiti di importo elevato sono scesi di circa 20 punti base nello stesso periodo, mentre quelli sui prestiti di importo contenuto (non superiori al milione) sono diminuiti in misura considerevolmente inferiore, di circa 5 punti base. A oggi, la trasmissione dai tassi di mercato ai tassi bancari comparabili sembra essere stata maggiore per i prestiti di importo elevato rispetto a quelli di importo contenuto, pur rimanendo relativamente lenta, in linea con l'esperienza passata.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

*In ottobre le quotazioni azionarie sono lievemente aumentate sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, sostenute dalla pubblicazione di dati positivi sulla redditività delle imprese e dal calo dei*

**Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni**

 (valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati<sup>1)</sup>)

							Variazione in punti base fino a agosto 2004			
	2004 mar.	2004 apr.	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.	2003 gen.	2003 dic.	2004 mag.	2004 lug.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>										
<b>Depositi delle famiglie</b>										
con durata prestabilita fino a un anno	1,91	1,91	1,86	1,88	1,91	1,92	-65	3	6	1
con durata prestabilita oltre due anni	2,44	2,46	2,40	2,43	2,53	2,60	-47	8	20	7
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	2,01	2,00	2,00	2,00	2,00	-34	-2	0	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,59	2,57	2,55	2,54	2,54	2,53	-75	-15	-2	-1
<b>Depositi a vista detenuti da società non finanziarie</b>										
Depositi detenuti da società non finanziarie	0,86	0,85	0,87	0,88	0,87	0,87	-29	-1	0	0
<b>Depositi detenuti da società non finanziarie</b>										
con durata prestabilita fino a un anno	1,96	1,97	1,96	1,99	1,99	1,98	-73	-2	2	-1
con durata prestabilita oltre due anni	3,23	3,35	3,62	3,58	3,61	3,70	-14	19	8	9
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>										
<b>Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	7,15	7,29	7,07	7,06	7,18	7,60	-20	34	53	42
<b>Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,49	3,42	3,43	3,45	3,46	3,49	-89	-12	6	3
con determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni	4,89	4,82	4,78	4,81	4,80	4,88	-49	-13	10	8
<b>Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie</b>										
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,56	5,52	5,46	5,44	5,37	5,39	-81	-19	-7	2
<b>Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,98	3,94	3,96	3,96	4,02	4,03	-86	0	7	1
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,80	4,70	4,63	4,72	4,68	4,71	-46	-6	8	3
<b>Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,90	2,97	2,96	3,03	3,03	2,98	-74	-13	2	-5
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,33	4,26	4,36	4,16	4,30	4,18	-36	-18	-18	-12
<b>Per memoria</b>										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,03	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	-72	-4	2	-1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,16	2,39	2,55	2,74	2,70	2,53	-11	-5	-2	-17
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,06	3,31	3,50	3,60	3,49	3,33	-7	-26	-17	-16

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.

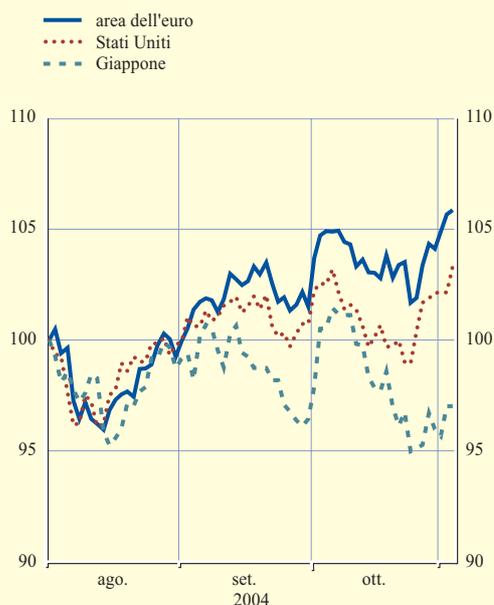
*tassi di interesse a lungo termine, a fronte dell'impatto negativo del rincaro del petrolio. Nel contempo la volatilità implicita dei mercati azionari è aumentata lievemente, pur restando su livelli contenuti.*

## STATI UNITI

Tra la fine di settembre e il 3 novembre l'indice ampio Standard & Poor's 500 è aumentato del 2 per cento circa (cfr. figura 14). La dinamica dei prezzi azionari negli Stati Uniti sembra aver risentito dell'effetto di diversi fattori contrastanti, fra cui, da un lato, la pressione al ribasso derivante dal livello persistentemente elevato delle quotazioni petrolifere e, dall'altro, la pubblicazione di dati positivi sugli utili societari, oltre all'andamento calante dei rendimenti dei titoli di Stato. Il settore

**Figura 14 Indici dei corsi azionari**

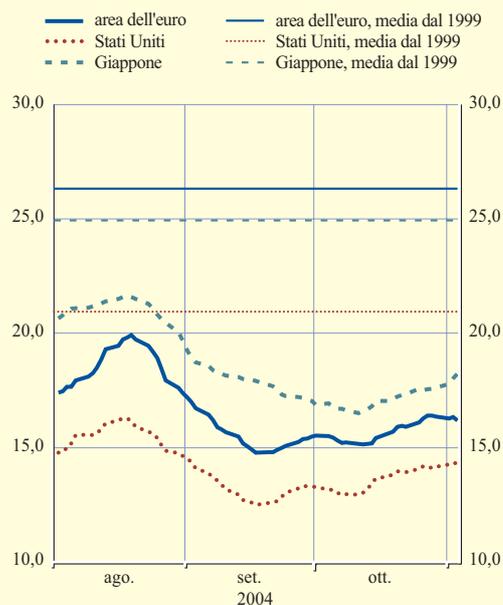
(indice: 1° agosto 2004 = 100; dati giornalieri)



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.

che ha fatto segnare il maggior rialzo complessivo in ottobre è stato quello tecnologico, favorito dagli annunci di utili societari positivi.

L'incertezza sul mercato azionario statunitense, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è aumentata lievemente tra la fine di settembre e il 3 novembre, pur restando su livelli ben inferiori alla media registrata dal 1999 (cfr. la figura 15 e il riquadro 3 intitolato *Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati azionari*).

### GIAPPONE

In Giappone i corsi azionari, misurati dall'indice Nikkei 225, hanno registrato qualche oscillazione in ottobre, aumentando nel complesso di circa 1 punto base tra la fine di settembre e il 3 novembre. Da un lato infatti i corsi azionari sono stati sostenuti dal miglioramento delle percezioni dei mercati sulle prospettive economiche di medio termine, dall'altro le quotazioni del greggio persistentemente elevate hanno causato timori negli operatori riguardo alle prospettive economiche globali e in particolare riguardo al loro impatto sulle esportazioni giapponesi, che a oggi sono state il principale fattore della ripresa economica del paese.

La volatilità implicita estratta dal prezzo delle opzioni sull'indice Nikkei 225, una misura dell'incertezza del mercato azionario giapponese, è aumentata lievemente tra la fine di settembre e il 3 novembre, pur collocandosi in tale data su un livello ben inferiore alla media storica registrata dal 1999.

## AREA DELL'EURO

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate di circa il 4 per cento tra la fine di settembre e il 3 novembre, sostenute dalla revisione al rialzo delle attese sugli utili societari per i trimestri successivi, oltre che dai dati positivi sugli utili realizzati. Ciò sembra avere compensato l'effetto negativo che il rincaro del petrolio ha esercitato, tramite i suoi effetti percepiti, sui costi degli input, sui profitti delle imprese e, più in generale, sulla percezione delle prospettive economiche da parte dei mercati.

Il rialzo dei corsi azionari nell'area dell'euro è stato generalizzato e ha interessato quasi tutti i settori dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, specie quello tecnologico: i titoli in quest'ultimo settore, che tendono ad avere un'elevata volatilità e che nel mese precedente avevano registrato un andamento mediocre, hanno beneficiato della pubblicazione di dati sugli utili societari migliori delle attese.

L'incertezza dei mercati azionari dell'area, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, è aumentata lievemente tra la fine di settembre e il 3 novembre, restando tuttavia su livelli ben inferiori alla media storica registrata dal 1999.

### Riquadro 3

#### TENDENZE RECENTI NELLA VOLATILITÀ IMPLICITA DEI MERCATI AZIONARI

La volatilità implicita dei mercati azionari – che viene ricavata dai prezzi delle opzioni e costituisce una misura della volatilità delle quotazioni nel breve termine attesa dagli operatori – ha continuato a scendere a livello mondiale nell'ultimo anno e mezzo, raggiungendo livelli significativamente inferiori a quelli osservati negli ultimi anni. Vi è chi teme che i livelli attuali siano persino troppo bassi. Nel presente riquadro tale questione viene analizzata sulla base dei dati relativi al mercato azionario statunitense, ma le conclusioni che se ne traggono dovrebbero risultare approssimativamente valide anche per i mercati azionari di altre importanti economie.

La figura A riporta la volatilità implicita dell'indice Standard & Poor's 500 misurata dall'indice VIX (l'indice di volatilità del Chicago Board Options Exchange <sup>1)</sup>) alla fine di ciascun mese a partire dal gennaio del 1990, nonché la volatilità effettiva dei corsi azionari nel mese seguente, calcolata come la deviazione standard mensile delle variazioni percentuali giornaliere di prezzo. La finestra mensile impiegata per il calcolo della volatilità effettiva coincide con la vita residua delle opzioni da cui si ricava la volatilità implicita. Pertanto, il raffronto tra le due serie può fornire indicazioni circa la presenza e l'entità di eventuali scostamenti della volatilità attesa dagli operatori rispetto ai dati effettivamente osservati per ciascun mese.

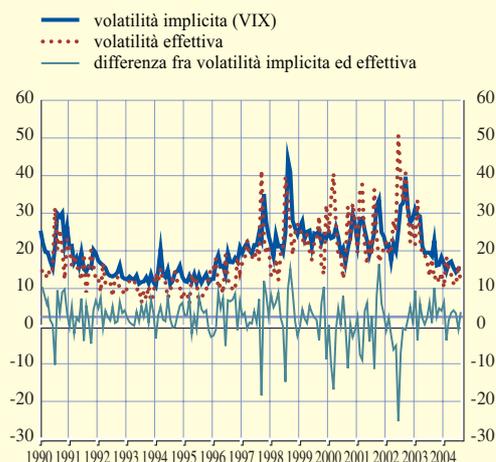
Come si può rilevare dalla figura A i due tipi di volatilità, implicita e effettiva, evidenziano un comovimento piuttosto elevato. In particolare, nei periodi caratterizzati da un'elevata volatilità implicita è generalmente elevata anche quella effettiva, e viceversa <sup>2)</sup>.

1) Per una descrizione di questo indice e delle modifiche metodologiche recentemente apportatevi, cfr. il White Paper in materia del Chicago Board Options Exchange (<http://www.cboe.com/micro/vix/vixwhite.pdf>).

2) In media, l'indice VIX tende a essere leggermente superiore alla volatilità effettiva, probabilmente a causa di alcune distorsioni nella misurazione delle due serie. Per una discussione di tali distorsioni, cfr. B.J. Christensen e N.R. Prabhala (1998), "The relation between implied and realized volatility", *Journal of Financial Economics*, 50, pp. 125-150.

**Figura A Volatilità implicita ed effettiva misurata sull'indice Standard & Poor's 500**

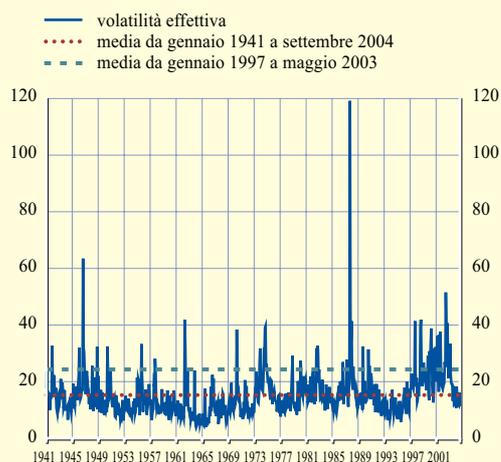
(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Chicago Board Options Exchange, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Nota: La linea orizzontale indica il differenziale medio fra volatilità implicita ed effettiva.

**Figura B Volatilità effettiva dell'indice Standard & Poor's 500**

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Nota: La volatilità effettiva è calcolata come la deviazione standard annualizzata della variazione percentuale giornaliera dei corsi azionari per ciascun mese.

Se la volatilità implicita costituisce un'aspettativa efficiente o razionale della volatilità effettiva nel mese successivo, allora la differenza tra le due misure dovrebbe avere natura puramente casuale. Ciò implica una non sistematicità degli errori di previsione degli operatori. All'opposto, l'eventuale andamento sistematico delle deviazioni della volatilità attesa da quella effettiva, segnalato ad esempio da serie relativamente lunghe di errori di previsione dello stesso segno, potrebbe essere indicativo di un'anomalia nella fissazione del prezzo. La figura A riporta anche la differenza tra la volatilità implicita e quella effettiva per l'indice Standard & Poor's 500. Come si evince dalla figura, il solo caso in cui i due tipi di volatilità sono stati sostanzialmente diversi per un periodo di tempo esteso si è avuto da marzo ad ottobre del 2002. In questo periodo la volatilità implicita ha sottostimato quella effettiva in misura abbastanza significativa, a causa di importanti eventi di mercato inattesi, come la rivelazione di una serie di scandali societari di natura contabile negli Stati Uniti.

Per quanto riguarda la situazione attuale, tuttavia, non vi sono indicazioni secondo cui la volatilità implicita fornirebbe una stima sistematicamente troppo bassa della volatilità effettiva, cosa che dovrebbe avvenire se la volatilità implicita fosse spinta verso il basso da fattori diversi dalle aspettative degli operatori. Il calo della volatilità implicita sembra piuttosto ascrivibile al fatto che gli operatori hanno osservato una diminuzione della volatilità effettiva nei mesi precedenti.

La figura B inquadra la situazione attuale in una prospettiva storica, tracciando l'andamento della volatilità effettiva nel mercato azionario statunitense dal 1941. Dalla figura emerge chiaramente come in un'ottica di più lungo periodo il livello odierno di incertezza sul mercato azionario non possa definirsi storicamente basso. Si evince inoltre che il periodo tra il 1997 e la metà del 2003 è stato molto volatile; si è trattato di una fase piuttosto lunga di turbolenza sui mercati, cominciata con le tensioni finanziarie originate dalle crisi asiatica e russa nel 1997-98 e ulteriormente alimentata, tra le altre cose, dallo scoppio della presunta bolla speculativa relativa

ai titoli tecnologici, da vari scandali societari di natura contabile e da un aumento delle tensioni geopolitiche.

Conseguentemente, le incertezze degli operatori originate dai passati episodi di crisi potrebbero infine essere venute meno. L'assenza di nuove importanti turbative di mercato nell'ultimo anno pare aver reso gli operatori fiduciosi in una maggiore stabilità dei mercati azionari, riportando volatilità attesa e effettiva maggiormente in linea con le medie di lungo periodo.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è salita al 2,5 per cento, dopo essere calata di 0,2 punti percentuali tra agosto e settembre. La flessione di settembre è principalmente ascrivibile all'andamento dei prezzi degli alimentari, mentre l'incremento di ottobre sembra rispecchiare una maggiore crescita dei prezzi dei beni energetici. Per quel che concerne i 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'evoluzione del costo del lavoro, i dati più recenti confermano l'ipotesi secondo cui nell'area la crescita salariale sul periodo corrispondente sarebbe rimasta moderata nella prima metà dell'anno. In prospettiva, sebbene sia probabile che il tasso di inflazione si mantenga su livelli significativamente superiori al 2 per cento nei prossimi mesi, al momento vi sono scarse indicazioni dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di medio periodo.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER OTTOBRE

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in ottobre l'inflazione armonizzata nell'area è salita al 2,5 per cento dal 2,1 del mese precedente (cfr. tavola 5). Benché non siano attualmente disponibili dati disaggregati, sembra che la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici sia di nuovo aumentata significativamente dopo il lieve calo evidenziato in settembre. Considerata la natura preliminare delle informazioni, tale stima rimane caratterizzata da qualche incertezza.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA A SETTEMBRE

In settembre l'inflazione armonizzata nell'area è scesa al 2,1 per cento (0,2 punti percentuali in meno rispetto ad agosto), risultando inferiore di 0,1 punti percentuali alla stima rapida dell'Eurostat. A tale flessione ha contribuito la maggior parte delle componenti, in particolare quella dei beni alimentari. Il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è diminuito di 0,1 punti percentuali, collocandosi in settembre al 2,1 per cento.

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.	2004 ott.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,3	2,1	2,5	2,4	2,3	2,3	2,1	2,5
Beni energetici	-0,6	3,0	6,7	5,9	5,9	6,5	6,4	.
Alimentari non trasformati	3,1	2,1	1,7	1,2	0,7	-0,2	-1,5	.
Alimentari trasformati	3,1	3,3	3,9	3,8	3,8	3,6	3,4	.
Beni industriali non energetici	1,5	0,8	0,9	0,9	0,7	0,9	0,9	.
Servizi	3,1	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,6	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	-0,1	1,4	2,4	2,4	2,9	3,1	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	26,5	25,1	30,9	29,3	30,7	34,1	35,0	39,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	-0,9	-4,5	21,1	21,9	18,0	11,0	6,9	3,7

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

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

Sempre in settembre, il tasso di variazione dei prezzi degli alimentari non trasformati è sceso a -1,5 per cento dal -0,2 di agosto (cfr. figura 16). Questo andamento è riconducibile principalmente a un forte effetto base indotto dal rincaro degli alimentari freschi lo scorso anno, a causa dell'estate eccezionalmente calda e della siccità che avevano interessato l'area. Per contro, l'offerta abbondante determinata dalle favorevoli condizioni climatiche dell'estate appena trascorsa ha provocato una riduzione dei prezzi in settembre, in particolare di quelli delle verdure. La crescita dei prezzi dei beni energetici è diminuita di 0,1 punti percentuali, portandosi al 6,4 per cento; tale lieve ribasso è dovuto soprattutto alla contrazione del prezzo dei carburanti per il trasporto privato.

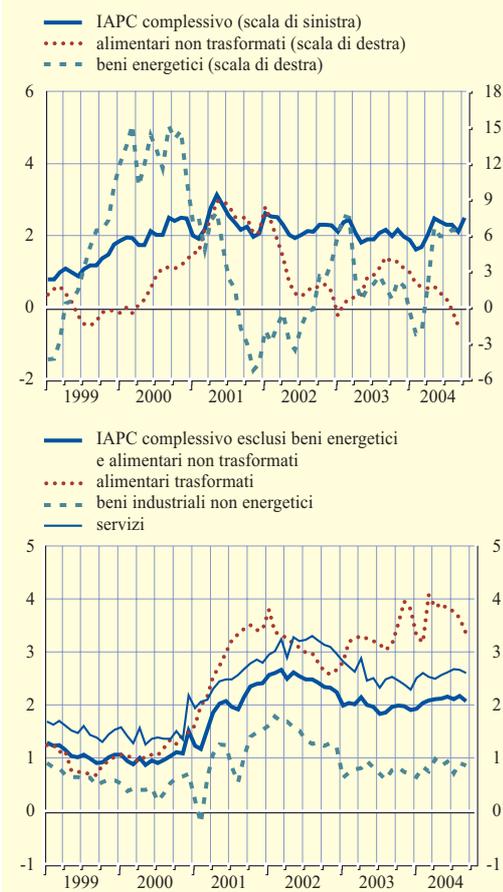
Il calo dell'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è imputabile al rallentamento sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati e dei servizi. Nel contempo, il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto invariato allo 0,9 per cento, in quanto l'accelerazione dei prezzi delle autovetture è stata compensata da un minor incremento di quelli dell'abbigliamento. La crescita dei prezzi degli alimentari trasformati è scesa al 3,4 per cento dal 3,6 di agosto: essa risulterebbe considerevolmente inferiore (intorno all'1 per cento) se si escludessero i prezzi del tabacco. Anche la crescita dei prezzi dei servizi si è ridotta, portandosi al 2,6 per cento dal 2,7 del mese precedente, principalmente per effetto di un rallentamento dei prezzi delle vacanze organizzate.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

Nel complesso, i dati sull'andamento dei prezzi agli stadi iniziali della catena produttiva indicano la presenza di alcune pressioni inflazionistiche sugli stadi successivi. In agosto il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione (IPP) escluse le costruzioni è stato superiore di 3,1 punti percentuali rispetto a febbraio, quando è iniziata la recente tendenza al rialzo (cfr. figura 17). Durante questo periodo l'accelerazione dell'IPP è stata indotta soprattutto dai prezzi dei beni energetici, che vi hanno concorso per circa 1,6 punti percentuali, mentre il contributo dei prezzi dei beni intermedi è stato pari a 1,3 punti percentuali. L'aumento dell'inflazione alla produzione nel corso del 2004 risulta pertanto quasi interamente ascrivibile alla dinamica di queste due componenti.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In agosto la crescita sui dodici mesi dell'IPP escluse le costruzioni è salita al 3,1 per cento dal 2,9 di luglio, toccando il livello più alto da maggio 2001. Tale rialzo è imputabile a un'ulteriore accelerazione dei prezzi dei beni intermedi, energetici e, in misura minore, dei beni di investimento. Allo stesso tempo, i prezzi dei beni di consumo hanno rallentato. In agosto il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPP al netto delle costruzioni e dei beni energetici si è portato al 2,3 per cento dal 2,2 di luglio.

I dati delle indagini congiunturali sui prezzi degli input segnalano la possibilità di nuovi aumenti dei prezzi alla produzione in settembre e in ottobre. Lo *Eurozone Input Price Index* per il settore manifatturiero, basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti, si è accresciuto ulteriormente in ottobre, attestandosi sul livello più elevato dagli inizi del 2000. Oltre al rincaro dei beni energetici, gli intervistati hanno indicato pressioni al rialzo su molti altri input, fra cui i prodotti in acciaio. Nel contempo, anche l'indice dei prezzi applicati dai produttori è salito in ottobre, raggiungendo il massimo livello da quando sono stati raccolti i primi dati nel 2002. Per quanto riguarda il settore dei servizi, lo *Eurozone Input Price Index* è aumentato tra settembre e ottobre principalmente a causa del rincaro dei beni energetici, sebbene gli intervistati abbiano fatto riferimento anche a pressioni salariali. Contestualmente, i prezzi medi applicati dai fornitori di servizi sono lievemente diminuiti in ottobre, suggerendo che le imprese potrebbero non aver trasferito i più alti costi degli input agli stadi successivi della catena produttiva.

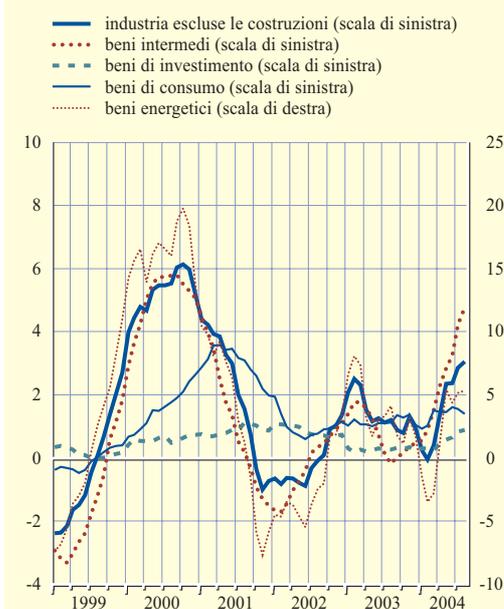
### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori dell'andamento del costo del lavoro disponibili confermano che la crescita salariale sul periodo corrispondente nell'area dell'euro è rimasta moderata nel secondo trimestre di quest'anno (cfr. figura 18). L'incremento sia dei redditi per occupato sia dell'indice del costo orario del lavoro è stato pari al 2,1 per cento nel trimestre, rispettivamente invariato e in calo di 0,6 punti percentuali rispetto al primo trimestre. Nel contempo, la crescita dell'indice delle retribuzioni contrattuali ha mostrato una flessione di 0,1 punti percentuali, collocandosi al 2,2 per cento (cfr. tavola 6).

La scomposizione settoriale dei redditi per occupato mostra che il calo della crescita salariale nell'industria e nelle costruzioni è stato compensato da un'accelerazione nel settore dei servizi (che rappresenta circa il 70 per cento dei redditi totali; cfr. figura 19). Questi ultimi sviluppi contrastano con quelli degli inizi del 2002, allorché la crescita salariale era aumentata nell'industria e, contestualmente, scesa nei servizi. Tuttavia, il recente incremento della crescita salariale nel settore dei

**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	2,1
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	2,1
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,3	0,4	0,1	0,2	0,5	1,2	1,9
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,2	2,0	2,5	2,3	1,6	1,0	0,3

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

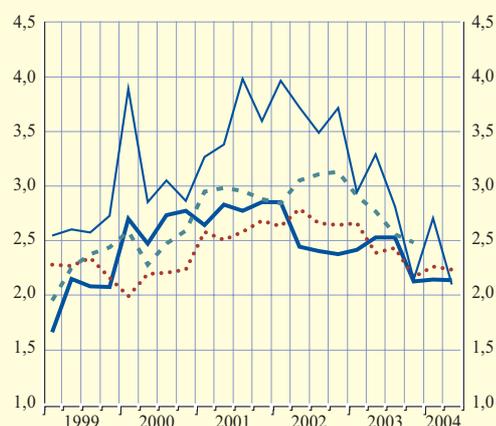
servizi è interamente riconducibile alla componente dei servizi non di mercato (pubblici), considerato il rallentamento nel settore dei servizi di mercato.

A seguito degli ultimi sviluppi relativi ai redditi per occupato e della maggiore crescita della produttività, la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto ha continuato a scendere nel secondo trimestre, portandosi dall'1,0 per cento del primo trimestre allo 0,3, il valore più basso dal 1999. In termini reali (usando lo IAPC come deflatore), la crescita del costo unitario del lavoro è stata negativa negli ultimi tre trimestri. In prospettiva, a fronte del persistere di condizioni di debolezza del mercato del lavoro, la crescita salariale dovrebbe mantenersi moderata. Si prevede che il costo del lavoro per unità di prodotto rimanga contenuto anche nei prossimi trimestri, rispecchiando non solo il livello contenuto della crescita salariale ma anche l'andamento favorevole della produttività del lavoro.

**Figura 18 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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

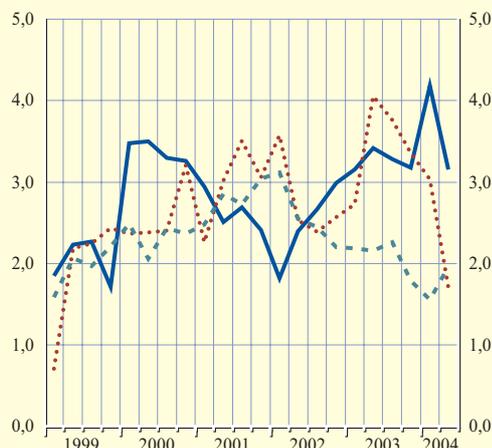


Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 19 Scomposizione per settore dei redditi per occupato**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

- industria escluse le costruzioni
- costruzioni
- - - servizi



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe rimanere significativamente al di sopra del 2 per cento, in quanto il recente incremento dei corsi petroliferi dovrebbe esercitare pressioni al rialzo sui prezzi al consumo. Oltre il breve termine, tuttavia, vi sono al momento scarse indicazioni dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di medio periodo nell'area dell'euro. Tale valutazione è avvalorata dagli ultimi dati della *Survey of Professional Forecasters* della BCE, relativi al quarto trimestre (cfr. riquadro 4). In particolare, la crescita salariale sembra mantenersi moderata, in parte a causa dell'assenza di pressioni provenienti dal mercato del lavoro. È nondimeno importante rilevare che le prospettive per l'inflazione si basano sull'ipotesi che le quotazioni petrolifere diminuiscano, in linea con le attuali attese del mercato, e che non insorgano effetti di secondo impatto attraverso il processo di formazione di salari e prezzi. Inoltre, l'effetto delle misure fiscali sull'inflazione potrebbe risultare più marcato di quanto sia attualmente previsto, poiché non è possibile escludere l'eventualità di ulteriori aumenti delle imposte indirette e dei prezzi amministrati.

#### Riquadro 4

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

Tra il 18 e il 21 ottobre 2004 la BCE ha condotto la venticinquesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF) che raccoglie le aspettative sull'inflazione, la crescita del PIL e la disoccupazione per l'area dell'euro di un gruppo di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie situate nell'UE. Nell'esaminare i risultati commentati in questo riquadro è importante ricordare che, alla luce della diversità del campione di partecipanti all'inchiesta, è probabile che i risultati aggregati della SPF riflettano una serie eterogenea di opinioni e assunti soggettivi. Laddove possibile, i risultati della SPF sono stati confrontati con altri indicatori disponibili di aspettative del settore privato per gli stessi orizzonti temporali.

##### **Le prospettive per l'inflazione rimangono invariate rispetto alla precedente SPF**

Per quanto riguarda le prospettive relative all'inflazione armonizzata, vi sono stati cambiamenti minimi tra l'ultima SPF e quella condotta durante l'estate. Le attese per il 2004 sono rimaste invariate al 2,1 per cento e, avvicinandosi la fine dell'anno, l'incertezza sul dato si è ridotta. Nel 2005 l'inflazione dovrebbe collocarsi all'1,9 per cento e mantenersi su questo livello nel 2006. Lo stesso profilo era già stato anticipato nella precedente indagine. Secondo gli intervistati, i corsi petroliferi saranno un importante fattore di condizionamento delle prospettive complessive di inflazione. I rincari petroliferi dovrebbero trasmettersi ai prezzi al consumo nel 2005 ma essere controbilanciati dall'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro, da un effetto base al ribasso sui prezzi del tabacco e dell'assistenza sanitaria nonché dalla natura graduale del recupero della crescita del PIL. Si ritiene che i rischi di maggiori pressioni salariali attraverso gli effetti di secondo impatto siano limitati, soprattutto in considerazione della persistente debolezza del mercato del lavoro.

Nel complesso, le aspettative rilevate dalla SPF per il 2004, 2005 e 2006 sono sostanzialmente in linea con i dati pubblicati nelle edizioni di ottobre di *Consensus Economics* e di *Euro Zone Barometer* (cfr. tavola).

**Risultati della *Survey of Professional Forecasters*, di *Consensus Economics* e dell'*Euro Zone Barometer***

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

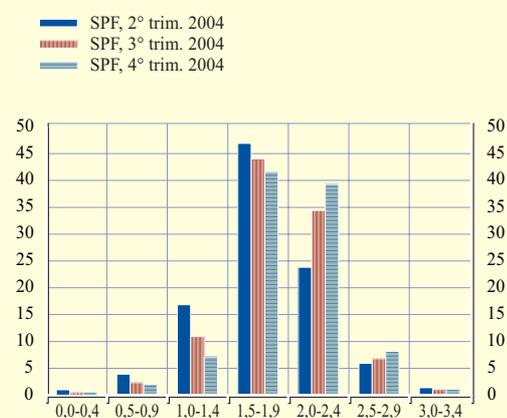
1) In percentuale delle forze di lavoro.

2) Nell'ultima SPF le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2009. Nell'*Euro Zone Barometer* esse si riferiscono al 2008. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2010-2014.

Ai partecipanti all'indagine viene altresì richiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in termini percentuali, che i risultati effettivi cadano entro determinati intervalli. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte contribuisce a indicare in che modo i partecipanti valutino, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. La figura A mostra le distribuzioni di probabilità aggregate dei tassi di inflazione medi sui dodici mesi misurati dallo IAPC nel 2005 relative alle ultime tre inchieste. La distribuzione delle probabilità indica un ulteriore spostamento verso l'alto dei rischi; gli intervistati ritengono, infatti, che vi sia ora una probabilità del 39 per cento che l'inflazione si collochi tra il 2,0 e il 2,4 per cento nel 2005. Tuttavia, la distribuzione di probabilità per il 2006 è rimasta quasi invariata rispetto alla precedente indagine, con un aumento minimo del rischio che l'inflazione si collochi tra il 2,0 e il 2,4 per cento. Secondo molti intervistati il rischio maggiore è rappresentato dall'impatto che l'incertezza geopolitica esercita sulle prospettive di inflazione attraverso l'andamento dei corsi petroliferi.

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2005 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste)**

(valori percentuali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

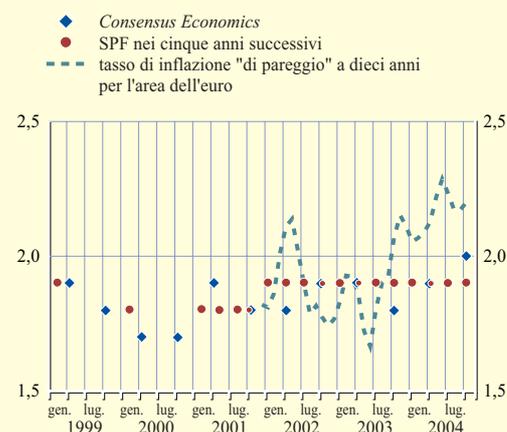
## Invariate le aspettative di inflazione a più lungo termine e assenza di ulteriori incrementi nella valutazione dei rischi

Le aspettative di inflazione a più lungo termine (a cinque anni) degli intervistati sono rimaste invariate all'1,9 per cento per la dodicesima indagine consecutiva (cfr. figura B). Tale risultato è in linea con le aspettative di inflazione a lungo termine riportate nell'edizione di ottobre di *Euro Zone Barometer* e appena al di sotto di quelle pubblicate nello stesso mese su *Consensus Economics* che segnalavano un leggero aumento tra aprile e ottobre (dall'1,9 al 2,0 per cento).

Per quanto concerne gli indicatori delle aspettative di inflazione estratti dagli strumenti finanziari, i tassi di inflazione "di pareggio" a dieci anni, desunti dai rendimenti delle obbligazioni francesi indicizzate allo IAPC dell'area dell'euro (al netto del tabacco), si sono mantenuti su livelli relativamente elevati<sup>1)</sup>. Va tuttavia tenuto presente che questi tassi vengono influenzati anche da diversi premi per il rischio (quali ad esempio un premio per l'incertezza sull'andamento dell'inflazione futura e un premio per la liquidità). L'ipotesi che l'attuale livello dei tassi di inflazione di pareggio possa riflettere in parte l'incertezza sull'andamento dell'inflazione è avvalorata dal fatto che la probabilità attribuita dagli intervistati a un'inflazione pari o superiore al 2% nel lungo termine è stata anch'essa relativamente elevata nell'ultimo anno rispetto a indagini precedenti, benché si sia ridotta dalla precedente SPF condotta in estate<sup>2)</sup>.

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

(variazioni percentuali medie sui dodici mesi)



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

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

Nel 2004 la crescita del PIL nell'area dell'euro dovrebbe collocarsi all'1,9 per cento, 0,1 punti percentuali in più rispetto alla precedente indagine. Tuttavia, le previsioni per il 2005 e il 2006 sono state in ciascun caso riviste al ribasso di 0,1 punti percentuali, al 2,0 e 2,2 per cento. Poiché si ritiene che la crescita del PIL sia guidata principalmente dalla domanda estera, una decelerazione dell'espansione economica mondiale è vista come un rilevante rischio verso il basso per gli anni a venire e spiega in gran parte la revisione al ribasso delle prospettive di crescita. Sul piano interno, le favorevoli condizioni di finanziamento dovrebbero sostenere un rilancio degli investimenti. Tuttavia, i partecipanti all'indagine ritengono che i bassi livelli di fiducia e la debolezza della domanda dovuti al mancato miglioramento del mercato del lavoro stiano pesando sulle prospettive di crescita.

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

2) Ulteriori dati sono disponibili sul sito Internet della BCE, all'indirizzo [www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html).

Le previsioni dell'indagine per la crescita economica nel 2004, 2005 e 2006 sono sostanzialmente in linea con quelle dell'edizione di ottobre di *Euro Zone Barometer*, pari all'1,9, al 2,1 e al 2,2 per cento, rispettivamente, e con quelle pubblicate da *Consensus Economics*, pari rispettivamente all'1,9, 2,0 e 2,0 per cento (cfr. tavola). Per quanto riguarda i tassi di crescita di più lungo periodo, le aspettative a cinque anni (vale a dire per il 2009) si collocano al 2,2 per cento, 0,1 punti percentuali in meno della precedente indagine.

Le previsioni del tasso di disoccupazione nell'area dell'euro sono state leggermente riviste al rialzo rispetto alla precedente indagine. Ciò riflette sia l'attuale andamento del tasso di disoccupazione – che non è migliorato come si aspettavano i previsori nella precedente indagine – sia le revisioni al ribasso della crescita del PIL per i prossimi anni. Il più lento calo della disoccupazione atteso per il 2005 e il 2006 (dall'8,8 all'8,5 per cento) riflette il fatto che la crescita del PIL è prevista appena in linea con quella potenziale. Le riforme strutturali e l'invecchiamento della popolazione sono i fattori citati dagli intervistati per spiegare l'attesa di un tasso di disoccupazione del 7,5 per cento tra cinque anni, invariato rispetto alla precedente indagine.

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

I dati più recenti sull'attività economica nell'area dell'euro hanno confermato il proseguimento della ripresa nella prima metà dell'anno. A livello settoriale, le informazioni disponibili indicano il perdurare dell'espansione nel terzo trimestre, nonostante la possibile moderazione della crescita nel settore industriale rispetto al secondo trimestre. Anche i risultati delle indagini segnalano che la crescita dovrebbe continuare nella seconda metà dell'anno, sebbene la presenza di segnali contrastanti induca qualche incertezza sull'intensità. Dal lato della spesa, gli indicatori sulla spesa delle famiglie nel terzo trimestre suggeriscono che i consumi privati non dovrebbero aver ripreso vigore rispetto al secondo trimestre. Le condizioni del mercato del lavoro rimangono sostanzialmente invariate. Guardando ai prossimi trimestri, sebbene esistano alcuni rischi per le prospettive di crescita del PIL, le determinanti fondamentali per il perdurare della crescita nel 2005 continuano ad essere favorevoli.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La seconda stima dei dati di contabilità nazionale per il secondo trimestre è rimasta invariata rispetto alla prima, con una crescita del PIL in termini reali allo 0,5 per cento sul periodo precedente che conferma la prosecuzione della ripresa durante la prima metà dell'anno. La crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre è stata rivista al rialzo, allo 0,7 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 20).

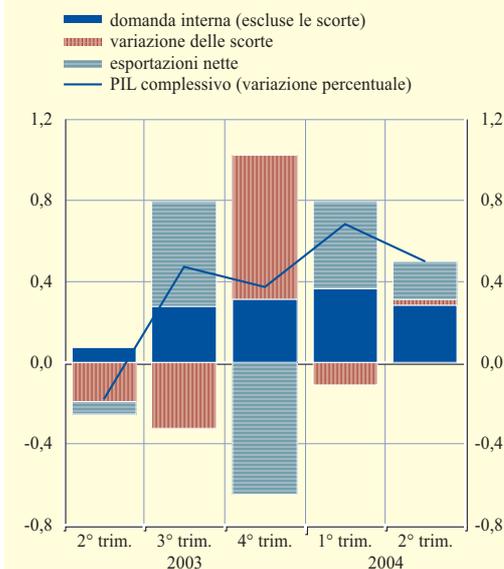
Anche la composizione della domanda nel secondo trimestre è stata oggetto di revisione. Rispetto alla prima stima, il contributo dell'interscambio commerciale netto è stato inferiore, principalmente a causa della minore crescita delle esportazioni; ciò è stato compensato da una revisione al rialzo del contributo delle variazioni delle scorte. Per contro, la domanda interna (al netto delle scorte) avrebbe fornito ancora un contributo relativamente modesto alla crescita, principalmente a causa di un incremento contenuto dei consumi privati. La disaggregazione dei dati sugli investimenti, ora disponibile per il secondo trimestre, mostra che gli investimenti in costruzioni sono continuati a calare mentre hanno ripreso a crescere quelli in beni diversi dalle costruzioni (per maggiori dettagli cfr. il riquadro *Recenti dinamiche degli investimenti per categoria di bene*).

#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Secondo i dati più recenti per il settore industriale, la crescita della produzione dovrebbe essere continuata nel terzo trimestre dell'anno in corso sebbene a un ritmo più moderato rispetto al secondo. In agosto la produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è diminuita rispetto al mese precedente. Benché aggravato da fattori specifici in alcune nazioni, il calo ha interessato tutti i paesi e settori. Di conseguenza, la media mobile a tre mesi della crescita della produzione è risultata ancora positiva in agosto ma è calata per il terzo mese consecutivo (cfr. figura 21).

Figura 20 Contributi alla crescita del PIL a prezzi costanti

(contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 5

RECENTI DINAMICHE DEGLI INVESTIMENTI PER CATEGORIA DI BENI

Nel corso del 2003 si è osservato un generale aumento degli investimenti, che erano calati nei due anni precedenti. Dall'inizio del 2004 il livello degli investimenti totali è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura A). Questa stabilizzazione, tuttavia, rispecchia andamenti contrastanti degli investimenti in costruzioni e degli investimenti di altro tipo, che rappresentano ciascuno circa la metà degli investimenti totali. Il calo degli investimenti in costruzioni nella prima metà del 2004 è stato controbilanciato da un aumento degli altri investimenti, costituiti principalmente da investimenti in beni strumentali, ma anche in beni agricoli e di altro tipo. Questo riquadro sintetizza i più recenti sviluppi in materia di investimenti per categoria di beni fino a tutto il secondo trimestre di quest'anno.

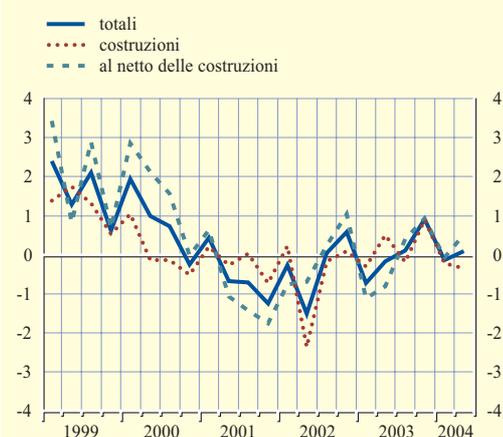
**Gli investimenti in attrezzature e macchinari rimangono il principale fattore alla base dell'aumento degli investimenti in beni strumentali**

Gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro hanno mediamente continuato a crescere nel primo semestre di quest'anno, seppur a un tasso lievemente inferiore rispetto alla seconda metà del 2003. Dopo essersi stabilizzati nel primo trimestre del 2004, essi sono saliti dello 0,5 per cento nel secondo trimestre. Tale incremento fa seguito a quello dello 0,9 per cento registrato nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Questo andamento potrebbe in parte rispecchiare un ulteriore miglioramento del clima di fiducia nell'industria nel secondo trimestre di quest'anno, seguito a una stabilizzazione nel primo trimestre.

Le varie componenti degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni hanno fatto registrare andamenti contrastanti (cfr. figura B). Mentre gli investimenti in attrezzature e macchinari (la componente principale, pari a circa il 30 per cento del totale) sono diminuiti nel primo trimestre e saliti nel secondo, le altre due componenti hanno evidenziato un profilo di crescita opposto. In base alla media della prima metà del 2004 sia gli investimenti in attrezzature e macchinari sia quelli in altri

Figura A Investimenti totali, investimenti in costruzioni e al netto delle costruzioni

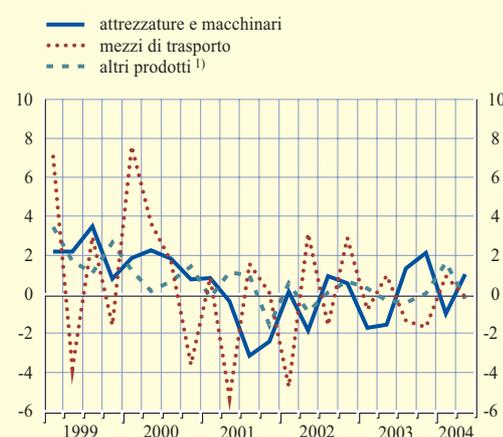
(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Figura B Scomposizione degli investimenti al netto delle costruzioni

(variazioni sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

1) Include i prodotti agricoli.

prodotti (questi ultimi pari al 10 per cento del totale) sono aumentati rispetto al semestre precedente. Gli investimenti in mezzi di trasporto (pari a loro volta a un ulteriore 10 per cento) sono rimasti sostanzialmente invariati, dopo essere diminuiti nella seconda metà del 2003.

### Gli investimenti in costruzioni diminuiscono nella prima metà del 2004

Nell'area dell'euro gli investimenti in costruzioni sono calati dello 0,2-0,3 per cento circa sia nel primo sia nel secondo trimestre del 2004, un andamento che contrasta con i miglioramenti osservati alla fine dello scorso anno. Il calo è da attribuirsi principalmente alla componente non residenziale, mentre gli investimenti in abitazioni hanno continuato ad aumentare, seppur a un ritmo leggermente inferiore rispetto alla fine del 2003. Entrambe le componenti sono state fortemente influenzate dagli sviluppi negativi osservati in Germania. Al netto di questi effetti, gli investimenti in costruzioni sia residenziali che non residenziali sono aumentati nella prima metà del 2004 rispetto al semestre precedente.

Nonostante il calo sul mese precedente registrato dalla produzione in agosto in tutti i principali settori industriali, i valori delle medie mobili a tre mesi, tipicamente meno variabili, indicano che la crescita della produzione di beni intermedi si è stabilizzata su valori positivi. La crescita nel settore dei beni di investimento si è ulteriormente ridotta rispetto ai valori ancora relativamente elevati osservati nel secondo trimestre. Per contro, la crescita della produzione dei beni di consumo è ulteriormente calata e dovrebbe essere risultata negativa nel complesso del terzo trimestre.

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

I risultati delle indagini per il settore manifatturiero suggeriscono che la produzione industriale dovrebbe aver continuato a crescere all'inizio del quarto trimestre. Per i servizi le indicazioni sono più contrastanti, ma sembrano sostanzialmente coerenti con il protrarsi dell'espansione della produzione anche in questo settore.

Secondo le indagini sulle imprese della Commissione europea il clima di fiducia delle imprese industriali ha registrato un lieve incremento in ottobre, per il secondo mese consecutivo (cfr. figura 22), segnalando la prosecuzione di un graduale miglioramento, dopo la pausa nei mesi estivi. In ottobre la valutazione degli ordini e delle scorte ha fornito un contributo positivo al miglioramento dell'indice di fiducia complessivo, mentre le aspettative sulla produzione sono rimaste stabili. Per contro, nello stesso periodo, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è calato per il terzo mese consecutivo. La flessione ha interessato pressoché tutte le componenti. Come in settembre, il peggioramento è riconducibile principalmente all'andamento delle componenti relative alla produzione e ai nuovi ordini. La recente evoluzione del PMI indicherebbe il protrarsi della crescita nel settore manifatturiero all'inizio del quarto trimestre, pur su ritmi più contenuti. Nel complesso, le indagini indicano che il clima di fiducia delle imprese industriali non ha risentito in modo signifi-

**Figura 21 Contributi alla crescita della produzione industriale**

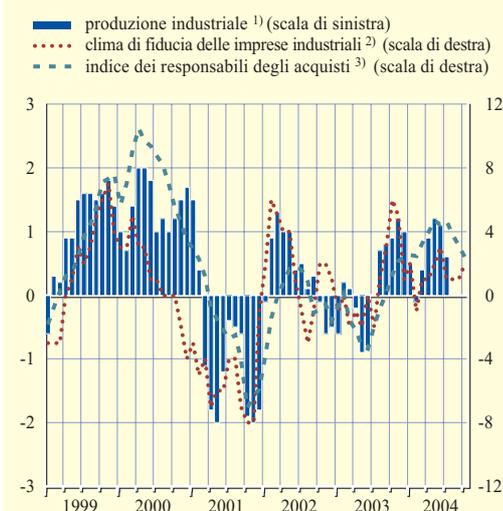
(contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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

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

(dati mensili destagionalizzati)

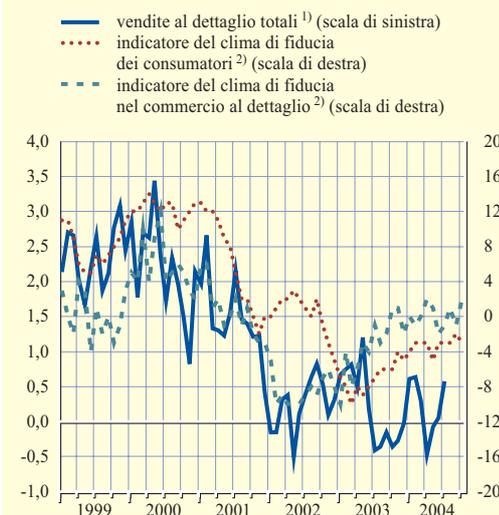


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

(dati mensili)



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

- 1) Variazioni percentuali sui dodici mesi; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
- 2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti, a causa di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

cattivo degli elevati corsi petroliferi, e suggeriscono il proseguimento della crescita della produzione industriale.

Per quanto attiene al settore dei servizi, le indagini della Commissione europea delineano ancora un clima di fiducia sostanzialmente invariato nei primi dieci mesi dell'anno. Dopo essere calato in media nei primi tre trimestri dell'anno, il PMI per l'attività economica nel settore dei servizi è lievemente aumentato in ottobre. Il livello del PMI è in linea con un proseguimento della crescita nei servizi di mercato; tuttavia, il fatto che sia nettamente inferiore al picco dello scorso gennaio indica che la crescita negli ultimi mesi potrebbe essere stata più contenuta rispetto alla prima parte dell'anno.

### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori mensili disponibili sulla spesa delle famiglie nel terzo trimestre indicano che la crescita dei consumi privati non dovrebbe essersi irrobustita rispetto al secondo trimestre.

In agosto il volume delle vendite al dettaglio nell'area è diminuito dell'1,5 per cento sul mese precedente. Il calo è stato equamente ripartito tra prodotti alimentari e non. In termini di media mobile a tre mesi, la crescita delle vendite al dettaglio è tornata a essere positiva per la prima volta dall'aprile di quest'anno (cfr. figura 23), principalmente a causa del forte incremento di giugno. Tuttavia, a meno di un netto miglioramento in settembre, è improbabile che le vendite al dettaglio possano offrire un contributo significativo alla crescita dei consumi privati nel terzo trimestre. Le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area sono aumentate in settembre rispetto ad agosto,

ma, a causa dei sensibili cali registrati nei mesi scorsi, nel complesso del terzo trimestre sono diminuite del 2,5 per cento rispetto a quello precedente. In ottobre il clima di fiducia dei consumatori è lievemente peggiorato, annullando il miglioramento osservato il mese precedente. Tutte le componenti sono state coinvolte in tale peggioramento. Il clima di fiducia dei consumatori è rimasto sostanzialmente invariato nel corso dell'anno, dopo un miglioramento nelle fasi iniziali della ripresa economica a metà del 2003. La debolezza del clima di fiducia dei consumatori rimane, pertanto, un fattore che grava sulla crescita dei consumi privati.

#### 4.2 MERCATO DEL LAVORO

##### DISOCCUPAZIONE

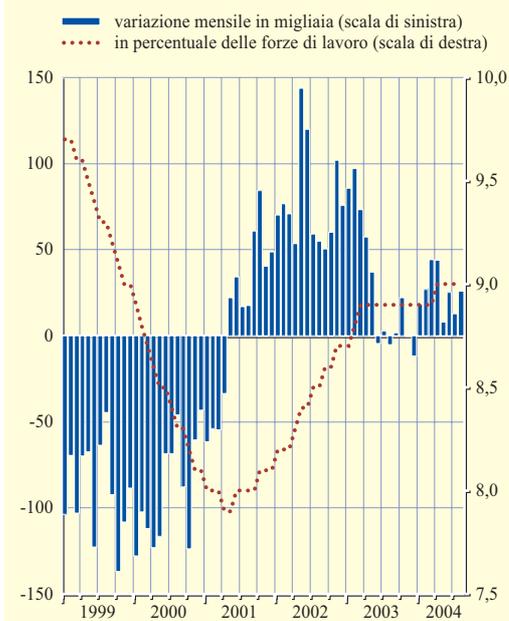
La disoccupazione rimane sostanzialmente immutata nell'area dell'euro. In agosto il tasso di disoccupazione nell'area è rimasto al 9,0 per cento, invariato dal mese di aprile (cfr. figura 24). Il numero di disoccupati è ulteriormente aumentato in agosto e probabilmente anche in settembre, secondo le informazioni disponibili a livello nazionale. Tuttavia, l'aumento del numero di disoccupati nel terzo trimestre dovrebbe essere stato inferiore a quello medio registrato sia nel secondo trimestre che nella prima metà dell'anno.

##### OCCUPAZIONE

La crescita dell'occupazione nel secondo trimestre si è riportata su valori positivi, allo 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo essere stata nulla nel primo trimestre (cfr. tavola 7). Tale miglioramento riflette un minore calo dell'occupazione nell'industria e una crescita più vigorosa nei servizi.

**Figura 24 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

**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
<i>di cui:</i>							
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.

Gli indicatori congiunturali segnalano il perdurare della crescita dell'occupazione nella seconda metà dell'anno pur senza una significativa accelerazione. Sulla base delle ultime indagini della Commissione europea, in ottobre le attese per l'occupazione nell'area sono migliorate in tutti i settori tranne i servizi, dove sono rimaste invariate. Nel complesso, a partire dalla metà di quest'anno le attese per l'occupazione sono migliorate lievemente nel settore manifatturiero ma sono peggiorate in quello dei servizi. In ottobre l'indice PMI di occupazione nel settore manifatturiero è diminuito leggermente e il suo livello non suggerisce un'espansione dell'occupazione all'inizio del quarto trimestre. Per contro, l'indice PMI di occupazione nei servizi è cresciuto leggermente e segnala un'espansione della crescita dell'occupazione in questo comparto per il terzo mese consecutivo. Nel complesso, le informazioni disponibili per il mercato del lavoro indicano condizioni sostanzialmente stabili o in lieve miglioramento nella seconda metà dell'anno.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Mentre i segnali degli indicatori congiunturali sono divenuti più contrastanti, le determinanti fondamentali per il perdurare della crescita nel 2005 rimangono favorevoli. Sul versante esterno, le esportazioni dell'area continuerebbero a beneficiare delle favorevoli condizioni della domanda mondiale, nonostante qualche loro ridimensionamento. Sul versante interno, gli investimenti trarrebbero beneficio dal positivo contesto internazionale, dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area e dall'incremento dei profitti e dell'efficienza delle imprese indotto dalle ristrutturazioni societarie. Inoltre, vi è margine per un aumento dei consumi privati nel complesso dell'area, in particolare qualora migliorino in maniera più evidente le prospettive di occupazione. Questo scenario rimane caratterizzato da alcune incertezze. In particolare, i rischi sono da ricondurre al recente andamento dei mercati petroliferi. Qualora i prezzi del petrolio dovessero rimanere sugli elevati livelli attuali, se non aumentare ulteriormente, il vigore della ripresa, sia all'interno sia all'esterno dell'area, potrebbe risultarne frenato.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

Nella prima parte di ottobre l'euro è sostanzialmente rimasto entro gli intervalli di fluttuazione osservati a partire da maggio. Verso la fine del mese, tuttavia, il dollaro statunitense ha registrato un generale deprezzamento che si è riflesso in un moderato apprezzamento dell'euro in termini effettivi. A tali andamenti avrebbero contribuito gli accresciuti timori del mercato circa le prospettive di crescita mondiale in considerazione degli elevati corsi petroliferi e delle indicazioni di inferiori afflussi di capitali negli Stati Uniti. In contrasto con le oscillazioni relativamente forti dei principali tassi di cambio, l'euro si è mantenuto relativamente stabile rispetto alle valute di gran parte dei nuovi Stati membri dell'UE.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

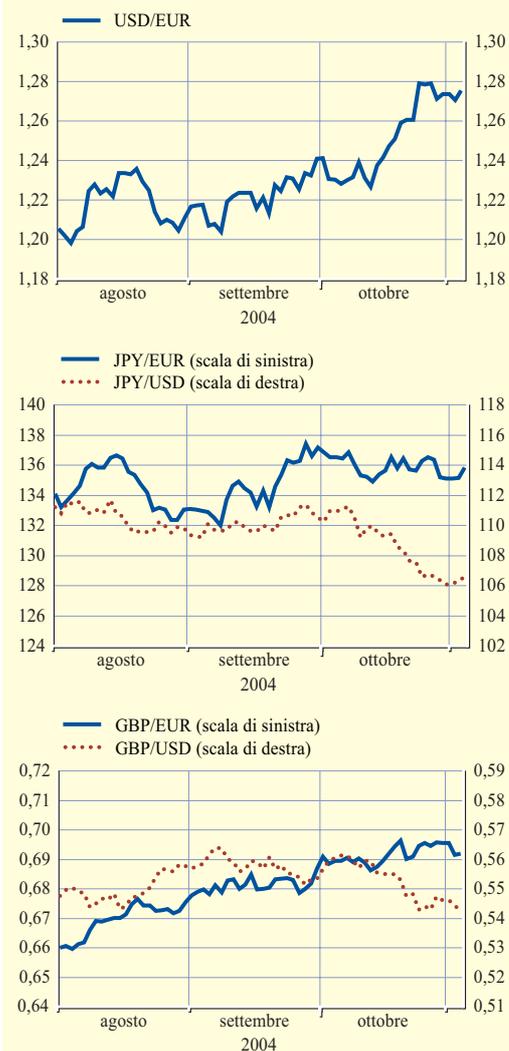
L'euro si è apprezzato significativamente sul dollaro statunitense in ottobre, soprattutto verso la fine del mese, per poi stabilizzarsi agli inizi di novembre (cfr. figura 25). Il deprezzamento generalizzato del dollaro nella seconda metà di ottobre ha fatto seguito alla pubblicazione di dati indicanti il moderarsi dell'attività economica negli Stati Uniti (evidenziato da una produzione industriale inferiore alle attese), un'evoluzione modesta del mercato del lavoro e il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori. Anche la pubblicazione di cifre che confermavano il rallentamento degli afflussi di capitali negli Stati Uniti in agosto potrebbe avere svolto un ruolo importante. Inoltre, gli operatori sembrano avere rivisto al ribasso le proprie aspettative riguardo all'andamento futuro dei tassi di interesse statunitensi alla luce del livello persistentemente elevato dei prezzi petroliferi. Il 3 novembre l'euro si situava a 1,28 dollari, un valore superiore del 2,8 per cento a quello di fine settembre e del 12,8 per cento alla media del 2003.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

In ottobre l'euro ha registrato un moderato deprezzamento rispetto allo yen giapponese (cfr. figura 25), che nello stesso periodo – e soprattutto verso la fine del mese – si è apprezzato in misura cospicua nei confronti del dollaro. A sostenere la moneta nipponica potrebbe avere concorso sia la pubblicazione di dati che mostravano una crescita relativamente vigorosa delle esportazioni sia indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese che suggerivano una decelerazione solo moderata dell'attività economica in Giappone. Il 3 no-

Figura 25 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

vembre l'euro è stato quotato a 135,9 yen, un livello inferiore dell'1,0 per cento a quello di fine settembre e superiore del 3,7 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 26). In linea con gli impegni unilaterali assunti da Estonia e Lituania a mantenere *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 ottobre l'euro ha anche continuato ad apprezzarsi moderatamente sulla sterlina britannica (cfr. figura 25), il cui indebolimento nei confronti della moneta unica nel periodo è rimasto principalmente connesso ai segnali di moderazione della dinamica dei prezzi delle abitazioni durante gli ultimi mesi. Il 3 novembre l'euro è stato scambiato a 0,69 sterline, un valore superiore dello 0,7 per cento a quello di fine settembre e pari alla media del 2003. Nel periodo in esame la moneta unica europea si è lievemente rafforzata rispetto al lat lettone, che in virtù del proprio regime di cambio è parzialmente ancorato al dollaro statunitense, mentre ha continuato a deprezzarsi sullo zloty polacco e – in misura inferiore – sul fiorino ungherese e sulla corona ceca. Essa è rimasta sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina cipriota, della lira maltese, della corona slovacca e della corona svedese.

### ALTRE VALUTE

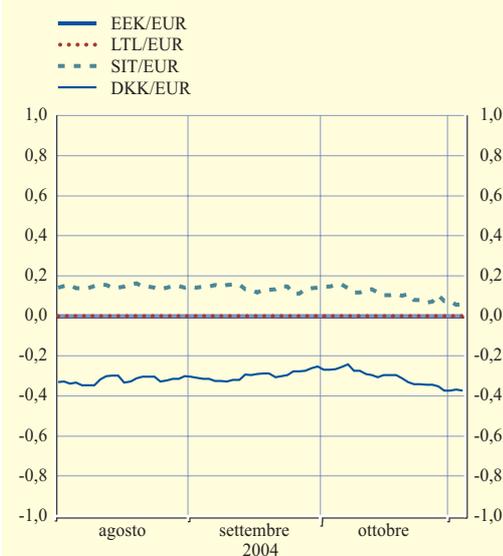
Per quanto concerne altre valute, in ottobre l'euro ha perso l'1,2 per cento rispetto al franco svizzero. Altri andamenti di rilievo del mese hanno riguardato la corona norvegese e i dollari canadese e australiano, i quali hanno continuato ad apprezzarsi grazie al perdurante incremento dei prezzi del petrolio e al livello relativamente elevato di quelli delle materie prime non petrolifere. Nel contempo, la moneta unica europea ha continuato a rafforzarsi nei confronti di una serie di valute asiatiche.

### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 3 novembre 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 dello 0,8 per cento a quello di fine settembre e del 5,0 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 27). Tale apprezzamento complessivo in termini effettivi ha riflesso soprattutto il rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense, del renminbi cinese e della sterlina britannica (valute con un notevole peso relativo nel paniere dei tassi di cambio effettivi basati sull'interscambio), che è stato solo in parte controbilanciato dal moderato deprezzamento sullo yen giapponese, il franco svizzero, lo zloty polacco e le divise dei paesi esportatori di materie prime.

Figura 26 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  $\pm 15\%$ .

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In agosto il valore dei beni esportati è rimasto pressoché invariato rispetto al mese precedente mentre quello delle importazioni è cresciuto, in parte a causa del rincaro del petrolio. Ciò nonostante, l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è stato superiore al livello raggiunto un anno prima. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino ad agosto i deflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio hanno subito una contrazione.

### CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

Il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato in agosto un saldo prossimo al pareggio (con un disavanzo pari a 0,4 miliardi di euro, corrispondente a un avanzo di 2,1 miliardi in termini non destagionalizzati). Tale risultato è principalmente riconducibile all'avanzo nei beni,

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

(dati giornalieri)



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

Dal 30 settembre al 3 novembre 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.

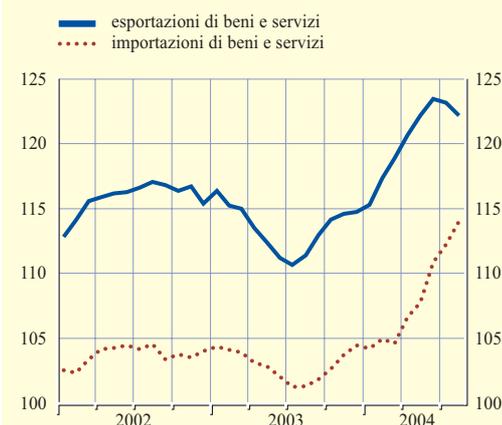
controbilanciato dal disavanzo nei trasferimenti correnti (cfr. tavola 7.1 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). Rispetto al mese precedente, l'avanzo del conto corrente è diminuito di 1,4 miliardi di euro. Ciò va imputato soprattutto al calo (di 3,7 miliardi di euro) dell'avanzo dei beni, solo parzialmente controbilanciato dall'aumento (di 1,1 miliardi) dell'avanzo nei servizi e dalla flessione (rispettivamente di 0,4 e 0,8 miliardi) del disavanzo nei redditi e nei trasferimenti correnti.

In agosto il valore dei beni esportati è rimasto invariato rispetto al mese precedente, mentre le importazioni sono salite del 4,2 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 cresciute del 3,7 per cento mentre le importazioni sono calate dello 0,4 per cento. La media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni e servizi è diminuita in agosto, mentre le importazioni di beni e servizi hanno continuato a evidenziare una crescita robusta (cfr. figura 28).

In un'ottica di più lungo termine, ad agosto l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area è stato pari a 48,9 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,7 per cento del PIL), contro i 29,3 miliardi dello stesso periodo dello scorso anno (cfr. figura 29). Tale aumento è principalmente imputabile all'evoluzione del saldo dei beni e di quello dei redditi. In particolare, l'attivo cumulato sui dodici mesi del conto dei beni è salito di 6,8 miliardi di euro e il disavanzo dei redditi è sceso di 14,1 miliardi (soprattutto per effetto dei minori esborsi).

**Figura 28 Area dell'euro: esportazioni e importazioni di beni e servizi**

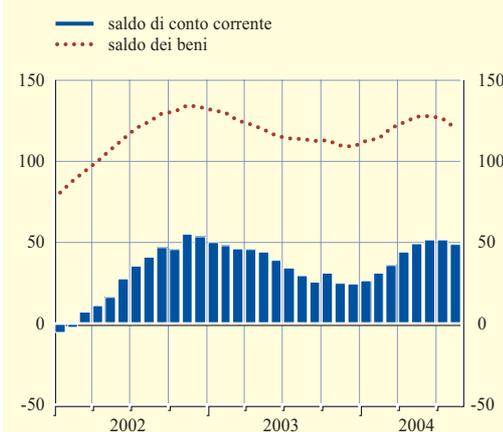
(miliardi di euro; medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

**Figura 29 Saldo di conto corrente e saldo dei beni dell'area dell'euro**

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



Fonte: BCE.

## CONTO FINANZIARIO

In agosto gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 9,6 miliardi di euro, riconducibili ai flussi netti in entrata per investimenti sia diretti sia di portafoglio (rispettivamente pari a 4,4 e 5,1 miliardi di euro). Per quanto riguarda gli investimenti diretti, tale andamento riflette soprattutto gli afflussi netti sotto la voce "debito" (rappresentati principalmente dal rimborso dei prestiti intersocietari da parte di consociate estere di imprese dell'area dell'euro), parzialmente compensati dai deflussi netti per azioni e utili reinvestiti.

Nel caso degli investimenti di portafoglio, i flussi netti in entrata sono in larga misura ascrivibili agli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti, che sono stati solo parzialmente controbilanciati dagli acquisti netti di azioni estere da parte di residenti dell'area. Il relativo miglioramento delle prospettive economiche per l'area dell'euro potrebbe costituire uno dei fattori alla base degli acquisti netti di azioni dell'area da parte di non residenti.

Nei dodici mesi fino ad agosto gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti cumulati per 52,5 miliardi di euro, contro afflussi netti per 63,8 miliardi un anno prima (cfr. figura 30). Ciò è dovuto al passaggio da afflussi netti a deflussi netti degli investimenti diretti e a un calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio. Mentre il mutamento di segno degli investimenti diretti è principalmente imputabile al consistente calo (da 135,4 a 42,4 miliardi di euro) degli afflussi

**Figura 30 Flussi netti per 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.

nell'area a fronte di deflussi relativamente stabili (sopra i 100 miliardi di euro), i minori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio vanno in larga misura attribuiti ai maggiori acquisti netti di strumenti del mercato monetario e di titoli di debito esteri (saliti da 66,7 a 156,9 miliardi di dollari) da parte di residenti dell'area.

Rispetto al mese precedente, in agosto i deflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio hanno subito una flessione. Ciò è principalmente ascrivibile a un'inversione di direzione dei flussi per investimenti di portafoglio (da deflussi netti ad afflussi netti) e ai minori deflussi netti per investimenti diretti esteri. Nondimeno, il mutamento di segno dei flussi netti cumulati per investimenti di portafoglio può essere in parte ricondotto a effetti base poiché le cospicue vendite nette di strumenti di debito da parte di non residenti registrate nei mesi di luglio e agosto del 2003 non sono più prese in considerazione negli ultimi dati cumulati, vale a dire quelli riferiti al periodo di dodici mesi conclusosi ad agosto del 2004.

# I PREZZI DEL PETROLIO E L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO

*Il petrolio svolge un ruolo importante nell'economia, riconducibile al suo ampio utilizzo sia come bene intermedio nel processo di produzione, sia come bene di consumo finale. Pertanto, qualsiasi variazione dei prezzi petroliferi influisce sull'economia in diversi modi. Dal lato dei prezzi, uno shock alle quotazioni del petrolio produce inevitabilmente effetti diretti, derivanti dalla presenza di beni energetici nel paniere dei consumi. Effetti indiretti possono inoltre emergere in seguito alla trasmissione dell'aumento dei costi dei beni intermedi ai prezzi al consumo in una fase successiva del processo di produzione. È di particolare importanza evitare che si producano effetti di secondo impatto sui prezzi al consumo, in seguito alla risposta dei salari al rincaro del petrolio. Per quanto riguarda l'attività economica reale, l'incremento del prezzo del petrolio influisce negativamente sul prodotto tramite l'aumento dei costi di produzione e la diminuzione del potere di acquisto in termini reali. Stime empiriche realizzate con modelli econometrici indicano che variazioni del prezzo del petrolio hanno un effetto rilevante sull'inflazione e, seppure in misura lievemente inferiore, sull'attività economica dell'area dell'euro. Tuttavia, tali risultati sono soggetti a incertezza, dato che i modelli standard non riescono a cogliere tutti i canali attraverso i quali i prezzi petroliferi influiscono sull'economia. Inoltre, l'impatto complessivo del rincaro del petrolio sui prezzi e sull'attività economica dipende in larga misura dall'effettiva reazione dei salari, oltre che dalla politica fiscale e monetaria. La credibilità e l'adeguatezza delle risposte di politica monetaria svolgono un ruolo essenziale nel contenimento delle pressioni sui prezzi.*

*Se raffrontati agli eccezionali shock petroliferi degli anni settanta, i recenti rincari del petrolio appaiono di entità limitata, soprattutto in termini reali. Inoltre, variazioni strutturali, quali la riduzione della dipendenza dal petrolio e la maggiore flessibilità dei mercati del lavoro e dei processi produttivi, fanno sì che gli shock al prezzo del petrolio abbiano oggi un impatto sull'economia dell'area dell'euro inferiore rispetto al passato. Nondimeno, anche se la crescita dell'area dell'euro sembra non aver risentito in misura significativa del recente rialzo del prezzo del petrolio, il permanere delle quotazioni sugli attuali livelli elevati, o addirittura su livelli a questi superiori, genererebbe preoccupazioni. Per quanto riguarda la dinamica dei prezzi, il rincaro del petrolio ha già avuto un impatto diretto significativo sull'inflazione dell'area dell'euro. In questo contesto, la politica monetaria deve assicurare che tale effetto diretto non alimenti le attese di inflazione e deve restare vigile contro l'emergere di effetti di secondo impatto.*

## I INTRODUZIONE

Il recente andamento dei corsi petroliferi ha fatto nascere il timore che esso possa produrre effetti simili a quelli dei forti shock al prezzo del petrolio che, negli anni 1973-1974 e 1979-1980, causarono il rallentamento dell'economia e l'aumento dell'inflazione. Al riguardo, tuttavia, va considerata la possibilità che i recenti rincari del greggio abbiano caratteristiche leggermente diverse rispetto al passato e che alcuni fattori abbiano modificato le modalità con cui il prezzo del petrolio influisce sull'economia. Per esempio, è possibile che differenze nella struttura dell'economia e nelle risposte della politica monetaria abbiano modificato il funzionamento dei canali che consentono la trasmissione degli

shock petroliferi all'economia. Questo articolo esamina tali temi, concentrandosi in particolare sull'economia dell'area dell'euro.

La sezione 2 presenta una sintesi dell'andamento dei prezzi del petrolio dagli anni settanta e analizza gli attuali rincari del greggio a confronto con analoghi episodi del passato. La sezione 3 descrive i diversi canali tramite cui, in linea di principio, i prezzi del petrolio si trasmettono alla crescita economica e all'inflazione, presentando evidenze empiriche, prodotte con l'ausilio di modelli econometrici, circa l'impatto degli shock petroliferi sull'economia dell'area dell'euro; analizza inoltre alcune caratteristiche di tali shock che influiscono sul loro impatto sui prezzi e sull'attività economica. Poiché la tra-

smissione può essere influenzata anche da fattori strutturali, la sezione 4 esamina la rilevanza di tali fattori nell'economia dell'area dell'euro. Infine, la sezione 5 discute il ruolo della politica macroeconomica e le sue implicazioni per la trasmissione dei prezzi del petrolio all'economia, mentre la sezione 6 contiene alcune osservazioni conclusive.

## 2 L'ANDAMENTO DEL PREZZO DEL PETROLIO DAGLI ANNI SETTANTA

Questa sezione esamina l'andamento del prezzo del petrolio negli ultimi trent'anni e confronta gli sviluppi recenti con quelli osservati nel passato.

### GLI ANDAMENTI PASSATI

Dopo decenni di relativa stabilità, il primo shock sul prezzo del petrolio è stato innescato da tensioni politiche e militari in Medio Oriente che hanno fatto salire il prezzo del greggio da 4,6 a 15,5 dollari fra l'ottobre 1973 e il marzo 1974

Un secondo shock al prezzo del petrolio, sempre innescato da conflitti politici e militari in Medio Oriente, si è verificato fra l'ottobre 1978 e il novembre 1979, portando il prezzo da 14,4 a un massimo di 42,0 dollari. Nella prima metà degli anni ottanta i prezzi sono poi diminuiti in modo regolare, rimanendo tuttavia ben al di sopra dei livelli precedenti il 1978.

Figura 1 Prezzo del petrolio (Brent)

(dollari al barile)



Fonti: FMI e Bloomberg.

Gli shock petroliferi degli anni settanta hanno promosso il risparmio energetico e la sostituzione del petrolio con altre fonti di energia (cfr. sezione 4). Insieme alla recessione globale all'inizio degli anni ottanta, ciò ha depresso la domanda di petrolio esercitando una pressione al ribasso sui prezzi. Il prezzo del greggio è quindi rimasto relativamente basso fino all'agosto 1990, aumentando bruscamente a 36,1 dollari dopo l'invasione irachena del Kuwait, per poi tornare sui livelli precedenti l'invasione alla fine della guerra, nel febbraio 1991. Si è poi mantenuto intorno a una media di 18,3 dollari fino al 1998 quando, trascinato dalla crisi asiatica, è crollato a 9,8 dollari in dicembre. Da allora i corsi petroliferi sono triplicati fra il gennaio 1999 e il settembre 2000, più che recuperando la diminuzione realizzatasi negli anni precedenti. Nonostante il rallentamento economico del periodo 2001-2002, le tensioni politiche e geopolitiche internazionali hanno continuato a esercitare una pressione al rialzo sui prezzi per tutto il periodo 2001-2003.

### CONFRONTO TRA GLI ANDAMENTI RECENTI E QUELLI DEL PASSATO

Nonostante i netti rincari dell'ultimo anno, la situazione attuale differisce da quella realizzatasi dopo gli shock petroliferi del passato per diversi motivi. In primo luogo, il recente rialzo dei prezzi appare considerevolmente più contenuto di quelli osservati in passato. Nell'ottobre 2004 il prezzo del petrolio in dollari è stato del 67 per cento più elevato rispetto a un anno prima, contro un aumento del 237 per cento durante il primo shock petrolifero (cfr. Tavola 1). L'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense ha fatto sì che l'aumento sui dodici mesi dei prezzi del petrolio denominati in euro fosse inferiore a quello dei prezzi in dollari.

In secondo luogo, se si tiene conto dell'inflazione i prezzi del petrolio appaiono ora significativamente più bassi di quelli raggiunti nei precedenti episodi di rincaro. Espresi in termini dei prezzi di settembre 2004, i prezzi reali del greggio durante i due shock petroliferi degli anni settanta erano pari, rispettivamente, a 58 e

Tavola 1 Incrementi del prezzo del petrolio su diversi periodi

(variazioni percentuali)

	ott. 1973- mar. 1974	ott. 1978- nov. 1979	lug. 1990- ott. 1990	gen. 1999- set. 2000	ott. 2003- ott. 2004
in USD	237	193	111	198	67
in EUR	270	187	97	297	56

Fonte: elaborazioni FMI e BCE.

72 euro (cfr. Figura 2), contro i 39 euro dell'ottobre 2004.

In terzo luogo, il rialzo del prezzo del greggio nell'ultimo anno è riconducibile a fattori diversi da quelli che hanno causato gli shock petroliferi degli anni passati. Mentre gli aumenti degli anni 1973, 1979, 1990 e 1999 appaiono principalmente riconducibili a gravi squilibri dal lato dell'offerta, il rincaro attuale dipende da una varietà di fattori. La domanda di petrolio è stata vigorosa, grazie al miglioramento delle condizioni economiche globali, trainato dagli Stati Uniti e dalla Cina, e ha sistematicamente superato le attese. Inoltre, il recente, progres-

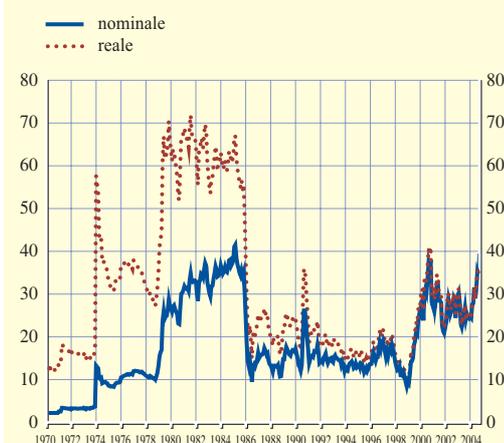
sivo riassorbimento dell'eccesso di capacità produttiva riduce la possibilità di far fronte a eventuali interruzioni inattese dell'offerta. Per questo, la comparsa di timori circa la situazione in alcuni paesi produttori ha provocato una brusca reazione dei prezzi, nonostante l'aumento dell'offerta.

### 3 IMPATTO DEGLI SHOCK PETROLIFERI SUI PREZZI E SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Il petrolio svolge un ruolo importante nell'economia, riconducibile all'ampio utilizzo di greggio e di prodotti raffinati sia come beni intermedi nel processo di produzione, sia come beni di consumo finale. Qualsiasi significativa variazione del suo prezzo influisce quindi sull'economia in diversi modi, attraverso canali di trasmissione che sono strettamente collegati e interdipendenti fra loro. Tale interrelazione è un fattore importante da tenere sempre presente, anche quando i canali sono analizzati separatamente, come viene fatto di seguito a fini illustrativi. Questo articolo descrive i canali di trasmissione attraverso i quali gli shock petroliferi influiscono sui prezzi e sul prodotto dal punto di vista di un'economia importatrice netta di petrolio, quale l'area dell'euro. Dal lato dei prezzi, uno shock alle quotazioni del petrolio potrà avere effetti diretti, indiretti e di secondo impatto. Dal lato dell'economia reale, i canali di trasmissione tradizionali sono quelli della domanda e dell'offerta, anche se altri canali possono svolgere un ruolo rilevante. Dopo aver analizzato i canali di trasmissione, l'articolo presenta alcuni risultati empirici circa l'impatto degli shock petroliferi sull'inflazione e sul prodotto, ricavati con l'ausilio di modelli econometrici. In genera-

Figura 2 Prezzo del petrolio greggio (Brent)

(euro al barile)



Fonte: calcoli FMI e BCE.

Nota: I prezzi del petrolio in termini reali permettono di confrontare, relativamente a diversi periodi di tempo, gli effetti delle variazioni del prezzo del petrolio sul potere d'acquisto. Sono calcolati deflazionando i prezzi del petrolio nominali con l'indice IACP per l'area dell'euro. Precedentemente al 1990 sono stati utilizzati gli indici dei prezzi al consumo nazionali.

le l'impatto sull'economia dipende anche dalle caratteristiche degli shock, tra le quali sono particolarmente rilevanti sia la natura dello shock (il fatto che riguardi il lato dell'offerta o della domanda) sia la sua durata.

### L'IMPATTO SUI PREZZI

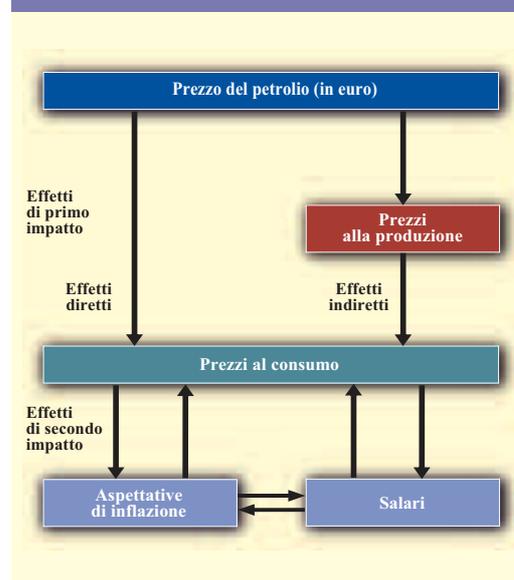
La Figura 3 presenta una descrizione stilizzata dei principali canali di trasmissione attraverso i quali uno shock alle quotazioni del greggio può influire sui prezzi. Poiché l'energia fa parte del paniere dei consumi delle famiglie, il rincaro del petrolio avrà in primo luogo un effetto diretto sui prezzi al consumo, al quale potrà aggiungersi anche un effetto indiretto in caso di aumento dei prezzi alla produzione. Ulteriori ripercussioni sui prezzi al consumo potranno verificarsi qualora il rialzo dei corsi petroliferi si rifletta in un aumento dei salari e, più in generale, delle aspettative d'inflazione.

Per quanto riguarda gli effetti diretti, la Figura 4 illustra lo stretto legame fra i movimenti del prezzo del petrolio e quelli di prodotti derivati compresi nella componente energetica dello IAPC dell'area dell'euro. I prezzi di questi due tipi di prodotti reagiscono in modo pressoché immediato ai rincari del petrolio, nel mese stes-

so dello shock o in quello successivo (il che potrebbe dipendere dalle modalità di rilevazione dei prezzi). Anche i prezzi dei prodotti energetici che vengono utilizzati in sostituzione del petrolio, come il gas, seguono l'andamento dei corsi petroliferi, ma ciò si manifesta in genere con un certo ritardo. Guardando alla componente energetica totale dello IAPC, una regola empirica comunemente impiegata indica che un aumento del 10 per cento dei prezzi petroliferi denominati in euro induce, entro sei mesi, un incremento di 1,5 punti percentuali del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo dei beni energetici. Poiché il peso della componente energetica nello IAPC è pari all'8-9 per cento circa, ciò si traduce in un aumento diretto di circa 0,1-0,2 punti percentuali dell'inflazione al consumo complessiva.

Come già indicato, è inoltre possibile si producano effetti indiretti sui prezzi al consumo, in quanto le imprese cercheranno di trasmettere il rincaro degli input petroliferi ai prezzi di vendita (ovvero ai prezzi alla produzione), al fine di ripristinare il proprio margine di profitto. Tali rincari potranno successivamente trasmettersi anche ai prezzi di altri beni e servizi (non energetici) compresi nell'indice dei prezzi al con-

**Figura 3** Principali canali di trasmissione di uno shock petrolifero sui prezzi



**Figura 4** Prezzi del petrolio e alcune componenti energetiche dello IAPC



Fonti: Eurostat e Thompson Financial Datastream.

sumo. In quale misura l'incremento dei costi si trasmette alle fasi successive del processo di produzione dipende da fattori quali la pressione competitiva e il ciclo economico. Poiché un incremento dei costi non viene trasmesso ai prezzi in modo immediato, l'impatto indiretto di uno shock dei prezzi petroliferi sui prezzi al consumo sarà ritardato e si manifesterà con tempi più lunghi degli effetti diretti. Un rincaro permanente del petrolio produrrà effetti diretti e indiretti duraturi sul livello dell'indice dei prezzi al consumo ma avrà, in prima approssimazione, un impatto solo temporaneo sul tasso di inflazione. Tuttavia, mentre l'effetto diretto sul tasso di inflazione annuale è di durata relativamente breve, quello indiretto è più prolungato, essendo la sua trasmissione più lenta e graduale.

Oltre agli effetti diretti e indiretti, normalmente classificati nella categoria degli "effetti di primo impatto", esistono anche i cosiddetti "effetti di secondo impatto" che possono produrre un'ulteriore pressione al rialzo sui prezzi al consumo. L'espressione "effetti di secondo impatto" si riferisce alla possibilità che gli incrementi dei prezzi derivanti dagli effetti di primo impatto vengano presi in considerazione nel processo di negoziazione dei salari, al fine di compensare la perdita di reddito reale. Ciò potrà a sua volta produrre un aumento delle aspettative di inflazione e influire ulteriormente sui processi di determinazione dei prezzi. Se i lavoratori riescono a ottenere incrementi salariali maggiori per effetto dello shock al prezzo del petrolio, ciò potrà innescare una spirale prezzi-salari, in cui le imprese, a fronte delle maggiori rivendicazioni salariali, aumentano ulteriormente i propri prezzi, a loro volta alimentando le aspettative di inflazione e influenzando sulla successiva tornata di negoziazioni salariali. Pertanto, in presenza di effetti di secondo impatto, uno shock al prezzo del petrolio non avrà un impatto permanente solo sul livello dei prezzi, ma potrà innescare effetti duraturi anche sull'inflazione.

La probabilità che si verificano effetti di secondo impatto varia a seconda della situazione macroeconomica generale, nonché della credibilità

e del comportamento della banca centrale. È meno probabile che effetti indiretti e di secondo impatto si producano in una fase congiunturale negativa che nei periodi di espansione, quando la domanda di lavoro supera l'offerta e le pressioni dal lato dei prezzi sono elevate. Analogamente, mentre l'impatto "meccanico" diretto di un rincaro del prezzo del greggio sulla componente energetica degli indici dei prezzi al consumo è inevitabile, eventuali pressioni inflazionistiche riconducibili principalmente a effetti di secondo impatto dipendono in modo fondamentale dal livello di credibilità della banca centrale, oltre che dalla risposta della politica monetaria. In presenza di una politica monetaria credibile, orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo, i lavoratori saranno più disponibili ad accettare una riduzione del reddito reale e le attese di inflazione potranno non risentire dell'aumento temporaneo dell'inflazione causato dal rincaro del petrolio. In caso di un peggioramento delle aspettative di inflazione, tuttavia, la politica monetaria dovrà aumentare i tassi di interesse in modo da contenere le pressioni sul tasso di inflazione risultanti dagli effetti indiretti e di secondo impatto nel medio termine. Sul fronte salariale, l'accettazione degli effetti che un rincaro del petrolio produce sul reddito reale è il prerequisito più importante al fine di evitare una spirale inflazionistica e perdite di prodotto.

#### L'IMPATTO SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli effetti di uno shock al prezzo del petrolio sull'attività economica reale transitano in primo luogo per i canali del lato dell'offerta. Il petrolio è un importante input nel processo produttivo e un suo rincaro implica un aumento dei costi di produzione, anche perché è un prodotto sostituibile in misura limitata, soprattutto nel breve periodo. L'aumento del costo del petrolio potrà indurre una riduzione del livello del prodotto, che a sua volta potrà portare a un calo della domanda di altri fattori di produzione, fra cui il lavoro.

Dal lato della domanda, un rialzo dei prezzi petroliferi comporta un peggioramento delle ragioni di scambio delle economie importatrici

nette di petrolio (come l'area dell'euro), con redistribuzione del reddito dai paesi importatori a quelli esportatori. La riduzione di reddito reale subita dalle economie importatrici nette per effetto di shock sfavorevoli al prezzo del petrolio si traduce in una diminuzione della domanda interna, nella misura in cui non viene compensata da una riduzione del risparmio o da un aumento dell'indebitamento. Inoltre, se il paese commercia prevalentemente con altri paesi importatori netti, il calo della domanda interna sarà probabilmente accompagnato anche dalla riduzione della domanda di esportazioni. Se, infine, i paesi esportatori netti di petrolio, beneficiari dello shock, hanno una propensione al consumo inferiore a quella dei paesi importatori e tendono ad adeguare la domanda in modo solo graduale, l'impatto netto sulla domanda sarà negativo anche a livello globale.

L'impatto negativo di uno shock petrolifero sull'attività economica, risultante dall'inflazione da costi e dagli effetti sul lato della domanda, potrà essere esacerbato tramite altri canali. Per esempio, lo shock potrà avere un ulteriore impatto sull'attività economica attraverso i suoi effetti sul clima di fiducia. Un aumento del prezzo del petrolio accresce l'incertezza circa i suoi andamenti futuri e quindi anche quella relativa alle prospettive dell'economia nel suo insieme, inducendo i consumatori ad astenersi dal compiere acquisti importanti e le imprese a tardare o dilazionare progetti di investimento irreversibili. Analogamente, lo shock può influire negativamente su consumi e investimenti tramite il canale dei mercati azionari o, più in generale, provocando un peggioramento delle condizioni finanziarie. A parità di tutte le altre condizioni l'incremento del livello dei prezzi indotto da uno shock ai prezzi petroliferi riduce il valore reale della ricchezza, spingendo gli agenti economici a privilegiare le attività finanziarie più liquide nell'allocazione di portafoglio e provocando, in ultima analisi, un aumento dei tassi di interesse a lungo termine.

Tuttavia, l'impatto sul prodotto può essere attenuato dall'adeguatezza della risposta di politica monetaria e dalla sua credibilità. Una politica

monetaria credibile orientata alla stabilità dei prezzi tende infatti a stabilizzare le aspettative di inflazione, riducendo le perdite di prodotto. Inoltre, esiste la possibilità di sostituire il petrolio con altri input nel processo produttivo che, per quanto limitata nell'immediato, può costituire un'opzione più sostenibile su un orizzonte temporale più ampio. Un rialzo del prezzo del petrolio percepito come permanente può spingere le imprese ad adottare metodi di produzione a più contenuta intensità di petrolio. Analogamente, uno shock duraturo ai prezzi petroliferi può indurre una riallocazione delle risorse economiche a favore dei settori a minore intensità di petrolio, diminuendo la vulnerabilità del sistema economico rispetto a shock futuri.

#### **RISULTATI EMPIRICI PER L'ECONOMIA DELL'AREA DELL'EURO**

Questa sezione presenta, a fini illustrativi, una valutazione, basata su diversi modelli econometrici, dell'impatto sull'inflazione e sulla crescita del PIL reale dell'area dell'euro di un incremento permanente del 50 per cento del livello dei prezzi petroliferi. Le stime sono caratterizzate da un considerevole grado di incertezza; ciò deve essere tenuto presente nell'interpretare i risultati.

Considerando in primo luogo l'impatto sull'inflazione, le stime suggeriscono che un incremento permanente dei prezzi petroliferi del 50 per cento contribuisce a innalzare l'inflazione complessiva di un ammontare compreso tra 0,3 e 0,6 punti percentuali nel primo anno (cfr. Tavola 2). Le stime differiscono per il modello Multimod dell'FMI, come descritto in seguito. Tale impatto nel primo anno dovrebbe, in larga misura, riflettere gli effetti diretti. Nel secondo e nel terzo anno, l'aumento dell'inflazione complessiva rispetto a una situazione di stabilità dei corsi petroliferi sarà, rispettivamente, fra 0,1 e 0,4 e fra 0,0 e 0,1 punti percentuali. Anche se la maggior parte dei modelli econometrici non distingue gli effetti indiretti da quelli di secondo impatto, il loro effetto combinato corrisponde approssimativamente ai risultati per il secondo e terzo anno; ciò è complessivamente in linea con i risultati dei modelli che stimano l'impatto sui

**Tavola 2 Effetto di un incremento del 50% del prezzo del petrolio sull'inflazione dell'area dell'euro e sulla crescita del PIL reale**

(punti percentuali)

	Inflazione <sup>1)</sup>			Crescita PIL reale		
	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 1	Anno 2	Anno 3
<b>Modelli trimestrali</b>						
ECB AWM	0,5	0,4	0,1	-0,2	-0,2	0,0
EC QUEST	0,4	0,1	0,1	-0,6	-0,2	-0,1
NiGEM	0,3	0,2	0,0	-0,8	0,0	0,1
OECD Interlink	0,6	0,2	0,1	-0,4	0,2	0,4
<b>Modelli annuali</b>						
IMF Multimod	1,6	1,1	0,5	-0,1	-0,3	0,1

Fonti: ECB AWM: Dieppe, A. and J. Henry (2004), "The euro area viewed as a single economy: how does it respond to shocks?", Economic Modelling 21, 833-875. EC QUEST: European Commission (2004), "How vulnerable is the euro area economy to higher oil prices?", Quarterly Report on the Euro Area, 3(2):15-20. NiGEM: Barrell, R. and O. Pomerantz (2004), "Oil prices and the world economy", NIESR Discussion Paper No. 242. OECD Interlink: Dalsgaard, T., C. André and P. Richardson (2001), "Standard shocks in the OECD Interlink Model", OECD, Economics Department Working Papers No. 306. IMF Multimod: Hunt, B., P. Isard and D. Laxton (2001), "The macroeconomic effects of higher oil prices", IMF Working Paper WP/01/14.

1) Tasso di variazione dello IAPC per ECB AWM, tasso di variazione dei prezzi al consumo per gli altri modelli.

2) I risultati per EC QUEST e per il NiGEM sono basati su simulazioni di un aumento del prezzo del petrolio del 25 e del 20 per cento, rispettivamente. I risultati presentati in questo articolo, riferiti a un incremento del 50 per cento, sono stati calcolati sotto l'ipotesi di linearità.

prezzi al consumo dei beni non energetici (con esclusione quindi degli effetti diretti). Per esempio, considerando lo IAPC al netto dell'energia, il modello della BCE per l'intera area dell'euro (*Area-Wide Model*, AWM) indica un contributo combinato nel secondo e terzo anno di 0,4 punti percentuali, che riflette la somma degli effetti indiretti e di secondo impatto.

I risultati del modello Multimod non rientrano negli intervalli forniti in precedenza, perché il modello è più orientato alla descrizione di relazioni di lungo termine ed è basato su dati annuali; è pertanto difficile operare un confronto tra tale modello e quelli basati su dati trimestrali. Il modello produce effetti molto più vigorosi degli altri, riconducibili all'elevato impatto del primo anno e quindi a una stima relativamente elevata degli effetti diretti. Secondo questo modello, inoltre, le aspettative di inflazione – che svolgono un ruolo importante ai fini della determinazione dell'inflazione effettiva – reagiscono in misura considerevole all'andamento del prezzo del petrolio nell'area dell'euro <sup>1)</sup>. I risultati del modello Multimod si basano anche sull'ipotesi di mantenimento del potere d'acquisto dei salari reali; ciò implica forti effetti di secondo impatto. Nella realtà, tuttavia, tali effetti possono essere contenuti da una politica monetaria credibile.

Per quanto riguarda l'attività economica, i diversi modelli econometrici (compreso il modello Multimod) indicano che un incremento del 50 per cento del prezzo del petrolio indurrebbe un calo della crescita del PIL reale fra gli 0,1 e 0,8 punti percentuali nel primo anno, una variazione fra -0,3 e 0,2 punti percentuali nel secondo anno e fra -0,1 e 0,4 nel terzo. L'impatto positivo dal secondo anno in poi suggerito da alcuni modelli potrebbe essere riconducibile all'ipotesi che i paesi esportatori netti di petrolio abbiano una propensione al consumo relativamente elevata; in questi modelli il maggior reddito di tali paesi, dovuto al rialzo delle quotazioni petrolifere si traduce in un aumento della domanda di esportazioni dell'area dell'euro.

I risultati dei modelli, in termini di inflazione e di crescita del PIL reale, devono essere interpretati con molta cautela. È necessario tener presenti alcuni *caveat* che possono influire sull'entità degli impatti. In primo luogo, le ipotesi formulate nei diversi modelli circa la reazione dei tassi di cambio e di interesse non sono identiche, e ciò può avere un effetto significativo sui

1) Cfr. Hunt, B., P. Isard e D. Laxton (2001), *The macroeconomic effects of higher oil prices*, Working Paper dell'FMI, WP/01/14.

risultati<sup>2)</sup>. Secondo, nella maggioranza dei modelli l'impatto sull'area dell'euro viene calcolato aggregando gli effetti sulle singole economie, mentre nei modelli AWM e Multimod si fa riferimento direttamente a dati aggregati. Terzo, i modelli riflettono l'impatto medio dei prezzi del petrolio nel passato; diversi studi affermano che tale impatto è variato nel tempo (cfr. anche la sezione 4); è plausibile che gli effetti di secondo impatto siano ora inferiori rispetto al passato, dato il contesto di inflazione contenuta e in virtù della credibilità della politica monetaria. Quarto, i modelli non comprendono tutti i possibili canali di trasmissione; la maggioranza dei modelli econometrici, per esempio, non include una sufficiente differenziazione settoriale dal lato dell'offerta, e quindi non riesce a riflettere compiutamente eventuali riallocazioni delle risorse indotte da forti shock sul prezzo del petrolio. Sono in genere assenti i canali del clima di fiducia e dei mercati azionari; alcuni modelli, quali il Multimod, attribuiscono più importanza di altri al canale delle aspettative. Quinto, gli effetti sui paesi terzi sono inclusi in tutti i modelli, escluso l'AWM della BCE. Infine, in genere i modelli definiscono lo shock come una variazione percentuale del prezzo del petrolio e assumono una relazione lineare fra i prezzi petroliferi e l'economia. Tale approccio presenta alcuni problemi che sono spiegati più avanti. Nel complesso, i risultati dei modelli econometrici sono di natura illustrativa; l'analisi deve tenere conto, di volta in volta, di tutti i fattori rilevanti, molti dei quali sfuggono a tali modelli.

#### **L'IMPATTO SULL'ECONOMIA DIPENDE DALLA NATURA DELLO SHOCK**

Qualsiasi analisi delle modalità con cui i rincari del petrolio influiscono sull'economia dovrà tenere conto anche della natura dello shock. In particolare, alcuni studi suggeriscono che l'impatto complessivo dello shock non sia proporzionale alla variazione percentuale dei prezzi; gli effetti non sarebbero quindi lineari, ma dipenderebbero da diversi fattori, fra cui la direzione, la durata e la causa dello shock nonché il suo livello assoluto e la variabilità dei prezzi del petrolio<sup>3)</sup>.

L'effetto di aumenti e riduzioni del prezzo del petrolio sull'economia potrà essere asimmetrico a causa di fattori quali la rigidità o i costi di aggiustamento. Il riquadro descrive in maggiore dettaglio le possibili ragioni di tali asimmetrie. È inoltre possibile che il livello dei prezzi (a prescindere dalla variazione che lo induce) influenzi l'impatto sull'attività economica, dando origine a cosiddetti effetti soglia in cui un progetto di investimento viene considerato come impraticabile quando il prezzo del petrolio raggiunge un determinato livello. È altresì possibile che la variazione assoluta del livello dei prezzi sia più importante di quella percentuale: se il consumo di petrolio è relativamente inelastico al prezzo, l'aumento in termini assoluti delle quotazioni determina l'esborso aggiuntivo che famiglie e imprese devono sostenere per far fronte alla bolletta energetica. La risposta dell'economia allo shock petrolifero dipende anche dalla lunghezza del periodo in cui i prezzi del petrolio aumentano o restano elevati: maggiore è la durata dell'incremento, minore è la probabilità che imprese e famiglie possano assorbire lo shock riducendo i margini di profitto e il risparmio. È inoltre più probabile che uno shock permanente influisca sulla struttura produttiva dell'economia, spingendo le imprese a modificare la composizione dello stock di capitale, aumentando la quota delle attrezzature che fanno un uso meno intensivo di petrolio, o a cercare di diversificare i consumi energetici (cfr. la sezione 4). Anche la variabilità dei prezzi del petrolio può essere rilevante; un incremento che si verifica dopo un calo precedente, compensandolo, può infatti avere un impatto non significativo sull'economia. In un contesto di volatilità dei prezzi del petrolio, i consumatori e le imprese avranno inoltre una maggiore tendenza a considerare la variazione come temporanea. Infine, anche la

- 2) Per esempio, i risultati dei modelli AWM della BCE e Interlinee dell'OCSE sono basati sull'assunto di tassi di interesse reali costanti. QUEST, Multimod e NiGEM prevedono una risposta di politica monetaria tipo "regola di Taylor". Ipotesi diverse sulle reazioni di politica monetaria portano in particolare a diversi effetti indiretti e di secondo impatto, in quanto incorporate nelle attese.
- 3) Cfr. per esempio Hamilton, J.D. (2003), *What is an oil shock?*, *Journal of Econometrics* 113, pp. 363-398.

causa dello shock contribuisce a determinarne l'impatto. Gli shock al prezzo del petrolio collegati a interruzioni dell'offerta conducono in genere a un calo del prodotto e a un aumento dell'inflazione. Tuttavia, se i prezzi del petrolio aumentano in risposta a un forte incremento

della domanda mondiale, l'effetto negativo sul prodotto sarà attenuato dalla accelerazione della domanda mondiale, mentre l'aumento delle pressioni inflazionistiche potrà risultare superiore a quello che si verificherebbe se lo shock fosse indotto dal lato dell'offerta.

#### Riquadro

### PERCHÉ L'IMPATTO DI UN AUMENTO DEI PREZZI DEL PETROLIO SULL'ECONOMIA È SUPERIORE A QUELLO DI UN LORO CALO?

Molti studi empirici indicano che l'inflazione e il prodotto reagiscono con maggior vigore a rialzi del prezzo del petrolio piuttosto che a una sua diminuzione<sup>1)</sup>; tale asimmetria è stata spiegata dalla letteratura in modi diversi<sup>2)</sup>.

Una spiegazione frequente si basa sul fatto che *i prezzi dei combustibili e di altri prodotti petroliferi* variano maggiormente a fronte di un aumento del prezzo del petrolio di quanto non facciano dopo un suo calo. La letteratura rileva che i prezzi dei combustibili rispondono più rapidamente e, più vigorosamente a un rialzo del prezzo del petrolio piuttosto che a una sua diminuzione. Se l'impatto di un aumento dei prezzi petroliferi sui prezzi dei combustibili è superiore a quello di un loro calo, ciò sarà tendenzialmente vero anche per gli effetti sull'inflazione e il prodotto.

L'impatto asimmetrico dei prezzi petroliferi sull'inflazione e il prodotto può inoltre essere riconducibile alla *rigidità dei salari verso il basso*. I lavoratori tendono a rivendicare un aumento dei salari nominali per ripristinare il potere di acquisto reale intaccato dall'aumento dei prezzi del petrolio; tuttavia, essi non accettano di ridurre i salari nominali in caso di un loro calo.

I costi di aggiustamento costituiscono un ulteriore fattore in grado di rendere conto delle asimmetrie. Qualsiasi variazione del prezzo del petrolio, sia verso l'alto sia verso il basso, implica sempre dei *costi di aggiustamento*. In caso di aumento, tali costi costituiscono un onere aggiuntivo su imprese e consumatori e amplificano gli effetti negativi diretti derivanti dall'aumento dei costi di produzione. In caso di calo, invece, i costi di aggiustamento tendono a compensare parzialmente l'effetto diretto favorevole. Pertanto l'impatto sull'economia di un aumento dei prezzi del petrolio sarà maggiore rispetto a quello di una loro riduzione.

Le reazioni asimmetriche del prodotto sono anche riconducibili a *incertezza e tensioni di carattere finanziario*. A prescindere dalla loro direzione, le variazioni del prezzo del petrolio tenderanno a creare incertezza sui prezzi e, più in generale, sull'andamento economico futuro. Inoltre, gli shock sfavorevoli tendono di norma a rendere meno agevole il ricorso al finanziamento esterno da parte delle imprese. Come i costi di aggiustamento, l'incertezza e le tensioni di carattere finanziario aggravano ulteriormente l'impatto negativo dell'aumento dei prezzi petroliferi sull'attività economica, riducendo nel contempo l'impatto positivo in caso di riduzione dei prezzi e fanno sì che, a livello aggregato, l'attività economica reagisca in modo asimmetrico agli shock sul prezzo del petrolio.

- 1) Cfr. per esempio Jiménez-Rodríguez, R. e M. Sánchez (2004), *Oil price shocks and real GDP growth – empirical evidence for some OECD countries*, Working Paper della BCE n. 362, maggio 2004.
- 2) Per una rassegna recente della letteratura cfr. Brown, S.P.A., M.K. Yücel e J. Thompson (2003), *Business cycles: the role of energy prices*, Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper 0304.

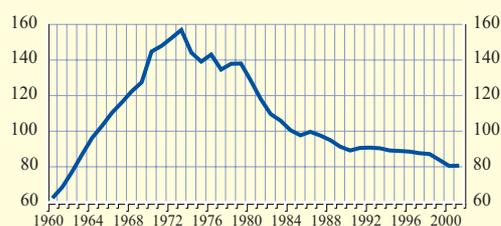
#### 4 I FATTORI STRUTTURALI INFLUISCONO SULL'IMPATTO DEGLI SHOCK PETROLIFERI?

Diversi fattori strutturali possono influire sull'impatto degli shock petroliferi sull'attività economica e l'inflazione. Questi sono, in primo luogo, le tendenze di lungo termine della dipendenza dal petrolio e il suo grado di sostituibilità con altre fonti di energia primaria, seguiti dalla composizione settoriale dell'economia e dal funzionamento dei mercati del lavoro e dei prodotti.

Dagli anni settanta, l'area dell'euro ha ridotto considerevolmente la propria dipendenza dal petrolio in seguito alla riallocazione intersettoriale dell'economia e alla sostituzione del petrolio con altre fonti di energia. Tale tendenza è condivisa anche da altre economie industrializzate quali gli Stati Uniti e il Regno Unito. Fra il 1973 e il 2001 l'indice di dipendenza dal petrolio dell'area dell'euro, misurato dal rapporto tra consumo di petrolio e PIL in termini reali, è diminuito di quasi il 50 per cento (cfr. Figura 5), riflettendo una ricomposizione settoriale dell'economia dai settori che fanno un uso più intensivo del petrolio (come quello manifatturiero) verso quelli a uso meno intensivo (come i servizi, esclusi i trasporti), oltre che l'utilizzo di tecnologie più efficienti. Nello stesso periodo l'area dell'euro ha ridotto anche l'utilizzo di prodotti energetici diversi dal petrolio, seppure in misura inferiore, dato l'uso di tali fonti di energia primaria in sostituzione del petrolio

**Figura 5 Rapporto tra consumo di petrolio e PIL reale nell'area dell'euro**

(tonnellate di petrolio per ogni milione di euro di PIL a prezzi 1995)



Fonti: Agenzia Internazionale per l'Energia e Commissione Europea.

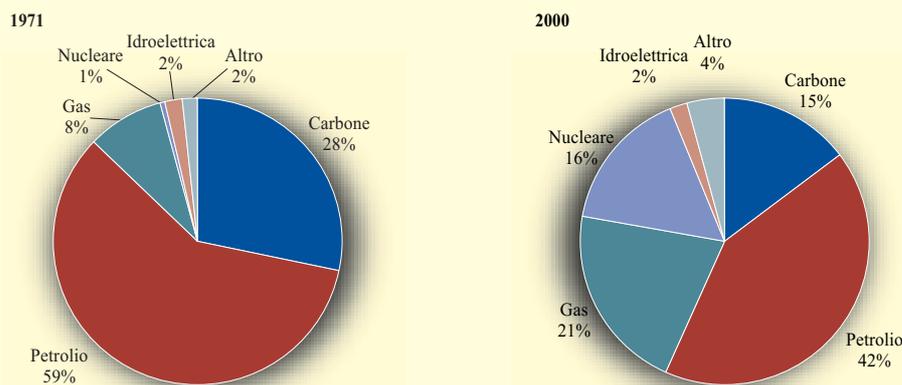
(cfr. Figura 6). Nel 2000 il petrolio rappresentava il 42 per cento della domanda totale di energia primaria nell'area dell'euro, contro il 59 per cento nel 1971. L'uso di fonti di energia rinnovabile è aumentato negli ultimi trent'anni, e tale trend è probabilmente destinato a proseguire in futuro grazie al progresso tecnologico. La sostituzione del petrolio con altre fonti di energia e la diminuzione della dipendenza complessiva dal petrolio stanno consentendo all'economia dell'area di ridurre la propria vulnerabilità agli shock petroliferi rispetto all'inizio degli anni settanta.

Anche la composizione settoriale di un'economia contribuisce a determinare l'impatto di shock petroliferi sull'economia nel suo complesso, in ragione della diversa vulnerabilità allo shock dei singoli settori economici. Poiché per ripristinare l'equilibrio dopo il verificarsi di shock è necessario riallocare le risorse da un settore all'altro, e dato che tale processo non è realizzabile in tempi brevi, è probabile che il prodotto scenda al di sotto del proprio livello potenziale prima di raggiungere la nuova situazione di equilibrio.

Il consumo di petrolio è diminuito in molti settori negli ultimi trent'anni, ma è aumentato considerevolmente nei trasporti. Fra il 1971 e il 2000, per esempio, è passato dal 21,6 al 9,8 per cento dei consumi energetici totali nel settore industriale dell'area dell'euro (cfr. Tavola 3), è invece aumentato vigorosamente nel settore dei trasporti, principalmente per effetto della crescita del trasporto aereo passeggeri e della maggiore diffusione delle autovetture private. Nel 2000 il consumo finale totale di petrolio del settore dei trasporti era di circa tre volte superiore a quello degli altri settori; uno shock negativo sul prezzo del petrolio avrebbe quindi effetti diretti su tale settore molto maggiori rispetto al resto dell'economia.

Gli effetti negativi di uno shock petrolifero sul prodotto e sull'inflazione tendono a essere meno pronunciati quando l'economia è più flessibile, in quanto ciò consente una riallocazione più rapida e fluida delle risorse. In particolare, l'im-

Figura 6 Composizione della domanda totale di energia primaria nell'area dell'euro



Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia.

patto degli shock dipende dal funzionamento dei mercati del lavoro e dei prodotti, dato che gli effetti sull'attività economica e sull'inflazione variano a seconda del grado di flessibilità di prezzi e salari, a sua volta influenzato dal livello di concorrenza e dal grado di flessibilità del mercato del lavoro.

Il grado di flessibilità del mercato del lavoro contribuisce a determinare la trasmissione di uno shock petrolifero all'economia, nella misura in cui influisce sia sulla capacità di adeguarsi a tale shock sia sull'efficienza dell'allocazione del lavoro e di altre risorse. La flessibilità è definita come la capacità del mercato del lavoro

di adattarsi e reagire all'evoluzione delle condizioni economiche attraverso variazioni dei prezzi (i salari) e/o delle quantità (occupazione o ore lavorate). Di particolare importanza è la reattività dei salari alle variazioni del livello dei prezzi (cfr. il riquadro), considerato che, dopo uno shock, i lavoratori tenderanno a rivendicare un aumento dei salari nominali per ripristinare il potere di acquisto, ma saranno difficilmente disponibili ad accettare riduzioni dei salari in caso di un calo dei prezzi. In altri termini, i salari tendono a essere caratterizzati da flessibilità verso l'alto, ma da vischiosità verso il basso (rigidità nominale), aggravando così il rischio di perdite di prodotto e di aumento dell'infla-

Tavola 3 Consumo finale totale di energia per settore nell'area dell'euro

(punti percentuali)

	1971	2000	1971	2000
	Milioni di tonnellate		Quota	
Industria	235.709	266.754	42,0	32,7
<i>di cui petrolio</i>	121.039	80.195	21,6	9,8
Trasporti	109.004	251.631	19,4	30,9
<i>di cui petrolio</i>	104.079	246.642	18,5	30,3
Altri settori	216.673	296.632	38,6	36,4
<i>di cui petrolio</i>	121.350	82.281	21,7	10,1
Totale	561.386	815.017	100,0	100,0

Fonte: Agenzia Internazionale per l'Energia.

zione. Un ruolo importante in questo contesto è svolto anche dalla reattività dei salari al tasso di disoccupazione, poiché le rigidità reali potranno aggravare gli effetti negativi di uno shock petrolifero. La necessaria riallocazione settoriale può essere ostacolata dalla legislazione sulla tutela del posto di lavoro o da altre forme di tutela che proteggono parte delle forze di lavoro dagli shock, oltre che da un'insufficiente differenziazione salariale, a livello settoriale e di impresa.

Data l'importanza della flessibilità del mercato del lavoro, dalla seconda metà degli anni novanta in poi i paesi dell'area dell'euro hanno aumentato gli sforzi per promuovere riforme strutturali volte a migliorare il funzionamento e la flessibilità di tale mercato<sup>4)</sup>. Anche l'indicizzazione dei salari sembra essere meno diffusa rispetto agli anni settanta, il che fa ritenere che la capacità di resistenza dell'economia dell'area a shock sfavorevoli sia aumentata<sup>5)</sup>.

La trasmissione degli shock petroliferi all'economia è inoltre influenzata dalla flessibilità del mercato dei beni, dato che la perdita di prodotto e l'aumento dei prezzi indotti da uno shock tendono ad essere inferiori in mercati competitivi rispetto a mercati caratterizzati da significative rigidità. In un mercato molto competitivo, la rapida riallocazione delle risorse dovrebbe garantire il tempestivo raggiungimento di un nuovo equilibrio per il prodotto, l'occupazione e il livello dei prezzi. In questo contesto, l'esistenza di mercati dell'energia competitivi sarà particolarmente importante al fine di promuovere la trasparenza nel mercato dell'energia e facilitare l'assorbimento degli shock. La Commissione europea ha avviato diverse iniziative tese a migliorare il funzionamento del Mercato interno e alcuni indicatori dei mercati dei prodotti segnalano un aumento della flessibilità di tali mercati nei paesi dell'area dell'euro<sup>6)</sup> (inclusi i mercati dell'energia, attualmente soggetti a un significativo processo di riforma regolamentare). Anche l'introduzione dell'euro ha probabilmente contribuito a questo processo, accrescendo ulteriormente il grado di concorrenza e la confrontabilità dei prezzi delle imprese nazionali ed estere.

## 5 SHOCK PETROLIFERI E RISPOSTE DI POLITICA ECONOMICA

L'esperienza passata indica che le politiche macroeconomiche concorrono in modo significativo a determinare l'impatto di uno shock petrolifero sull'economia. Durante il primo shock all'inizio degli anni settanta, per esempio, i salari aumentarono significativamente; i governi cercarono tendenzialmente di ammortizzare gli effetti negativi sull'attività economica adottando politiche di bilancio espansive, che hanno prodotto disavanzi significativi e duraturi<sup>7)</sup>. In molti paesi, anche la politica monetaria assunse un orientamento relativamente poco restrittivo, riflesso dai tassi di interesse reali negativi prevalenti nei periodi successivi al rialzo dei corsi petroliferi. Le risposte di politica fiscale e monetaria furono complessivamente inadeguate nella maggior parte dei paesi, se si considera il rapido incremento dei prezzi al consumo dopo il primo shock e il vigoroso aumento dei salari risultante dalla diffusa indicizzazione salariale e dal tentativo dei lavoratori di recuperare le perdite di reddito reale. Le risposte di politica economica adottate all'epoca riuscirono soltanto a ritardare la perdita di reddito reale indotta dall'aumento dei prezzi petroliferi, aumentando nel contempo le pressioni inflazionistiche e, quindi, il costo finale della disinflazione. In seguito all'esperienza accumulata col primo shock petrolifero, le autorità fiscali e monetarie hanno adottato successivamente un orientamento generalmente meno accomodante, e il secondo shock petrolifero nel 1979 è stato seguito in molti paesi da un più deciso inasprimento della politica monetaria

4) Cfr. l'articolo *La composizione della crescita dell'occupazione nell'area dell'euro negli anni recenti* nel numero di novembre 2002 di questo Bollettino.

5) Cfr. per esempio D. Checchi e J. Visser (2002), *Pattern persistence in European trade union density*, Università degli Studi di Milano, Working Paper n. 1, gennaio.

6) Cfr. per esempio Alesina A., S. Ardagna, G. Nicoletti e F. Schiantarelli (2003), *Regulation and investment*, OECD Economic Department Working Papers n. 352, secondo cui in molti paesi la regolamentazione dei mercati dei beni nel 1975 era superiore a quella del 1998.

7) Cfr. anche il riquadro *Gli insegnamenti delle crisi petrolifere degli anni settanta e dei primi anni ottanta* nel numero di novembre 2000 di questo Bollettino.

finalizzata al controllo dell'inflazione e da una politica fiscale meno espansiva.

Che insegnamenti si possono trarre dal passato? La lezione più importante è che un'economia importatrice netta di petrolio, come l'area dell'euro, non può sfuggire al deterioramento delle ragioni di scambio associato a un rialzo dei prezzi petroliferi. In genere, un rincaro del prezzo del petrolio induce un trasferimento di ricchezza dai paesi importatori netti a quelli esportatori; tale onere va assorbito all'interno dell'economia in modo da ridurre al minimo le perdite di prodotto ed evitare l'accelerazione delle aspettative di inflazione. In particolare, è importante che i salari vengano determinati in maniera coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi nel medio termine, in modo da facilitare l'aggiustamento e limitarne i costi.

Una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi assicura che gli effetti diretti, temporanei e inevitabili, del rincaro del petrolio sull'inflazione non alimentino le attese inflazionistiche facendo emergere effetti di secondo impatto. In questo contesto, la credibilità della politica monetaria svolge un ruolo centrale: se gli agenti economici sono certi che la politica monetaria agirà in modo vigoroso contro l'emergere di pressioni inflazionistiche, ciò influirà in maniera virtuosa sul processo di determinazione dei salari. Ancorando le aspettative di inflazione, tale strategia aiuta a ridurre le perdite di prodotto. Nondimeno, se ci sono indicazioni di un aumento delle pressioni inflazionistiche, le banche centrali dovranno essere pronte ad agire. Al riguardo, è estremamente importante che la politica monetaria vigili attentamente per impedire l'emergere di effetti di secondo impatto dopo un rincaro del petrolio, anche tenendo sotto attenta osservazione le aspettative di inflazione e l'evoluzione del processo di negoziazione salariale. È inoltre necessario che le banche centrali valutino le cause e la natura dello shock, tenendo conto della posizione ciclica dell'economia e dei probabili sviluppi della domanda e dell'offerta aggregate. La politica monetaria deve anche tenere conto del comportamento degli altri soggetti responsabili delle politiche economiche

Per coadiuvare la conduzione di una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi, le politiche di bilancio devono rinunciare a compensare gli effetti economici negativi associati allo shock petrolifero, in modo da non prolungarne gli inevitabili effetti reali. In generale, l'orientamento fiscale di fondo deve restare sostanzialmente invariato e consentire il libero funzionamento degli stabilizzatori automatici. Tuttavia, in presenza di squilibri significativi e quando gli sforzi di riequilibrio dei conti pubblici non riescono a conseguire gli obiettivi prefissati, è importante che i governi adottino politiche di risanamento, soprattutto se si prevede che il rialzo del prezzo del greggio duri per qualche tempo. Infine, anche la politica strutturale dovrà fare la sua parte, aumentando la flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni dell'area dell'euro. Ulteriori riforme strutturali, soprattutto del mercato del lavoro, renderanno più agevoli gli aggiustamenti agli shock e forniranno una migliore protezione da shock futuri.

## 6 CONCLUSIONI

Data la volatilità intrinseca del mercato del petrolio, e la sua importanza quale fattore di produzione e bene di consumo, è probabile che i movimenti dei prezzi petroliferi continueranno a influire in modo significativo sull'inflazione e sull'attività economica dell'area dell'euro. Secondo stime econometriche, un forte incremento dei corsi petroliferi potrebbe avere un impatto non trascurabile sull'economia dell'area, facendo salire l'inflazione e, in misura inferiore, rallentando la crescita del PIL in termini reali. Tali stime, tuttavia, sono caratterizzate da un elevato grado di incertezza e possono essere usate solo a fini illustrativi.

In questo contesto, i rincari del petrolio osservati nell'ultimo anno e, in particolare, il permanere dei prezzi su livelli più elevati delle attese, potrebbero implicare rischi per la stabilità dei prezzi e per la crescita. Nel valutare l'impatto dell'attuale shock sui prezzi del petrolio, tuttavia, va notato che il rialzo recente è significativamente inferiore a quelli che, in passato,

hanno avuto un impatto rilevante sull'economia mondiale. Ciò è vero non solo per i prezzi espressi in dollari, ma soprattutto per quelli espressi in euro, poiché l'apprezzamento della moneta unica ha assorbito parte dei recenti rialzi. In termini reali, il prezzo del petrolio è ora su livelli significativamente inferiori rispetto ai massimi raggiunti in passato. Inoltre, mentre i precedenti rincari sono stati principalmente sospinti da fattori di offerta, quello recente è anche riconducibile a un aumento della domanda derivante dalla vigorosa espansione globale. Tutto considerato, l'impatto dell'attuale rincaro del greggio sull'economia dell'area dell'euro dovrebbe essere più contenuto rispetto a quelli degli shock petroliferi passati. Nondimeno, il permanere dei prezzi su livelli elevati o addirittura superiori a quelli attuali darebbero adito a preoccupazioni.

Da un punto di vista strutturale, diversi fattori suggeriscono una maggiore capacità di resistenza dell'economia dell'area dell'euro agli shock al prezzo del petrolio. Rispetto agli anni settanta,

l'intensità petrolifera della produzione e la quota del petrolio nei consumi energetici totali sono diminuiti significativamente nell'area dell'euro. Inoltre, i mercati del lavoro e dei beni sembrano essere diventati in qualche misura più flessibili, e ciò dovrebbe consentire una più ordinata e rapida riallocazione delle risorse. Tuttavia, sono chiaramente necessarie ulteriori riforme strutturali in modo da consentire un aggiustamento ancora più veloce e senza scosse dell'economia rispetto a eventuali shock futuri.

Il recente rialzo dei corsi petroliferi ha già avuto un impatto diretto visibile sull'inflazione dell'area dell'euro. È importante che la politica monetaria impedisca l'emergere di pressioni generalizzate sui prezzi, ancorando le aspettative di inflazione. Una politica monetaria credibilmente orientata alla stabilità dei prezzi riduce le perdite di prodotto. È necessario restare vigili al fine di evitare effetti di secondo impatto: livelli salariali in linea con la stabilità dei prezzi nel medio periodo concorrono a evitare l'emergere di tali effetti.

## LE INFORMAZIONI OTTENUTE DAI PREZZI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE

*I prezzi delle attività finanziarie costituiscono per le banche centrali una importante e tempestiva fonte di informazione circa le aspettative dei mercati riguardo a diverse variabili macroeconomiche fondamentali. Questo articolo descrive alcuni strumenti utilizzabili per estrarre dai prezzi delle attività finanziarie le attese degli operatori circa l'evoluzione futura di variabili economiche fondamentali, quali l'inflazione e l'attività economica. Pur notevolmente incompleto, l'elenco presentato dovrebbe offrire un'idea del modo in cui le informazioni contenute nei prezzi delle attività finanziarie possono essere impiegate a livello pratico dalle banche centrali nel perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi.*

*Con riferimento al mercato obbligazionario, il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato di tipo tradizionale e i comparabili titoli indicizzati all'inflazione – spesso definito “tasso di inflazione di pareggio” – costituisce un indicatore tempestivo delle attese degli operatori finanziari circa l'inflazione nell'area dell'euro. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine indicizzati possono fornire indicazioni sulle attese riguardo alla crescita economica nel lungo periodo, mentre i prezzi delle opzioni consentono di ricavare la distribuzione delle attese degli operatori riguardo ai rendimenti obbligazionari sulle scadenze più brevi. Infine, il raffronto fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine e le misure alternative delle attese di crescita nominale nel lungo periodo può offrire ragguagli utili in merito all'andamento dei premi per il rischio nel mercato obbligazionario.*

*Per quanto riguarda il mercato azionario – nel quale i dividendi aggregati attesi sono in genere strettamente legati alla crescita attesa dell'attività economica – i prezzi delle azioni possono offrire informazioni aggiuntive utili a valutare le aspettative degli operatori circa l'attività economica complessiva. I prezzi delle opzioni sulle azioni possono invece aiutare a comprendere le percezioni relative al grado di fragilità delle condizioni globali del mercato azionario.*

*In generale, benché in linea di principio le informazioni desunte da tutti gli indicatori che verranno presentati possano risultare estremamente utili nella conduzione della politica monetaria, occorre tenere presente che il loro contenuto informativo si basa di solito su ipotesi abbastanza restrittive sul legame fra i prezzi delle attività e le principali variabili economiche. Di conseguenza, esse vanno interpretate con cautela.*

### I INTRODUZIONE

Per una banca centrale, i prezzi delle attività finanziarie e dei relativi derivati costituiscono un'importante fonte di informazione circa le aspettative degli operatori riguardo a variabili macroeconomiche fondamentali quali l'inflazione e l'attività economica. Il contenuto informativo di tali prezzi risiede nel fatto che, in quanto intrinsecamente orientati al futuro, essi incorporano le attese dei mercati circa gli andamenti finanziari ed economici. Un regolare monitoraggio degli andamenti dei mercati finanziari può pertanto fornire alle banche centrali indicazioni utili e più tempestive rispetto a quelle ricavate da gran parte delle misure dell'inflazione e del ciclo economico, che sono di norma pubblicati con ritardi relativamente lunghi.

Nonostante i suddetti vantaggi, gli indicatori basati sui prezzi delle attività finanziarie risultano spesso di non immediata interpretazione e vanno considerati alla luce di alcuni elementi di cautela. Anche se da un punto di vista teorico il contenuto informativo generale dei prezzi delle attività circa le aspettative di mercato viene raramente messo in discussione, su un piano più pratico diventano fondamentali i metodi utilizzati per estrarre tali aspettative. In particolare, le informazioni ricavate dai prezzi delle attività finanziarie poggiano spesso su ipotesi piuttosto restrittive ma nondimeno necessarie circa il legame fra il prezzo dell'attività in questione e le grandezze economiche fondamentali. Inoltre, sui prezzi delle attività possono influire anche fattori non macroeconomici, quali le caratteristiche istituzionali del mercato o le variazioni temporanee della domanda e dell'offerta dell'attività sottostante non connesse

alle variabili macroeconomiche fondamentali. Per questo motivo, un'analisi rigorosa delle attese di mercato richiede l'attenta valutazione di tutti i fattori potenzialmente rilevanti.

Questo articolo presenta alcuni strumenti e indicatori che possono essere utilizzati per ricavare informazioni dagli strumenti finanziari e per seguire nel tempo gli andamenti dei mercati dei capitali nell'area dell'euro. L'articolo è strutturato nel seguente modo. La sezione 2 prende in esame il mercato obbligazionario. Vengono analizzate le misure delle attese di inflazione ricavate dai titoli di Stato, il contenuto informativo dei rendimenti dei suddetti titoli riguardo alle attese dei mercati circa l'andamento dell'attività economica e alcune misure dell'incertezza. La sezione 3 mostra come utilizzare l'andamento dei corsi azionari per ricavare le attese riguardo sia alle grandezze macroeconomiche fondamentali sia alla propensione al rischio e alla percezione del rischio degli investitori. La sezione 4 espone le conclusioni.

## 2 ANALISI DEGLI ANDAMENTI SUI MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine rispecchiano le aspettative degli investitori circa l'andamento dell'inflazione e dell'attività economica, soprattutto su orizzonti temporali medio-lunghi, e quello dei tassi ufficiali sul più breve periodo. Inoltre, essi incorporano anche il premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere tali strumenti, il quale può essere considerato la contropartita per sopportare l'incertezza connessa alle aspettative di cui sopra ed è pertanto soggetto a variazioni nel tempo.

Benché desumere tutte queste informazioni non sia agevole, esistono degli strumenti che consentono di trarre conclusioni plausibili. Ad esempio, l'osservazione dei rendimenti obbligazionari per periodi lunghi aiuta a individuare il modo in cui le attese riguardo alle variabili fondamentali si modificano nel tempo. Altrettanto importante è il fatto che il raffronto fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato di tipo tradizionale e quelli dei titoli

indicizzati all'inflazione fornisce una misura delle attese di inflazione degli operatori del mercato e che, se viene condotto su orizzonti temporali diversi, tale raffronto può indicare il profilo temporale delle suddette attese in un momento determinato. Infine, anche le misure della distribuzione delle aspettative dei mercati possono risultare utili nella conduzione della politica monetaria.

### 2.1 DETERMINANTI DEI RENDIMENTI OBBLIGAZIONARI A LUNGO TERMINE

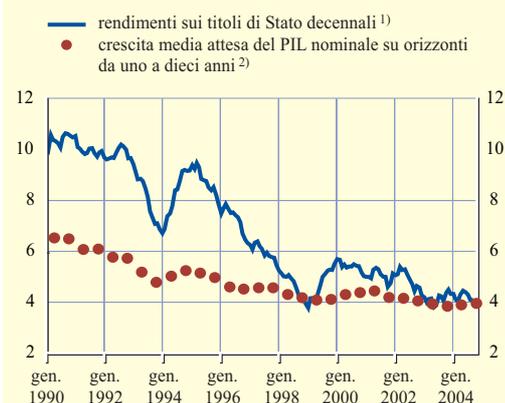
Il rendimento obbligazionario nominale a lungo termine può essere scomposto in tre elementi fondamentali: il tasso di interesse reale atteso (spesso ritenuto strettamente connesso alle aspettative riguardo all'attività economica), il tasso di inflazione atteso e il premio per il rischio. Alcune indicazioni in merito all'impatto di tali elementi sui rendimenti obbligazionari a lungo termine possono essere ricavate dal raffronto fra tali rendimenti e le misure delle aspettative di crescita e di inflazione nel lungo periodo ricavate dai sondaggi.

La figura 1 mette in rapporto i rendimenti sui titoli di Stato decennali nell'area dell'euro e le comparabili attese di crescita nominale del PIL (calcolate da *Consensus Economics* come la somma delle attese di crescita dell'inflazione al consumo e del PIL reale) su orizzonti lunghi. Essa rivela due elementi degni di nota. Anzitutto, nel campione in esame i rendimenti e le attese di crescita nominale hanno di norma evidenziato movimenti analoghi, a indicare che le attese di lungo periodo circa i fondamentali macroeconomici hanno svolto un ruolo importante nella determinazione dei rendimenti obbligazionari<sup>1)</sup>. In secondo luogo, negli ultimi dieci anni il differenziale fra i rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine e la crescita nominale attesa nel lungo periodo si è notevolmente ridot-

1) Anche fattori strutturali quali la minore produttività e gli inferiori tassi di incremento demografico possono avere concorso alla flessione dei rendimenti obbligazionari negli anni novanta. Per una trattazione più approfondita, si veda l'articolo Il tasso di interesse reale naturale nell'area dell'euro nel numero di maggio 2004 di questo Bollettino.

**Figura 1 Rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine e attese di crescita del PIL nominale nel lungo periodo nell'area dell'euro**

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Consensus Economics e Reuters.

1) I rendimenti sui titoli di Stato prima del 1999 sono calcolati come media dei rendimenti di tutti i paesi dell'area sulla base dei pesi in termini di PIL valutato a tassi di cambio con PPA. A partire dal 1999 si utilizzano come pesi le consistenze dei titoli.

2) Fino all'ottobre del 2002, le aspettative per l'area dell'euro sono calcolate come media pesata (sulla base del PIL di ciascun paese) delle attese di crescita di Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna.

to. Durante la prima metà degli anni novanta, i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro sono stati notevolmente superiori alle attese di crescita nominale di lungo periodo. Ciò potrebbe essere in parte riconducibile all'incertezza – all'epoca relativamente elevata – circa l'evoluzione futura dell'inflazione, della crescita economica e dei tassi d'interesse reali. A partire dalla fine degli anni novanta, tuttavia, il differenziale si è sensibilmente assottigliato. Quest'ultimo andamento ha riflesso gli inferiori premi per il rischio richiesti dagli investitori grazie alla maggiore stabilità del contesto macroeconomico, con tassi di cambio progressivamente più stabili, e potrebbe avere risentito dell'effetto positivo di una politica monetaria fermamente impegnata a mantenere la stabilità dei prezzi nell'insieme dell'area dell'euro<sup>2)</sup>.

Oltre a fattori fondamentali quali le attese sull'inflazione e la crescita nel lungo periodo, anche l'orientamento monetario contribuisce spesso a determinare i rendimenti obbligazionari a lungo termine per il tramite del suo impatto sui tassi d'interesse a breve. Ciò appare evidente soprattutto se si considera l'ipotesi delle aspettative della struttura per scadenza dei tassi di interesse,

secondo la quale i tassi a lungo termine dovrebbero rispecchiare la media di quelli a breve correnti e attesi nell'arco di vita dell'obbligazione a lungo termine. A sua volta, l'andamento futuro dei tassi a breve termine dipende in gran parte dalle attese degli operatori riguardo all'orientamento futuro della politica monetaria. Se si prescinde dal premio per il rischio, ciò vuol dire che quando l'economia si è stabilizzata attorno ai livelli attesi di crescita economica e di inflazione di lungo periodo i tassi di interesse sia a breve sia a lungo termine dovrebbero mantenersi relativamente prossimi alle attese di crescita nominale. Ciò nonostante, alle frequenze del ciclo economico, l'economia potrebbe essere colpita da shock che richiedono decisioni di politica monetaria intese a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. In tali circostanze, i tassi di interesse a breve termine potrebbero per qualche tempo scostarsi dal livello "neutro" in cui i fondamentali macroeconomici di lungo periodo riflettono l'orientamento monetario. Per il tramite del canale delle attese, questo scostamento può trasmettersi anche sui rendimenti obbligazionari a più lungo termine.

L'effetto della politica monetaria sui rendimenti obbligazionari a lungo termine può tuttavia esercitarsi anche attraverso altri canali. In particolare, la credibilità della politica monetaria dovrebbe riflettersi in attese di inflazione sul lungo periodo basse e stabili, contribuendo in questo modo a una maggiore stabilità macroeconomica e a una bassa variabilità della crescita del prodotto, che a loro volta tenderebbero a sostenere un livello più contenuto di rendimenti obbligazionari a causa degli inferiori premi per il rischio. Per questo motivo, a tassi di interesse a breve termine relativamente elevati possono talvolta fare riscontro tassi bassi nel segmento a lungo termine della gamma di scadenze.

Un modo utile per depurare i rendimenti obbligazionari a lungo termine degli effetti di breve periodo provocati dalla politica monetaria consiste, ad esempio, nello scomporre il rendimento

2) Si veda il riquadro intitolato Il contributo informativo dei tassi di interesse a termine di lungo periodo nell'area dell'euro nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

di un titolo di Stato decennale in due componenti quinquennali, di cui una a pronti e una a termine a cinque anni (cfr. figura 2). I rendimenti obbligazionari a più breve termine risentono infatti in misura maggiore delle attese di politica monetaria sul breve periodo. Nel contempo, sul rendimento a termine a cinque anni dovrebbe influire in misura superiore la credibilità della politica monetaria (oltre ai fattori connessi menzionati in precedenza).

Sebbene non siano disponibili tassi a termine per l'area dell'euro per un periodo lungo, una scomposizione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine può essere condotta in alternativa partendo da quelli tedeschi. Poiché dal 1999 i titoli di Stato nell'area dell'euro hanno evidenziato differenziali di rendimento piuttosto ridotti e relativamente stabili, l'evoluzione dei tassi sui titoli di Stato in Germania può essere ritenuta sufficientemente rappresentativa di quella dei tassi nell'insieme dell'area dell'euro durante gli ultimi anni.

La figura 2 mostra come, fra il 1990 e il 2004, il tasso a termine a cinque anni si sia mantenuto costantemente al di sopra delle attese di crescita nominale di lungo periodo. Benché in questo pe-

riodo si sia registrata una flessione complessiva delle due misure e un progressivo restringimento del differenziale fra di esse (probabilmente attribuibile al calo dei premi per il rischio), negli ultimi due anni il differenziale con la crescita nominale attesa è rimasto più elevato nel caso dei rendimenti obbligazionari a termine che in quello dei rendimenti sui titoli decennali mostrato nella figura 1. Ciò va ricondotto al fatto che, anche a causa di un orientamento monetario relativamente accomodante nei periodi in questione, il rendimento quinquennale a pronti è sceso su livelli lievemente inferiori a quelli raggiunti dalle attese di crescita nominale in varie occasioni e in particolare negli ultimi due anni. Agli inizi degli anni novanta, invece, le risposte di politica monetaria hanno mantenuto sia il rendimento a pronti sia quello a termine ben al di sopra delle aspettative di crescita di lungo periodo.

## 2.2 COME SI RICAVANO LE INFORMAZIONI SULLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DEGLI OPERATORI

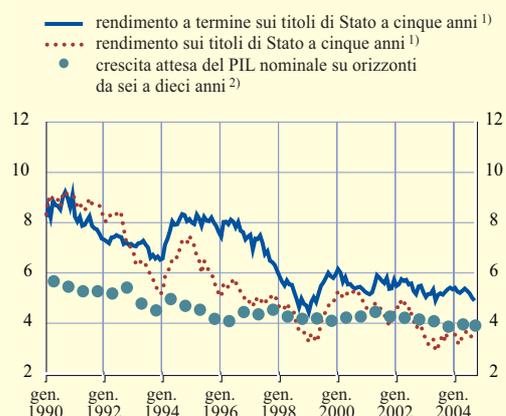
Le aspettative di inflazione di lungo periodo degli investitori costituiscono una delle componenti principali dei tassi di interesse nominali a lungo termine e rappresentano un elemento di informazione fondamentale per le banche centrali. Di fatto, esse sono spesso utilizzate per misurare la credibilità della politica monetaria: se l'impegno di una banca centrale al mantenimento della stabilità dei prezzi è credibile, le attese di inflazione di lungo periodo del settore privato dovrebbero essere fermamente ancorate a livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

### I TASSI DI INFLAZIONE "DI PAREGGIO" NELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni una serie di paesi dell'area dell'euro ha emesso titoli di Stato con cedola e capitale a scadenza indicizzati allo IAPC dell'area al netto dei prezzi del tabacco (cfr. riquadro 1). Il differenziale di rendimento fra un titolo tradizionale e uno comparabile indicizzato dovrebbe riflettere fra l'altro le aspettative di inflazione

**Figura 2 Rendimenti obbligazionari a cinque anni a pronti e a termine e crescita attese del PIL nominale di lungo periodo nell'area dell'euro**

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Deutsche Bundesbank e Consensus Economics.  
 1) Rendimenti sui titoli di Stato tedeschi (a cedola zero).  
 2) Prima del 1999 le aspettative si riferiscono alla Germania, successivamente all'area dell'euro. Le aspettative per l'area dell'euro sono calcolate come media pesata (sulla base del PIL di ciascun paese) delle attese per la Francia, l'Italia, i Paesi Bassi e la Spagna tra aprile 1999 e ottobre 2002.

degli operatori per l'area dell'euro nell'arco della vita residua del titolo. Per questo motivo, tale misura viene spesso definita tasso di inflazione "di pareggio" in quanto fornisce una stima del livello di inflazione attesa in corrispondenza del quale, sotto determinate condizioni, un investitore deterrebbe indifferentemente l'uno o l'altro tipo di titolo.

Come fonti di informazione sulle aspettative di inflazione di lungo periodo del settore privato, i tassi di inflazione di pareggio offrono diversi vantaggi. Il primo va ricercato nella loro tempestività, poiché sono disponibili con frequenze molto elevate e sono pertanto particolarmente utili per rilevare le variazioni delle attese di inflazione di lungo periodo nel momento in cui queste avvengono. Ciò risulta più difficile se si impiegano i dati delle indagini, in quanto queste ultime vengono realizzate soltanto alcune volte l'anno. In secondo luogo, in termini di attendibilità, essi forniscono informazioni sulle aspettative di inflazione, che costituiscono la base delle operazioni sui mercati. Infine, poiché i titoli di Stato tradizionali e quelli indicizzati sono generalmente emessi con varie scadenze originarie, essi consentono in linea di principio di ricavare informazioni sulle attese di inflazione per una serie più ampia di orizzonti temporali rispetto a quelli normalmente coperti dalle indagini.

Occorre tuttavia tenere presente che i tassi di inflazione di pareggio costituiscono un indicatore imperfetto delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori, in quanto la differenza di rendimento fra i titoli nominali e quelli indicizzati comparabili può risentire di fattori di mercato puramente tecnici e istituzionali e incorporare svariati premi, quali ad esempio quelli per l'incertezza di inflazione e per la liquidità. Valgono più in particolare le considerazioni elencate qui di seguito.

- È probabile che i tassi di inflazione di pareggio incorporino il premio per il rischio di inflazione richiesto dagli investitori per compensare l'incertezza di inflazione associata alla detenzione di titoli nominali a lunga scadenza, secondo la logica illustrata

di seguito. L'inflazione futura erode i pagamenti su un titolo nominale ma non quelli su uno indicizzato. Gli investitori, pertanto, saranno verosimilmente indotti a richiedere un premio per la detenzione di titoli nominali a lungo termine. Inoltre, data la loro generale avversione al rischio, è probabile che nel tempo modulino l'entità del premio richiesto al variare dell'incertezza circa l'andamento futuro dell'inflazione. È inoltre normale che il premio sia tanto più alto quanto più lunga è la scadenza del titolo. Tale premio tende a distorcere verso l'alto il tasso di inflazione di pareggio. Nel contempo, l'incertezza in merito all'inflazione su orizzonti temporali lunghi potrebbe essere altresì indicativa della misura in cui le attese di inflazione sono ancorate e fornire di conseguenza un ulteriore elemento informativo importante per le banche centrali.

- Poiché i titoli di Stato indicizzati sono di norma meno liquidi di quelli nominali comparabili, i rendimenti sui primi potrebbero incorporare un più elevato premio per la liquidità, il quale tenderebbe pertanto a distorcere verso il basso il tasso di inflazione di pareggio.
- Nell'area dell'euro i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati in base allo IAPC al netto dei prezzi del tabacco<sup>3)</sup>. Negli ultimi anni il tasso di inflazione misurato dallo IAPC complessivo (vale a dire, comprensivo dei prezzi del tabacco) è stato lievemente superiore a quello calcolato al netto di tali prezzi. Una prosecuzione di tale tendenza in futuro comporterebbe una distorsione negativa dei tassi di inflazione di pareggio quali indicatori delle attese di inflazione misurata sullo IAPC (complessivo).
- I tassi di inflazione di pareggio possono risultare a volte distorti da fattori di mercato tecnici e istituzionali – quali le distorsioni fiscali e il trattamento impositivo degli investitori o gli incentivi che influiscono sulla domanda

3) Per una spiegazione, si veda il riquadro 1.

di strumenti indicizzati – che possono essere scarsamente connessi alle variazioni delle aspettative di inflazione. Purtroppo, gli effetti distorsivi delle modifiche al quadro normativo e alle prassi di mercato sui tassi di inflazione di pareggio sono difficili da isolare e quantificare anche su mercati (come quello britannico) che hanno raggiunto un più elevato grado di maturità quanto ai titoli indicizzati<sup>4</sup>).

Considerati i precedenti motivi di cautela, nell'interpretare i tassi di inflazione di pareggio in termini di aspettative di inflazione di lungo periodo è opportuno concentrarsi sulle variazioni piuttosto che sul livello degli stessi. Ciò nonostante, i titoli di Stato indicizzati restano per le banche centrali una preziosissima fonte di informazioni sulle aspettative di inflazione. Inoltre, la loro importanza è destinata a crescere nel tempo all'aumentare della gamma di scadenze disponibili e della liquidità sul mercato (cfr. riquadro 1). In aggiunta, come verifica incrociata, risulta utile porre a confronto i tassi di inflazione di pareggio e le misure delle attese di inflazione a lungo termine fornite dalle indagini.

La figura 3 riporta i tassi di inflazione di pareggio calcolati a partire da due titoli indicizzati all'inflazione emessi rispettivamente dal

Tesoro italiano (con scadenza nel 2008) e da quello francese (con scadenza nel 2012). Poiché entrambi gli strumenti sono agganciati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco, questi tassi di inflazione di pareggio possono essere utilizzati per misurare le attese degli investitori riguardo all'inflazione nel lungo periodo nell'area dell'euro. Per il ventaglio ancora relativamente limitato di scadenze alle quali sono emesse le obbligazioni indicizzate nell'area dell'euro, i titoli di Stato in scadenza nel 2008 e nel 2012 restano gli strumenti di riferimento nel calcolo dei tassi di inflazione di pareggio a cinque e dieci anni anche se nel frattempo la loro vita residua a scadenza è scesa rispettivamente a circa quattro e otto anni.

Dal novembre del 2001, quando è stata emessa il titolo con scadenza nel 2012, il tasso di inflazione di pareggio da esso ricavato ha oscillato fra l'1,6 e il 2,4 per cento collocandosi in media attorno all'1,9 per cento. Quello desunto dal titolo con scadenza nel 2008 emesso nel settembre del 2003 è rimasto al di sotto del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni nello stesso periodo. Ciò suggerisce in parte che il premio per il rischio di inflazione è tanto più alto quanto più lunga è la scadenza del titolo in questione.

La gamma crescente di scadenze per le quali sono disponibili titoli indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro consente di raffrontare le aspettative di inflazione media su orizzonti diversi. Ad esempio, nel secondo trimestre del 2004 i tassi di inflazione di pareggio sembrano notevolmente aumentati. In tale periodo, l'andamento dei corsi petroliferi potrebbe avere spinto verso l'alto non soltanto le attese di inflazione nel breve periodo ma anche l'incertezza circa l'evoluzione futura dei prezzi, influenzata in parte dalla ripresa economica mondiale in atto. Di qui l'importanza di seguire attentamente gli orizzonti per i quali si producono gli effetti maggiori sulle aspettative di inflazione. L'incremento dei tassi di inflazione di pareggio è stato

**Figura 3 Tassi di inflazione di pareggio e misure delle attese di inflazione di lungo periodo derivate dai sondaggi nell'area dell'euro**



Fonti: *Consensus Economics*, Reuters ed elaborazioni della BCE.

4) Per una trattazione del caso britannico si veda C. Scholtes, On market-based measures of inflation expectations, Quarterly Bulletin, Bank of England, primavera 2002.

## Riquadro I

## ANDAMENTI DEL MERCATO DELLE OBBLIGAZIONI INDICIZZATE NELL'AREA DELL'EURO NEGLI ULTIMI ANNI

La prima obbligazione con cedola indicizzata al tasso di inflazione dell'area dell'euro è stata emessa dal Tesoro francese nel novembre del 2001, con scadenza nel luglio 2012. Benché la definizione di stabilità dei prezzi nell'area dell'euro utilizzata dalla BCE si fondi sullo IAPC complessivo – vale a dire comprensivo dei prezzi del tabacco – la necessità di ottemperare alla normativa francese in materia di emissione di strumenti indicizzati ha determinato la scelta dell'indice IAPC dell'area dell'euro esclusi i prezzi del tabacco. Da allora, quest'ultimo è diventato il riferimento di mercato per l'area dell'euro ed è stato utilizzato per tutte le emissioni di obbligazioni indicizzate all'inflazione.

Dopo un inizio relativamente lento, a partire dal 2003 il mercato delle obbligazioni indicizzate nell'area dell'euro ha registrato una crescita significativa allorché altri due paesi dell'area – vale a dire la Grecia e l'Italia – hanno deciso di emettere strumenti di questo tipo (cfr. tabella)<sup>1)</sup>. Inoltre, alcuni altri governi dell'area hanno annunciato la possibile intenzione di fare lo stesso nel 2005. Pur condividendo gran parte delle caratteristiche tecniche di quelli francesi esistenti – sono indicizzati allo IAPC dell'area al netto dei prezzi del tabacco e garantiscono il rimborso alla pari offrendo pertanto una protezione dal rischio di deflazione – i titoli di Stato indicizzati italiani e greci non sono percepiti dalle agenzie di rating come aventi lo stesso rischio di credito.

Il maggior numero di emittenti e di scadenze disponibili ha accresciuto la liquidità del mercato delle obbligazioni indicizzate nell'area dell'euro, sul quale gli scambi sembrano notevolmente cresciuti negli ultimi due anni (cfr. la figura). Inoltre, nel periodo più recente è notevolmente aumentato l'interesse degli investitori per i titoli indicizzati. Alcune modifiche al quadro normativo sembrano avere svolto un ruolo importante nel promuovere la domanda di tali strumenti, soprattutto da parte di compagnie assicurative e fondi pensione, determinando probabilmente situazioni di scarsità sul mercato nonostante il crescente volume di emissioni<sup>2)</sup>.

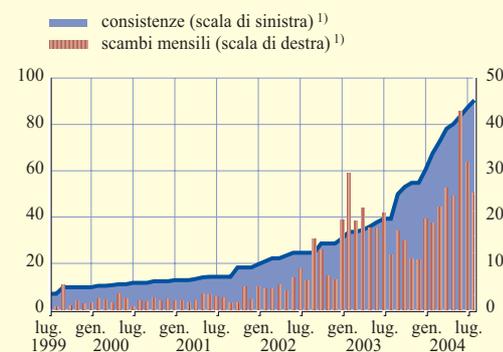
## Caratteristiche dei titoli indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco

Emittente	Scadenza	Data di emissione	Consistenze (miliardi di euro)
Italia	set. 2008	sett. 2003	7.00
Francia	lug. 2012	nov. 2001	11.00
Francia	lug. 2020	gen. 2004	5.08
Italia	set. 2014	feb. 2004	8.50
Grecia	lug. 2025	mar. 2003	1.25
Francia	lug. 2032	ott. 2002	5.00

Fonte: Ministeri del Tesoro italiano, francese e greco.

## Titoli indicizzati all'inflazione emessi dal Ministero del Tesoro francese: scambi mensili e consistenze

(miliardi di euro)



Fonte: Ministero del Tesoro francese e BNP Paribas.

1) Si fa riferimento sia ai titoli indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco sia a quelli indicizzati all'IPC francese al netto dei prezzi del tabacco.

- 1) Per un approfondimento, si veda il riquadro dal titolo Andamenti recenti nel mercato delle obbligazioni indicizzate nell'area dell'euro nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.
- 2) Ad esempio, secondo l'evidenza aneddotica la modifica della normativa francese che ha portato all'indicizzazione del tasso di interesse riconosciuto su determinati depositi ha fatto nascere nelle istituzioni finanziarie che offrono tali prodotti l'esigenza di tutelarsi dal rischio di inflazione.

superiore sugli orizzonti più brevi che su quelli più lunghi e all'inizio di giugno del 2004 il tasso a cinque anni ha raggiunto quello a dieci (cfr. figura 4). Ciò sta a indicare che in quel periodo le aspettative di inflazione sono state maggiormente stabili sugli orizzonti più lunghi rispetto a quelli più brevi.

Il calcolo del tasso di inflazione di pareggio implicito a termine incorporato nei suddetti tassi a pronti può offrire informazioni più precise a questo proposito. I tassi di inflazione di pareggio a pronti mostrati nella figura 3 dovrebbero riflettere il premio medio per l'inflazione richiesto dagli investitori sull'orizzonte corrispondente alla vita residua del titolo indicizzato considerato. Questa inflazione attesa media può essere scomposta in due componenti, di cui una riferita al periodo 2004-2008 (misurata dal tasso di inflazione di pareggio a pronti desunto dal titolo indicizzato con scadenza nel 2008) e l'altra relativa al periodo 2009-2012 (data dal tasso di inflazione di pareggio a termine). La seconda componente dovrebbe collocarsi al di sopra della prima in quanto si ritiene che il premio per il rischio di inflazione aumenti di pari passo con la

scadenza per il crescere dell'incertezza in merito all'inflazione sugli orizzonti più lunghi.

Benché evidenzi fluttuazioni analoghe a quelle del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni (cfr. figura 4), il tasso di inflazione di pareggio a termine per il periodo 2009-2012 è lievemente più stabile. Ciò vuol dire che le aspettative di inflazione sono state più stabili su orizzonti lunghi e più volatili su orizzonti brevi. È inoltre verosimile che, rispetto agli orizzonti brevi, su quelli lunghi il premio per il rischio di inflazione sia meno volatile.

#### GLI SWAP INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE: CURVA E TASSI A TERMINE

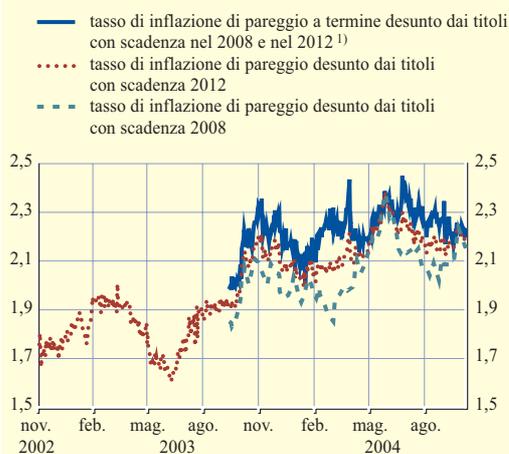
Gli *swap* indicizzati all'inflazione (SII; *inflation-linked swaps*) costituiscono una fonte alternativa di informazione circa le aspettative di inflazione del settore privato per l'area dell'euro. In un contratto *swap* indicizzato all'inflazione, un investitore si impegna a corrispondere a un altro un flusso di pagamenti basato su un tasso fisso in cambio di un flusso di pagamenti indicizzati all'inflazione effettiva per la durata del contratto<sup>5)</sup>.

Il mercato dei SII è cresciuto rapidamente a partire dal 2002, grazie alla crescente domanda di strumenti indicizzati all'inflazione e all'offerta relativamente limitata di obbligazioni indicizzate nell'area dell'euro. Di fatto, le società con ricavi legati all'inflazione (ad esempio quelle attive nel settore dei servizi di pubblica utilità e della vendita al dettaglio) possono farvi ricorso per proteggersi dagli effetti di un basso tasso di inflazione sui propri ricavi, mentre quelle con passività legate all'inflazione (quali i fondi pensione e le imprese di assicurazione sulla vita) possono avvalersene per coprirsi contro l'eventualità opposta.

I SII sono disponibili per un più ampio ventaglio di scadenze rispetto alle obbligazioni, soprattutto nel breve e medio periodo, e consentono pertanto di ottenere un'adeguata struttura per scadenza dei relativi tassi. Come avviene nel caso

**Figura 4 Scomposizione dei tassi di inflazione di pareggio a dieci anni in tassi di inflazione di pareggio a cinque anni a pronti e a termine cinque anni avanti**

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Reuters ed elaborazioni BCE.

1) Poiché la gamma di scadenze per le quali sono disponibili titoli di Stato indicizzati è assai ridotta, bisogna tener conto del fatto che questa scomposizione utilizza titoli emessi da differenti paesi e che le scadenze sono approssimativamente a cinque e dieci anni.

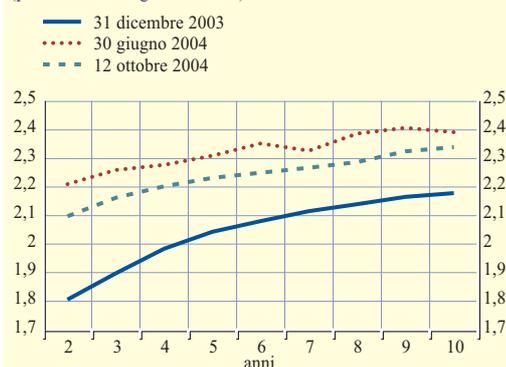
5) Questa sezione si concentra sulle informazioni ricavate dagli *swap* a cedola zero.

della struttura a termine dei tassi di interesse, anche la curva dei tassi SII tende ad assumere una inclinazione positiva. Questo potrebbe riflettere la presenza di premi per il rischio, che sono probabilmente connessi strettamente all'incertezza sull'inflazione e che crescono all'allungarsi della scadenza. Pertanto, come i tassi di inflazione di pareggio, i rendimenti sui SII possono verosimilmente costituire un indicatore distorto e pertanto imperfetto delle aspettative di inflazione.

Esistono tuttavia due motivi principali per cui è probabile che le quotazioni dei SII si discostino dai tassi di inflazione di pareggio su orizzonti temporali analoghi. In primo luogo, il fatto che i SII più comuni nell'area dell'euro siano gli *swap* a cedola zero (vale a dire con pagamenti che hanno luogo soltanto una volta, alla scadenza dello *swap*) mentre le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono titoli con cedola e pagamento annuale può concorrere a spiegare la ragione per cui le quotazioni dei SII sono superiori agli analoghi tassi di inflazione di pareggio<sup>6</sup>. Inoltre, la misura delle attese di inflazione ricavata dai SII può in aggiunta includere un rischio di controparte. Anche se quest'ultimo è di norma ridotto mediante la costituzione di garanzie e non dovrebbe pertanto risultare particolarmente elevato, esso concorre a distorcere verso l'alto i tassi sui SII rispetto a quelli di inflazione di pareggio.

**Figura 5** Struttura dei tassi di inflazione a termine impliciti nei tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

(percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg.

Il variare delle aspettative di inflazione può essere analizzato tenendo sotto osservazione gli spostamenti nel tempo della curva dei tassi sui SII. Ad esempio, i crescenti timori riguardo all'inflazione nel secondo trimestre del 2004 hanno determinato un significativo spostamento verso l'alto della curva in maggio e giugno dello stesso anno, poi gradualmente riassorbito nei mesi estivi. Come i tassi di inflazione di pareggio, anche i tassi sui SII possono essere utilizzati per calcolare l'inflazione a termine implicita. Di fatto, il più ampio ventaglio di scadenze per le quali sono disponibili i tassi a pronti sui SII consente di ricavare tassi a termine per numerosi orizzonti diversi.

### 2.3 LE ATTESE DEGLI OPERATORI CIRCA L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le aspettative sulla crescita economica futura costituiscono un'altra determinante fondamentale dei rendimenti obbligazionari a lungo termine per il tramite del loro impatto sulla componente del tasso di interesse reale. Il nesso fra le prospettive di crescita a lungo termine dell'economia e il livello dei tassi di interesse reali risale almeno a Irving Fisher<sup>7</sup>.

In questo senso, dal raffronto fra i rendimenti reali possono provenire informazioni utili per le banche centrali circa il modo in cui gli operatori percepiscono le prospettive di crescita di lungo periodo dell'economia. Una possibilità consiste nel considerare i rendimenti dei titoli di Stato indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro, i quali sono tuttavia disponibili soltanto a partire dal novembre del 2001. Un metodo alternativo consiste nel calcolare i rendimenti obbligazionari reali ex ante scontando quelli nominali a lungo termine con misure delle aspettative di in-

- 6) Un metodo alternativo per raffrontare i tassi SII con quelli di inflazione di pareggio consiste nel mettere a confronto strumenti finanziari con durata analoga. Per un'illustrazione di tale approccio, si veda il riquadro intitolato Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro ottenute dagli *swap* indicizzati all'inflazione nel numero di settembre 2003 di questo Bollettino.
- 7) Si veda Fisher, I. (1907); *The Rate of Interest*, New York, Macmillan.

flazione (provenienti ad esempio da *Consensus Economics*) su un periodo compreso fra uno e dieci anni. Tale misura dei rendimenti obbligazionari reali ex ante va tuttavia considerata con una certa cautela in quanto incorpora anche il premio per l'incertezza di inflazione, mentre i rendimenti sui titoli di Stato indicizzati dovrebbero incorporare soltanto un premio connesso al rischio di tasso di interesse reale.

La figura 6 rivela alcuni elementi degni di nota. Anzitutto, le misure dei rendimenti reali a lungo termine e delle aspettative di crescita del PIL reale sul lungo periodo evidenziano una tendenza analoga. Ciò conferma che le aspettative degli investitori riguardo all'andamento dell'economia nel lungo periodo influiscono sulla dinamica dei tassi di interesse reali a lungo termine nell'area dell'euro. In secondo luogo, gli andamenti della misura ex ante dei rendimenti reali sui titoli di Stato a dieci anni (vale a dire dei rendimenti nominali scontati con le previsioni di inflazione) e di quella fondata sui titoli indicizzati hanno mostrato una notevole sintonia. Nondimeno, a partire da circa la metà del 2003,

la misura dei rendimenti obbligazionari reali ex ante fondata sulle indagini si è in parte sganciata dai rendimenti offerti sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione dell'area. Ciò potrebbe essere indicativo di un generale aumento del premio per l'incertezza di inflazione, incorporato soltanto nei rendimenti obbligazionari nominali, che ha trovato riflesso anche nel contemporaneo incremento del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni.

## 2.4 IL CONTENUTO INFORMATIVO DEI PREZZI DELLE OPZIONI SULLE OBBLIGAZIONI

Oltre a seguire nel tempo il valore medio delle attese circa l'andamento futuro delle variabili macroeconomiche fondamentali, è utile valutare l'ampiezza e l'omogeneità della distribuzione delle aspettative attorno alla rispettiva media. A questo proposito risultano particolarmente adatte le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni, in quanto consentono di calcolare una distribuzione completa delle attese degli operatori e di conseguenza una varietà di momenti superiori. Una misura diffusa derivata dai prezzi delle opzioni è la volatilità implicita che, in teoria, rivela la dispersione delle attese circa il prezzo futuro dell'attività sottostante<sup>8)</sup>.

I prezzi delle opzioni possono tuttavia rivelare anche informazioni diverse da quelle contenute nella volatilità implicita. In effetti, poiché il prezzo di un'opzione dipende dalla probabilità attribuita all'evento che il prezzo dell'attività sottostante sia superiore al prezzo di esercizio dell'opzione alla scadenza, una serie di prezzi di opzioni con pari scadenza ma prezzi di esercizio diversi può essere utilizzata per ricavare l'intera distribuzione di probabilità delle aspettative sul prezzo degli operatori. Una stima dell'intera funzione di densità dedotta dalle opzioni fornisce pertanto tutte le probabilità che gli operatori attribuiscono ai diversi

**Figura 6 Rendimenti obbligazionari reali ex ante a dieci anni, rendimenti su titoli indicizzati a lungo termine e attese di crescita di lungo periodo del PIL reale nell'area dell'euro**

(percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Consensus Economics, Reuters ed elaborazioni BCE.  
 1) Rendimenti nominali sui titoli di Stato a dieci anni per l'area dell'euro scontati con le attese di inflazione da uno a dieci anni in avanti fornite da *Consensus Economics*.  
 2) Media pesata (sulla base del PIL di ciascun paese) delle attese per Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna.  
 3) Si riferisce ai titoli di Stato francesi indicizzati all'inflazione IAPC dell'area dell'euro al netto dei prezzi del tabacco.

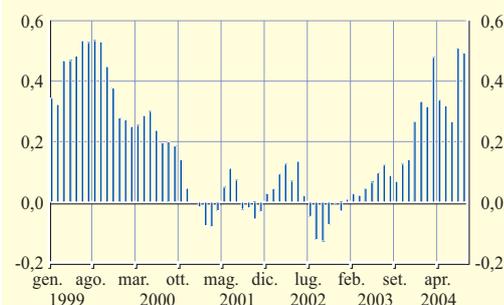
8) Si veda l'articolo dal titolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino.

livelli del prezzo dell'attività sottostante alla scadenza dell'opzione. Occorre tuttavia tenere presente che – nell'interpretare queste distribuzioni in termini di aspettative effettive – non viene preso in considerazione l'eventuale impatto dei premi per il rischio, potenzialmente consistente e soggetto a variazioni significative nel tempo.

Una misura interessante desunta dalla suddetta funzione di densità è rappresentata dal grado di asimmetria misurato dal coefficiente di asimmetria (*skewness*), utilizzabile per valutare i rischi relativi verso l'alto e verso il basso che gli operatori associano al prezzo dell'attività sottostante. Quando tale coefficiente viene calcolato per la funzione di densità ricavata dalle opzioni sui contratti *future* sui *Bund* tedeschi, un'asimmetria positiva indica che nelle percezioni del mercato la probabilità che possano verificarsi ampi incrementi del prezzo dei titoli di Stato tedeschi è maggiore rispetto a quella attribuita a decrementi della stessa ampiezza. La figura 7 mostra la misura di asimmetria media mensile basata su tali opzioni con una vita residua a scadenza di 30 giorni<sup>9)</sup>. Tale indicatore è stato positivo in tutto il 2003 e nel 2004, a indicare che gli operatori prevedevano rischi netti di rialzo dei rendimenti obbligazionari futuri nell'area dell'euro.

**Figura 7** Coefficiente di asimmetria (*skewness*) ricavato dalle opzioni sui contratti *future* sui titoli di stato a lungo termine nell'area dell'euro

(medie mensili di dati giornalieri)



Fonti: Eures ed elaborazioni BCE.

Nota: Il coefficiente di asimmetria è calcolato utilizzando i prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui titoli di stato tedeschi scambiati all'Eures. Per calcolare una serie storica del coefficiente di asimmetria con una scadenza costante (di 30 giorni) si è utilizzato una interpolazione lineare dei tre contratti con scadenze più corte.

### 3 ANALISI DEGLI ANDAMENTI SUI MERCATI AZIONARI

Rispetto ai prezzi dei titoli di Stato, quelli aggregati delle azioni possono avere un diverso contenuto informativo quanto alle attese sul corso futuro dell'economia. Poiché i dividendi aggregati attesi tendono ad essere strettamente connessi alla crescita attesa degli utili societari, i dati del mercato azionario possono fornire informazioni aggiuntive utili per valutare le aspettative degli operatori circa l'andamento futuro dell'economia nel suo insieme. Inoltre, le misure del rischio azionario percepito dagli investitori possono sia contribuire a valutare l'incertezza che circonda le aspettative macroeconomiche di questi ultimi sia offrire delle indicazioni circa il grado di fragilità percepito delle condizioni complessive del mercato azionario.

#### 3.1 LA SPIEGAZIONE DEGLI ANDAMENTI DEI CORSI AZIONARI: UN ESERCIZIO DI SCOMPOSIZIONE BASATO SU UN MODELLO

La spiegazione empirica dei corsi azionari richiede un modello che li colleghi ad altre variabili osservabili ritenute "fondamentali" per la valutazione delle azioni. L'approccio teorico tradizionale a tale valutazione è rappresentato dal modello dei dividendi attualizzati (*dividend discount model*). Ipotizzando mercati efficienti, in equilibrio il prezzo di un titolo azionario dovrebbe corrispondere al valore corrente dei dividendi futuri attesi. Il tasso di sconto impiegato nel calcolo di quest'ultimo può essere scomposto in un tasso di interesse reale, che misuri il costo opportunità (vale a dire il tasso di rendimento reale di un investimento alternativo, ad esempio in titoli di Stato), e nel corrispondente premio per il rischio azionario. Tale premio compensa gli investitori per l'assunzione dei rischi tipicamente più elevati associati alle azioni dal momento che per queste ultime, a

9) Poiché i risultati in termini di rendimento alla scadenza possono essere più informativi e intuitivi, la distribuzione stimata dei prezzi dei *future* su obbligazioni viene trasformata nella figura 7 in una distribuzione dei rendimenti obbligazionari.

differenza dei titoli fruttiferi, esiste l'incertezza circa i dividendi futuri. I dividendi correnti e attesi (o gli utili societari), i tassi di interesse reali e il premio per il rischio azionario sono di conseguenza le principali determinanti dei prezzi delle azioni individuate dal modello dei dividendi attualizzati. Questa parte illustra l'utilizzo del modello per spiegare gli andamenti effettivi dei corsi azionari nell'area dell'euro in termini dei suddetti fattori macroeconomici fondamentali (per ulteriori dettagli sull'applicazione empirica del modello, si veda il riquadro 2).

Il premio per il rischio azionario stimato per l'indice Dow Jones EURO STOXX sulla base di questo modello in tre fasi sembra un utile indicatore della percezione da parte degli operatori circa il rischio azionario e del loro grado di avversione al rischio. A titolo esemplificativo, come illustra la figura 8, esso ha evidenziato un elevato comovimento con un indicatore della propensione al rischio degli investitori sul mercato azionario ricavato dalle indagini congiunturali. Poiché tale indicatore viene mostrato su una scala invertita, un calo della serie

sta a indicare una maggiore propensione al rischio degli investitori, che di fatto ha teso a coincidere – ad esempio – con una flessione del premio stimato per il rischio azionario. Inoltre, il livello medio del premio implicito per il rischio azionario di circa il 4 per cento registrato nel periodo in esame sembra in linea con le stime consuete del premio per il rischio azionario.

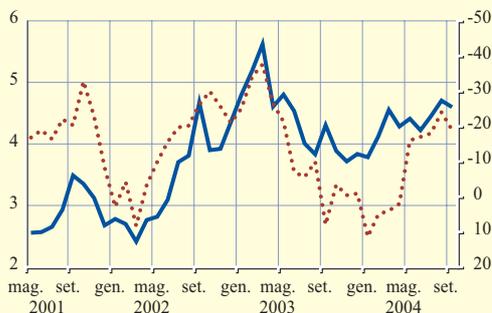
Dopo avere calcolato in questo modo il premio per il rischio azionario, è possibile scomporre (approssimativamente) le determinate variazioni percentuali dei corsi azionari nei contributi individuali proveniente da: variazioni dei dividendi, attese degli analisti riguardo ai tassi reali di incremento degli utili, tassi di interesse reali a lungo termine e premi per il rischio azionario. Ciò viene mostrato nella figura 9 a proposito delle variazioni percentuali trimestrali dell'indice Dow Jones EURO STOXX fra il secondo trimestre del 2002 e lo stesso periodo del 2004.

La figura indica che, negli ultimi due anni, l'andamento dei prezzi delle azioni nell'area del-

**Figura 8 Il premio per il rischio azionario nell'area dell'euro e la propensione al rischio degli investitori globali**

(scala di sinistra, percentuali in ragione d'anno; scala di destra, punti percentuali)

— premio per il rischio azionario (scala di sinistra)<sup>1)</sup>  
 ..... indice della propensione al rischio (scala di destra, invertita)<sup>2)</sup>



Fonti: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics, STOXX, Merrill Lynch Global Fund Manager Survey ed elaborazioni BCE.

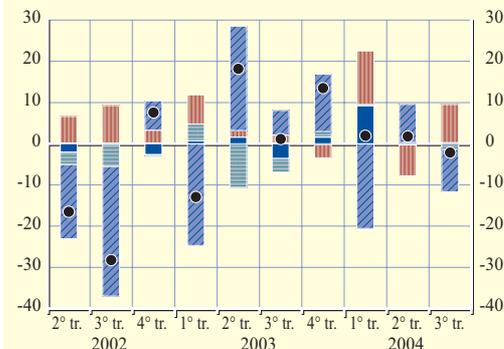
1) Stimato in base al modello dei dividendi attualizzati in tre fasi descritto nel Riquadro 2.

2) Percentuale netta degli intervistati nell'indagine Merrill Lynch Global Fund Manager Survey che hanno affermato di assumere correntemente un rischio più alto, normale o più basso di quello normalmente assunto nella loro strategia di investimento rispetto al loro benchmark, dove un valore negativo denota un valore netto inferiore al rischio normalmente assunto.

**Figura 9 Scomposizione delle variazioni percentuali trimestrali dell'indice Dow Jones EURO STOXX sulla base di un modello dei dividendi attualizzati in tre fasi**

(valori percentuali)

● totale  
 ■ dividendi correnti  
 ■ tasso di interesse reale<sup>1)</sup>  
 ■ utili attesi<sup>2)</sup>  
 ■ premio per il rischio azionario (calcolato come termine residuo)



Fonti: Thomson Financial Datastream, Consensus Economics ed elaborazioni BCE.

1) Il tasso di interesse reale è il rendimento sui titoli di Stato francesi decennali indicizzati all'IAPC dell'area dell'euro. 2) Aspettative degli analisti circa la crescita degli utili nel lungo periodo sull'indice Dow Jones EURO STOXX fornito dall'Institutional Brokers Estimate System.

## Riquadro 2

## UN MODELLO DEI DIVIDENDI ATTUALIZZATI IN TRE FASI PER L'AREA DELL'EURO

Questo modello postula che il prezzo delle azioni può essere definito sulla base del valore corrente del flusso di dividendi atteso su un orizzonte temporale futuro sostanzialmente infinito. Il prezzo reale dell'azione,  $P$ , può allora essere espresso come:

$$P_t = \frac{D_t(1+g)}{h-g}$$

dove  $D$  denota il livello attuale dei dividendi reali, mentre  $g$  e  $h$  rappresentano rispettivamente il tasso atteso di crescita reale dei dividendi e il tasso di sconto, entrambi posti costanti nella versione più semplice del modello<sup>1)</sup>. Inoltre, nell'ipotesi che i dividendi siano una quota costante degli utili, il tasso atteso di crescita dei primi può essere sostituito da quello atteso di incremento futuro dei secondi.

Per applicare il modello ai valori assunti dall'indice Dow Jones EURO STOXX, seguiamo Fuller e Hsia (1984) nell'ipotizzare che la crescita reale degli utili societari debba realizzarsi in tre fasi<sup>2)</sup>. Nella prima (rappresentata dai primi quattro anni) ci si attende che gli utili crescano a un tasso reale  $g_t^{IBES}$ , posto uguale alla differenza fra le previsioni degli analisti circa la crescita "a lungo termine" (tre-cinque anni) degli utili per azione delle società incluse nell'indice Dow Jones EURO STOXX fornite dall'*Institutional Brokers Estimate System (I/B/E/S)*<sup>3)</sup> e quelle di inflazione a cinque anni di *Consensus Economics*. La seconda fase costituisce un periodo intermedio (di durata ipotizzata di otto anni) nel quale la crescita reale degli utili dovrebbe adeguarsi in modo lineare a un tasso costante di crescita a lungo termine degli utili societari reali,  $g$ , assunto come prevalente per tutta la terza fase di durata infinita.

Il valore di equilibrio dell'indice Dow Jones EURO STOXX può pertanto essere espresso come:

$$P_t = \frac{D_t[(1+g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g}$$

$P$ ,  $D_t$  e  $g_t^{IBES}$  sono variabili osservabili e  $g$  è ipotizzato costante e pari al 2,5 per cento<sup>4)</sup>.

Il tasso di sconto  $h_t$  può essere calcolato implicitamente come termine residuo e scomposto in un tasso di interesse reale e in un premio per il rischio connesso all'investimento azionario. Di conseguenza, sottraendo dal tasso di sconto calcolato implicitamente il rendimento di un titolo di Stato francese a dieci anni indicizzato allo IAPC dell'area dell'euro come misura dei tassi di interesse reali, è possibile ottenere una stima del premio per il rischio azionario associato all'indice Dow Jones EURO STOXX. Il premio implicito per il rischio azionario va interpretato con cautela poiché questo quadro semplicistico non tiene adeguatamente conto di vari fattori.

- 1) Per una derivazione del modello, si veda l'Appendice dell'articolo dal titolo *Il mercato azionario e la politica monetaria* nel numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.
- 2) Si vedano Fuller, R.J. e Hsia, C.-C. (1984), *A simplified common stock valuation model*, Financial Analysts Journal, settembre-ottobre, pagg. 49-56, e Panigirtzoglou, N. e Scammell, R. (2002), *Analysts' earnings forecasts and equity valuations*, Quarterly Bulletin, Bank of England, primavera, pagg. 59-66.
- 3) Tali attese di crescita degli utili vanno in ogni caso interpretate con una certa cautela in quanto potrebbero essere distorte e non pienamente rappresentative delle attese degli operatori. Si veda il riquadro dal titolo *Il contenuto informativo delle aspettative degli analisti sugli utili del mercato azionario* nel numero di marzo 2004 di questo Bollettino.
- 4) Questo tasso di crescita a lungo termine degli utili societari reali viene posto come sostanzialmente coerente con le attese del settore privato riguardo alla crescita potenziale nell'area dell'euro.

l'euro è stato influenzato principalmente dalle variazioni del premio per il rischio azionario e del tasso di interesse reale a lungo termine. Per contro, l'effetto degli andamenti dei dividendi correnti e degli utili attesi è stato in media molto inferiore.

Benché il suddetto profilo esplicativo appaia estremamente plausibile in questo particolare periodo, occorre sottolineare ancora una volta alcuni dei motivi di cautela che si applicano al modello in tre fasi dei dividendi attualizzati. Più nello specifico, il premio per il rischio azionario viene calcolato come termine residuo e risente pertanto dell'effetto di tutte le altre determinanti dei corsi azionari che non sono adeguatamente considerate nel modello. Di conseguenza, il premio stimato per il rischio azionario potrebbe essere più volatile di quanto non sia giustificato dalle "effettive" variazioni dell'avversione al rischio e della percezione dello stesso da parte degli investitori. Pertanto la scomposizione tende a sopravvalutare l'impatto del premio per il rischio azionario sui prezzi delle azioni. Potrebbe anche darsi che nemmeno l'influenza delle attese di crescita degli utili e dei tassi di interesse reali sia adeguatamente rilevata: entrambi i fattori, infatti, sono rappresentati soltanto da un indicatore unico e non dalla loro intera struttura per scadenze.

Inoltre, il modello non considera esplicitamente le variazioni del tasso di inflazione come potenziale determinante dell'andamento dei corsi azionari: il modello dei dividendi attualizzati utilizza la crescita reale degli utili scontata con il rendimento reale di un titolo di Stato e, se si eccettua l'effetto dell'inflazione sul livello dei dividendi nominali, dovrebbe pertanto essere sostanzialmente neutrale rispetto al variare delle aspettative di inflazione. Il fatto che nel tempo il rapporto dividendi/capitalizzazione sembri tornare su un qualche valore di equilibrio di lungo periodo implica che le quotazioni azionarie nominali e i dividendi nominali tendono a seguire lo stesso ritmo di crescita a lungo termine. Ciò potrebbe a sua volta stare a indicare che, se ogni variazione del tasso di inflazione determina un incremento proporzionale del tasso di crescita degli utili e dei dividendi nominali, le

azioni potrebbero essere utilizzate per coprirsi dal rischio di inflazione su orizzonti temporali lunghi. Tuttavia, l'evidenza empirica complessiva suggerisce che l'inflazione tende a influire in senso negativo sui prezzi reali delle opzioni. Sono state ipotizzate alcune spiegazioni di tale caratteristica. Anzitutto, tassi di inflazione elevati e variabili possono danneggiare l'economia reale e in particolare il settore societario. In questo caso, la crescita attesa futura degli utili in termini reali potrebbe essere soggetta a revisioni verso il basso, giustificando di conseguenza corsi azionari reali inferiori in linea con il modello dei dividendi attualizzati. In secondo luogo, anche la maggiore incertezza economica associata a tassi elevati di inflazione tende ad accrescere la rischiosità degli investimenti azionari e potrebbe esercitare pressioni al rialzo sul premio per il rischio azionario deprimendo di conseguenza i prezzi reali delle azioni.

### **3.2 L'ANALISI DELLA PERCEZIONE DEL RISCHIO AZIONARIO DA PARTE DEGLI OPERATORI**

Come nel mercato obbligazionario, anche in quello azionario le informazioni contenute nei prezzi delle opzioni possono essere utilizzate per calcolare l'intera distribuzione delle attese degli operatori circa l'andamento futuro delle quotazioni. Ricavando funzioni di densità implicite a partire dalle opzioni su indici azionari risulta possibile esaminare l'andamento delle percezioni degli operatori circa l'incertezza sul mercato azionario e, ad esempio, l'equilibrio dei rischi da loro percepiti con riferimento ai rendimenti azionari futuri. Occorre tuttavia tenere presente che – nell'interpretare tali distribuzioni in termini di attese correnti – non si tiene conto degli effetti derivati dalle variazioni del premio per il rischio, che possono essere potenzialmente consistenti e di entità significativamente variabile nel tempo.

L'utilità delle suddette distribuzioni può essere illustrata sulla base dei dati relativi all'area dell'euro negli ultimi due anni, durante i quali il mercato azionario mondiale ha segnato una netta ripresa dopo tre anni consecutivi di rendimenti

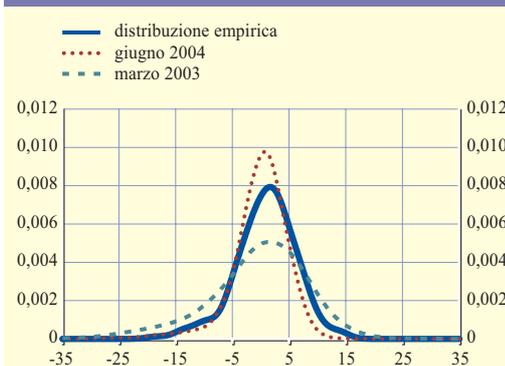
annui negativi. La figura 10 mostra due funzioni di densità implicite nelle opzioni sull'indice Dow Jones EURO STOXX 50 con 30 giorni di vita residua a scadenza, estratte rispettivamente nel marzo del 2003 e nel giugno del 2004. Come indica la figura, la distribuzione riferita a marzo del 2003 – all'apice del conflitto in Iraq – suggerisce probabilità relativamente elevate di prossimi ribassi consistenti dei corsi azionari, a indicare che in quel momento il grado di incertezza riguardo alla possibile imminenza di una correzione del mercato azionario veniva percepito come relativamente alto. Ad esempio, nelle percezioni degli investitori esisteva una probabilità di circa il 15 per cento che alla scadenza dell'opzione l'indice Dow Jones EURO STOXX 50 risultasse inferiore di almeno il 10 per cento. A giugno del 2004, tale probabilità era scesa a circa il 5 per cento.

La distribuzione empirica si basa sui rendimenti mensili dell'indice Dow Jones EURO STOXX 50 osservati a partire dal 1988. È importante ricordare che essa viene ottenuta partendo da presupposti diversi rispetto alle distribuzioni implicite nelle opzioni, per le quali si ricorre al principio della valutazione neutrale nei confronti del rischio. In base a questo metodo, il prezzo di un'opzione può essere espresso come il valore attuale dei flussi di cassa attesi futuri generati dall'opzione, le aspettative si fondano sulla "misura di probabilità nell'ipotesi di neutralità rispetto al rischio" e il tasso di sconto è costituito dal tasso di interesse esente da rischio prevalente durante la vita dell'opzione<sup>10</sup>). La distribuzione empirica viene invece calcolata a partire dai rendimenti azionari osservati e risente quindi del variare del premio per il rischio. Stando alla figura, nel giugno del 2004 gli operatori hanno ritenuto che, rispetto al marzo del 2003, la distribuzione dei rendimenti azionari futuri fosse più simile a quella dei rendimenti storici.

#### 4 CONCLUSIONI

I prezzi delle attività finanziarie possono di norma offrire informazioni che agevolano la valutazione delle prospettive economiche e di inflazio-

**Figura 10** Distribuzione implicita nelle opzioni e distribuzione empirica dei rendimenti del mercato azionario nell'area dell'euro



Fonte: Eurex ed elaborazioni BCE.

Nota: le distribuzioni implicite nelle opzioni sull'indice Dow Jones EURO STOXX 50 con 30 giorni di vita residua a scadenza e scambiate all'Eurex nel marzo 2003 e nel giugno 2004 sono funzioni di densità calcolate sulla base dell'ipotesi di valutazione neutra del rischio. La distribuzione empirica è calcolata sulla base di variazioni percentuali dell'indice Dow Jones EURO STOXX 50 osservate per 30 giorni non sovrapposti.

ne. Questo articolo ha mostrato come ricavare tali informazioni da varie tipologie di strumenti finanziari. In particolare, negli ultimi anni le aspettative di inflazione di lungo periodo per l'area dell'euro misurate dai tassi di inflazione di pareggio si sono rivelate relativamente stabili su orizzonti medio-lunghi e molto più volatili nel breve periodo. Gli andamenti dei mercati azionari nell'area dell'euro sembrano avere riflesso soprattutto il variare dei tassi di interesse reali e del premio per il rischio azionario. In termini di incertezza degli investitori, negli ultimi anni le aspettative di breve periodo riguardo ai rendimenti obbligazionari futuri sono parse dominate da maggiori rischi verso l'alto, mentre rispetto a circa un anno fa attualmente le incertezze in merito ai corsi azionari futuri sembrano molto più contenute.

La conclusione generale è che i prezzi delle attività finanziarie costituiscono una preziosissima fonte di informazioni e forniscono un

10) Per una descrizione più dettagliata del modo in cui si ricavano le distribuzioni implicite nelle opzioni, si veda l'appendice dal titolo "La stima delle distribuzioni di probabilità implicite, nell'ipotesi di neutralità al rischio" nell'articolo *Il contenuto informativo dei tassi di interesse e dei relativi derivati per la politica monetaria* pubblicato nel numero di maggio 2000 di questo Bollettino.

contributo utile al processo decisionale nel contesto della politica monetaria. Nonostante questa generale utilità, l'interpretazione dei movimenti di tali prezzi, soprattutto in tempo reale, pone diversi problemi e sembra pertanto richiedere un'adeguata cautela. Anzitutto, i prezzi delle attività paiono evidenziare oscillazioni molto superiori a quelle giustificabili con i movimenti effettivi e attesi dei soli fondamentali macroeconomici. Ciò va ricondotto al fatto che, almeno sul breve periodo, essi tendono a risentire anche

di molti altri fattori (quali ad esempio le variazioni temporanee della propensione al rischio degli investitori). Inoltre, i metodi utilizzati per estrarre le informazioni richiedono di norma ipotesi piuttosto restrittive quanto al nesso fra il prezzo di un'attività e le variabili economiche considerate. Per tali motivi di cautela, le informazioni ricavate dai prezzi delle attività vanno sempre inserite in un contesto più ampio e sottoposte a verifica incrociata con fonti di informazione alternative.

# SVILUPPI STRUTTURALI E NORMATIVI IN MATERIA DI REGOLAMENTAZIONE, VIGILANZA E STABILITÀ FINANZIARIA NELL'UNIONE EUROPEA

*Il completamento del Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF) dovrebbe imprimere un deciso slancio al processo di realizzazione del mercato unico dei servizi finanziari. L'attuazione delle principali misure previste dal PASF concorrerà a rimuovere i restanti ostacoli normativi e regolamentari a una piena integrazione, promuovendo al contempo la stabilità finanziaria. Oltre al PASF, sono in corso di attuazione altre iniziative a livello di Unione europea (UE) che potrebbero fornire un significativo contributo al perseguimento degli obiettivi di integrazione e stabilità finanziaria. In primo luogo, l'adozione del "metodo Lamfalussy", concepito inizialmente per il settore mobiliare e ora esteso a quelli bancario e assicurativo, rappresenta un'opportunità unica per accrescere l'efficacia dei processi regolamentari e prudenziali in ambito finanziario. In secondo luogo, il rafforzamento di specifici meccanismi di tutela della stabilità finanziaria, promosso sotto l'egida del Comitato economico e finanziario (CEF), dovrebbe contribuire in misura rilevante a intensificare la cooperazione e lo scambio di informazioni fra le competenti autorità, non solo in circostanze normali ma anche in situazioni di crisi. L'efficace attuazione di queste iniziative costituirà un elemento centrale della fase "post-PASF".*

## INTRODUZIONE

L'adozione della moneta unica, all'inizio del 1999, ha fornito un notevole impulso all'integrazione dei mercati finanziari nell'area dell'euro; essa ha fra l'altro reso più agevole avvalersi delle opportunità di finanziamento e di investimento, riducendo di conseguenza i costi dell'indebitamento e migliorando l'allocatione delle risorse finanziarie. Per cogliere tutti i potenziali vantaggi connessi con l'euro e con la maggiore integrazione finanziaria, occorre che la costruzione del mercato unico sia sostenuta da un assetto normativo e istituzionale teso a rimuovere i restanti ostacoli all'integrazione finanziaria e, allo stesso tempo, idoneo a promuovere e mantenere la stabilità del sistema. Gli elementi portanti di tale assetto sono la regolamentazione, la vigilanza e specifici meccanismi di tutela della stabilità finanziaria. Ciascuno di questi elementi è interessato attualmente da importanti sviluppi.

Sul piano della regolamentazione, il PASF, avviato dalla Commissione europea nel maggio del 1999<sup>1)</sup>, doveva completare il quadro legislativo necessario all'effettivo esercizio, nell'ambito dell'UE, delle libertà di mercato in materia di servizi finanziari. Il compimento del PASF al termine del mandato del Parlamento europeo, a metà del 2004, è stato un importante successo. L'adozione di trentanove delle quarantadue misure previste dal piano ha determinato un sostanziale avanzamento della normativa comuni-

taria per il settore finanziario. È probabile, tuttavia, che gli effetti sui mercati si esplicheranno pienamente fra qualche tempo, poiché numerose misure sono state adottate solo di recente e, nella maggior parte dei casi, devono ancora essere recepite a livello nazionale, in termini sia di regolamentazione sia di vigilanza. Questa fase di passaggio riveste un'importanza cruciale, dal momento che la portata del contributo del PASF alla concreta realizzazione di un mercato finanziario unico dipenderà dal grado di uniformità con cui le sue misure saranno attuate e fatte rispettare dagli Stati membri.

Per quanto attiene la vigilanza, la sua funzione strumentale nel promuovere sia l'integrazione sia la stabilità finanziaria è posta sempre più in rilievo. A tale riguardo, l'adozione del metodo Lamfalussy<sup>2)</sup> per la regolamentazione del mercato mobiliare e la sua recente estensione ai settori bancario e assicurativo rinsalderanno i meccanismi di cooperazione, consentendo un più stretto coordinamento fra le autorità competenti.

Infine, mercati finanziari sempre più integrati richiedono meccanismi più robusti per il con-

1) Comunicazione della Commissione dell'11 maggio 1999, *Attuazione del quadro di azione per i servizi finanziari: Piano d'azione* (COM/1999/232).

2) Il metodo Lamfalussy è stato messo a punto dal Comitato dei saggi per la regolamentazione dei mercati europei dei valori mobiliari, presieduto dal barone Alexandre Lamfalussy, nel "Rapporto finale" del 15 febbraio 2001.

trollo e la salvaguardia della stabilità finanziaria. Questi obiettivi sono attualmente perseguiti sulla base delle strutture organizzative nate dal metodo Lamfalussy e delle raccomandazioni del CEF.

Questo articolo propone una rassegna dei progressi compiuti di recente nella costruzione di un quadro di riferimento per l'UE in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria, insieme a una riflessione sui possibili sviluppi futuri in queste aree. La prima sezione, incentrata sugli aspetti regolamentari, descrive le principali misure adottate nell'ambito del PASF e la struttura organizzativa per la loro attuazione, che si basa sulle procedure legislative più flessibili introdotte dal metodo Lamfalussy. La seconda sezione, dedicata alla vigilanza (ossia l'attuazione e il rispetto della regolamentazione), pone l'accento sull'intensificarsi dei rapporti di cooperazione fra le autorità competenti, segnatamente nell'ambito dei comitati di vigilanza istituiti di recente nell'UE. La terza sezione considera il rafforzamento dei meccanismi di salvaguardia della stabilità finanziaria, che riguardano il regolare controllo degli elementi di vulnerabilità e l'assetto istituzionale per la gestione delle crisi. La sezione conclusiva si sofferma sui possibili sviluppi futuri in queste aree di *policy*.

## I LA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA

Una delle principali prerogative del metodo Lamfalussy è di distinguere fra principi legislativi e disposizioni tecniche<sup>3)</sup>. Da un lato, gli orientamenti strategici fondamentali dovrebbero essere tradotti nel diritto comunitario sotto forma di principi quadro. In termini di procedura, questi ultimi dovrebbero essere adottati attraverso il normale *iter* legislativo comunitario, in virtù del quale la Commissione sottopone una proposta al Consiglio e al Parlamento europeo, che l'adotteranno secondo la procedura di co-decisione. Questo primo gradino legislativo è definito "primo livello" nel metodo Lamfalussy. Dall'altro lato, a questi principi quadro devono seguire le più dettagliate misure tecniche

necessarie per la loro attuazione, le quali dovrebbero essere adottate mediante procedure di regolamentazione più flessibili. In particolare, compete alla Commissione, assistita dai comitati settoriali formati dalle competenti autorità di vigilanza, preparare progetti legislativi che saranno sottoposti al voto dei comitati di regolamentazione comprendenti rappresentanti degli Stati membri. Questo gradino legislativo, basato sulla "comitatologia"<sup>4)</sup>, corrisponde al secondo livello del metodo Lamfalussy.

Per molte delle misure del PASF adottate più di recente si è seguito il metodo Lamfalussy, limitandosi a definire i principi quadro e lasciando alla Commissione il compito di definire le misure di attuazione sulla base delle procedure di secondo livello.

### IL PRIMO LIVELLO: PRINCIPALI MISURE DEL PASF

Le misure adottate nell'ambito del PASF rappresentano sia una riorganizzazione del precedente quadro regolamentare relativo a molteplici servizi finanziari sia un'estensione del processo di armonizzazione comunitario a nuove aree; esse colmano altresì talune lacune della legislazione comunitaria in campo finanziario (cfr. riquadro 1). La maggior parte dei lavori

- 3) Il metodo Lamfalussy è un processo articolato su quattro livelli per l'adozione della legislazione e delle regolamentazioni relative ai settori mobiliare, bancario e assicurativo. Il primo livello è costituito da principi quadro, adottati soprattutto sotto forma di direttive o regolamenti secondo il normale *iter* legislativo comunitario. Il secondo livello prevede l'adozione di disposizioni dettagliate per l'attuazione dei principi quadro definiti al primo livello. Il terzo livello è rappresentato dalla cooperazione rafforzata e dalla rete di contatti fra le autorità di vigilanza a livello di UE, finalizzate a garantire una trasposizione uniforme e coerente della legislazione di primo e secondo livello. Il quarto livello prevede un più stretto controllo del rispetto delle norme comunitarie, in particolare attraverso l'azione svolta dalla Commissione e la più stretta collaborazione fra Stati membri, autorità di regolamentazione e settore privato.
- 4) Il termine "comitatologia" fa riferimento alla procedura in base alla quale un comitato comprendente rappresentanti degli Stati membri assiste la Commissione nell'adozione delle misure di attuazione della legislazione comunitaria. Ai sensi dell'articolo 202 del Trattato, l'attuazione della legislazione a livello comunitario è di competenza della Commissione. La Decisione 1999/468/CE del Consiglio del 28 giugno 1999 specifica le diverse procedure di comitatologia cui l'adozione di disposizioni attuative può essere soggetta.

si è concentrata sul miglioramento del quadro regolamentare relativo al mercato mobiliare, settore in cui il metodo Lamfalussy è stato per primo applicato; gli interventi hanno interessato gli intermediari, i sistemi di negoziazione e altre aree di attività.

#### Riquadro I

### PRINCIPALI MISURE DEL PIANO D'AZIONE PER I SERVIZI FINANZIARI

#### Vigilanza bancaria

- Modifica delle direttive che disciplinano lo schema di adeguatezza patrimoniale di banche e imprese di investimento (da attuare entro il 31 dicembre 2006);
- Direttiva in materia di **risanamento e liquidazione degli enti creditizi** (2001/24/CE, del 4 aprile 2001);
- Direttiva riguardante l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli **istituti di moneta elettronica** (2000/46/CE, del 18 settembre 2000).

#### Vigilanza sulle assicurazioni e sulle pensioni aziendali o professionali

- Revisione dello schema relativo ai **marginii di solvibilità in campo assicurativo** (attesa nel 2005);
- Direttiva in materia di **vigilanza sulla riassicurazione** (attesa nel 2005);
- Direttiva sull'**intermediazione assicurativa** (2002/92/CE, del 9 dicembre 2002);
- Direttiva in materia di **risanamento e liquidazione delle imprese di assicurazione** (2001/17/CE, del 19 marzo 2001);
- Direttiva relativa alle **attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali** (2003/41/CE, del 3 giugno 2003).

#### Valori mobiliari e fondi di investimento

- Direttiva relativa agli **obblighi di trasparenza in materia di valori mobiliari** (programmata per l'autunno 2004);
- Direttiva relativa ai **mercati degli strumenti finanziari** (2004/39/CE, del 21 aprile 2004);
- Direttiva relativa al **prospetto** da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari (2003/71/CE, del 4 novembre 2003);
- Direttiva relativa all'**abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato** (2003/6/CE, del 28 gennaio 2003);
- Direttiva concernente la **commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori** (2002/65/CE, del 23 settembre 2002);
- Direttive concernenti il **coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)** (2001/107/CE e 2001/108/CE, del 21 gennaio 2002).

#### Vigilanza intersettoriale

- Direttiva relativa alla **vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario** (2002/87/CE, del 16 dicembre 2002).

### Sistemi di pagamento, di compensazione e di regolamento

- Comunicazione della Commissione su **compensazione e regolamento** (COM/2004/312, del 28 aprile 2004);
- Direttiva relativa ai **contratti di garanzia finanziaria** (2002/47/CE, del 6 giugno 2002);
- Comunicazione della Commissione relativa ai **pagamenti al dettaglio nel mercato interno** (COM/2000/36 del 31 gennaio 2000).

### Norme contabili

- Regolamento relativo all'applicazione dei **principi contabili internazionali** (2002/1606/CE, del 19 luglio 2002, in vigore dal 1° gennaio 2005).

### Diritto societario

- Proposte per una **decima direttiva sul diritto delle società relativa alle fusioni transfrontaliere** e per una **quattordicesima relativa al trasferimento della sede sociale fra Stati membri** (da adottare nel 2005);
- Direttiva concernente le **offerte pubbliche di acquisto** (2004/25/CE, del 21 aprile 2004);
- Comunicazione della Commissione *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire* (COM/2003/284, del 21 maggio 2003);
- **Statuto della società europea** (Direttiva 2001/86/CE e Regolamento 2001/2157/CE dell'8 ottobre 2001 – entrato in vigore l'8 ottobre 2004);
- Proposta di direttiva sulla **revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati** (COM/2004/177, del 16 marzo 2004).

### Integrità del mercato

- Proposta di direttiva relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di **riciclaggio dei proventi di attività illecite**, compreso il **finanziamento del terrorismo** (terza direttiva sul riciclaggio dei proventi di attività illecite);
- Direttiva relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di **riciclaggio dei proventi di attività illecite** (2001/97/CE, del 4 dicembre 2001; seconda direttiva sul riciclaggio dei proventi di attività illecite).

### Tassazione

- Direttiva in materia di **tassazione dei redditi da risparmio sotto forma di pagamenti di interessi** (2003/48/CE, del 3 giugno 2003).

Una delle più importanti realizzazioni del PASF è la nuova direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID), che, adottata al termine di quattro anni di intensi negoziati, ha abrogato il regime posto in essere dalla direttiva sui servizi d'investimento del 1993 (93/22/CEE). La nuova

direttiva disciplina sia le infrastrutture di negoziazione sia gli intermediari. Per quanto riguarda le prime, essa affronta i problemi che originano dalla maggiore concorrenza fra i mercati di borsa e le nuove piattaforme di esecuzione degli ordini, definendo una serie completa di norme che riguardano tutte le sedi di negoziazione, cioè i

mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli intermediari che eseguono internamente gli ordini dei clienti. Per quanto riguarda gli intermediari, la principale previsione della direttiva è di ampliare la gamma dei servizi di investimento che beneficiano del passaporto unico, consolidando al tempo stesso le norme di tutela degli investitori. La direttiva rafforza altresì la cooperazione fra le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, nell'intento di conseguire un efficace assetto di vigilanza nell'UE. La BCE, nel parere formulato in virtù dell'articolo 105, paragrafo 4, del Trattato, ha accolto con favore la direttiva, fornendo il proprio appoggio alle principali disposizioni della stessa<sup>5)</sup>.

Altre importanti misure sono state adottate nel settore mobiliare al fine di armonizzare ulteriormente aspetti rilevanti dell'attività in titoli e di ammodernare la disciplina del mercato in Europa. In primo luogo, la direttiva sui prospetti informativi ha introdotto un nuovo passaporto unico per gli emittenti, in virtù del quale l'approvazione di un prospetto sull'emissione di titoli da parte dell'autorità competente di uno Stato membro viene riconosciuta anche da quelle di tutti gli altri Stati membri. Ai fini del mutuo riconoscimento, la direttiva prevede la necessaria armonizzazione delle norme applicabili alle offerte pubbliche e delle informazioni contenute nei prospetti, garantendo così pari condizioni di tutela degli investitori a livello comunitario.

In secondo luogo, la direttiva relativa agli abusi di mercato ha uniformato la disciplina in quest'ambito, contribuendo così ad accrescere la fiducia degli investitori nei mercati finanziari europei.

La BCE ha appoggiato entrambe le iniziative, le quali dovrebbero promuovere ulteriormente l'integrità dei mercati finanziari europei, rafforzare la fiducia degli investitori e garantire il regolare funzionamento dei mercati<sup>6)</sup>.

In terzo luogo, è stata intrapresa un'azione legislativa volta ad armonizzare maggiormente le norme sull'informativa applicabili alle società con titoli quotati nei mercati finanziari europei

(direttiva sugli obblighi di trasparenza) e le norme contabili (regolamento sull'applicazione dei principi contabili internazionali). L'adozione di standard elevati ed uniformi in materia di informativa societaria avrà effetti positivi sull'economia europea, poiché incentiverà l'integrazione e l'efficienza dei mercati, contribuendo nel contempo al mantenimento della stabilità finanziaria.

In quarto luogo, la direttiva relativa ai contratti di garanzia finanziaria ha migliorato la certezza giuridica nell'utilizzo transfrontaliero delle garanzie nei mercati finanziari all'ingrosso. Questa misura assume una rilevanza particolare per l'Eurosistema, poiché è destinata a sostenere il regolare funzionamento della politica monetaria unica<sup>7)</sup>.

In campo bancario l'iniziativa più recente e di maggior rilievo riguarda gli emendamenti proposti dalla Commissione il 14 luglio 2004 alla direttiva sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sul suo esercizio (versione codificata; 2000/12/CE) e alla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale degli enti creditizi e delle imprese di investimento (93/6/CEE). Scopo della revisione è aggiornare il vigente schema di adeguatezza patrimoniale nell'UE alla luce dei lavori svolti dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB). I risultati di questi lavori sono raccolti nel documento del Comitato relativo al nuovo schema di adeguatezza patrimoniale per le banche (*Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*), approvato il 26 giugno 2004 dai governatori delle banche centrali e dai capi delle autorità di vigilanza bancaria dei paesi del Gruppo dei dieci. La proposta della Commissione di ridefinire le citate direttive è peraltro sostanzialmente in linea con il metodo Lamfalussy, in quanto configura una procedura flessibile per l'adeguamento delle disposizioni tecniche attraverso le procedure di secondo livello.

5) Cfr. il parere della BCE del 12 giugno 2003 (GU C 144 del 20.6.2003).

6) Cfr. i pareri della BCE del 16 novembre 2001 (GU C 344 del 6.12.2001) e del 22 novembre 2001 (GU C 24 del 26.1.2002).

7) Cfr. il parere della BCE del 30 settembre 2003 (GU C 242 del 9.10.2003).

Anche nel settore assicurativo è in atto una revisione di ampio respiro del quadro di vigilanza prudenziale. Il pacchetto di misure denominato "Solvibilità II" si prefigge di porre in essere un quadro regolamentare che rispecchi in maniera più adeguata il profilo di rischio delle imprese di assicurazione. Alla stregua dello schema di Basilea II per il settore bancario, il progetto Solvibilità II intende riformare i requisiti patrimoniali applicati alle assicurazioni introducendo una struttura a tre pilastri. Una proposta di direttiva della Commissione è attesa per il 2005; anche l'adozione di questo nuovo schema prudenziale sarà improntata al modello Lamfalussy. Un avanzamento dell'assetto prudenziale è altresì riscontrabile nel connesso campo delle pensioni aziendali e professionali, che include enti come i fondi pensione; il miglioramento è il risultato degli adeguamenti introdotti dalla direttiva del 2003 sulle attività e sulla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali.

Il PASF contempla altresì misure per la disciplina delle attività intersettoriali. La direttiva del 2002 relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario, che gli Stati membri dovevano recepire entro agosto del 2004, stabilisce dei requisiti prudenziali rispondenti alle particolari caratteristiche dei grandi gruppi finanziari operanti in campo assicurativo e in almeno un altro settore finanziario (bancario, mobiliare, ecc.). La direttiva disciplina i requisiti patrimoniali, la concentrazione dei rischi, l'idoneità della direzione aziendale e i sistemi di gestione dei rischi e di controllo interno in seno a un conglomerato. Essa promuove altresì la collaborazione a fini di vigilanza e, in questo contesto, prevede la designazione di un coordinatore fra le autorità coinvolte nella sorveglianza sui conglomerati finanziari. Il Comitato europeo per i conglomerati finanziari (*European Financial Conglomerates Committee*), costituito sulla base delle procedure di secondo livello del metodo Lamfalussy, assisterà la Commissione nell'adozione delle disposizioni tecniche e nella

formulazione di indirizzi per la regolamentazione dei conglomerati finanziari.

Di seguito sono elencate altre importanti misure del PASF. La prima, proposta dalla Commissione in una comunicazione dell'aprile 2004 sulle attività di compensazione e regolamento, è una direttiva volta ad accrescere la concorrenza e l'efficienza attraverso il pieno diritto di accesso ai fornitori di servizi di compensazione e di regolamento nell'intera UE. La seconda, riguardante il diritto societario, è l'adozione dello statuto della società europea, entrato in vigore a ottobre del 2004. Lo statuto rappresenta un fondamentale passo in avanti, dal quale ha preso le mosse un progetto più ambizioso: un piano d'azione volto ad ammodernare il diritto delle società e a rafforzare il governo societario<sup>8)</sup>. Il piano, mirante a individuare gli interventi normativi prioritari a livello di UE, comprende iniziative tese a rafforzare i diritti degli azionisti, consolidare la tutela di dipendenti e creditori ed accrescere l'efficienza e la competitività delle imprese in una prospettiva transfrontaliera. Un'ultima iniziativa degna di nota è la recente proposta della Commissione per una terza direttiva che ampli le misure tese a prevenire l'uso del sistema finanziario per il finanziamento del terrorismo.

## IL SECONDO LIVELLO DEL METODO LAMFALUSSY

Come detto in precedenza, diverse misure del PASF consentono già alla Commissione di emanare la legislazione di secondo livello. In seguito al rapporto del CEF in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria (ottobre 2002), il metodo Lamfalussy per il settore mobiliare è stato esteso anche ai settori bancario, assicurativo e dei fondi di investimento. Sono state pertanto predisposte le strutture di comitato (cfr. riquadro 2) necessarie ad affiancare la Commissione nella sua funzione di regolamen-

8) Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire* (COM/2003/284, def. del 21 maggio 2003).

## Riquadro 2

## IL METODO LAMFALUSSY: LA NUOVA STRUTTURA ORGANIZZATIVA

	Comitati di regolamentazione	Comitati di vigilanza
<b>Settore bancario</b>	Comitato bancario europeo ( <i>European Banking Committee</i> )	Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria ( <i>Committee of European Banking Supervisors</i> )
<b>Settore assicurativo e dei fondi pensione</b>	Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali ( <i>European Insurance and Occupational Pensions Committee</i> )	Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali ( <i>Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors</i> )
<b>Settore dei valori mobiliari e dei fondi di investimento</b>	Comitato europeo dei valori mobiliari ( <i>European Securities Committee</i> )	Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari ( <i>Committee of European Securities Regulators</i> )
<b>Conglomerati finanziari</b>	Comitato europeo per i conglomerati finanziari ( <i>European Financial Conglomerates Committee</i> )	Non è previsto un comitato di vigilanza

tazione <sup>9)</sup>, dando così avvio al processo teso a snellire e a rendere più efficienti gli *iter* legislativi e regolamentari a livello di UE.

Conformemente alle prassi di “comitatologia”, nell’adottare le disposizioni tecniche di secondo livello la Commissione sarà assistita dai nuovi comitati di regolamentazione, formati da alti funzionari degli Stati membri e presieduti da un rappresentante della Commissione. Nel settore bancario il Comitato bancario europeo (*European Banking Committee – EBC*) sostituirà il Comitato consultivo bancario (*Banking Advisory Committee – BAC*); in quello assicurativo il Comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Committee – EIOPC*) subentrerà al Comitato delle assicurazioni (*Insurance Committee – IC*); nel settore mobiliare il Comitato europeo dei valori mobiliari (*European Securities Committee – ESC*), operante dal 2001 <sup>10)</sup>, rileverà le funzioni di regolamentazione del Comitato di contatto OICVM (*UCITS Contact Committee*) <sup>11)</sup>. Infine, nel 2002 è stato istituito il Comitato europeo per i conglomerati finanziari (*European Financial Conglomerates Committee*) <sup>12)</sup>. La BCE partecipa ai comitati del settore bancario, dei valori mobiliari e dei conglomerati finanziari in qualità di osservatore.

I nuovi comitati di vigilanza (cfr. sezione 2) hanno il compito, con riferimento alla legislazione

di secondo livello, di fornire consulenza tecnica alla Commissione in ordine al contenuto delle misure di attuazione.

## 2 LA VIGILANZA FINANZIARIA

L’esercizio della vigilanza finanziaria consiste in un costante controllo dell’attuazione e del rispetto della legislazione e delle regolamentazioni. Coerentemente con l’approccio Lamfalussy, la trasposizione della legislazione di primo e secondo livello negli ordinamenti e nelle prassi nazionali dovrebbe avvenire nel quadro di una più stretta cooperazione fra le autorità di vigilanza. Tale cooperazione, corrispondente al terzo livello, è tesa ad assicurare che il processo di trasposizione si svolga in modo uniforme e coerente fra gli Stati membri.

- 9) I comitati sono stati istituiti in forza delle decisioni della Commissione del 5 novembre 2003, elencate di seguito: Decisione 2004/5/CE che istituisce il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria; Decisione 2004/6/CE che istituisce il comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali; Decisione 2004/9/CE che istituisce il comitato europeo delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali; e la Decisione 2004/10/CE che istituisce il comitato bancario europeo.
- 10) Decisione della Commissione, del 6 giugno 2001, che istituisce il comitato europeo dei valori mobiliari (2001/528/CE).
- 11) Decisione della Commissione, del 5 novembre 2003, che modifica la Decisione 2001/528/CE (2004/8/CE).
- 12) Direttiva 2002/87/CE del 16 dicembre 2002.

Lo sviluppo delle attività di terzo livello è stato affidato ai comitati di vigilanza di recente istituzione (cfr. riquadro 2), cui partecipano alti funzionari delle competenti autorità di vigilanza nazionali. Nel settore bancario il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors* – CEBS) accoglie altresì rappresentanti delle banche centrali, fra cui la BCE, non direttamente coinvolte nella sorveglianza sulle singole istituzioni creditizie. La loro partecipazione si fonda sul riconoscimento del contributo che lo svolgimento delle funzioni di banca centrale può fornire alla vigilanza bancaria, come peraltro confermato dall'articolo 105, paragrafo 5, del Trattato. Solo le autorità di vigilanza bancaria, tuttavia, hanno diritto di voto. Nel settore dei valori mobiliari il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators* – CESR)<sup>13)</sup> è succeduto al Foro informale delle commissioni europee sui valori mobiliari istituito nel 1997 (*Forum of European Securities Commissions*), mentre in quello assicurativo il Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors* – CEIOPS) ha raccolto l'eredità del suo predecessore, la Conferenza delle autorità di vigilanza sulle assicurazioni (*Conference of European Insurance Supervisors*), creata oltre quarant'anni fa.

Con l'introduzione delle attività di terzo livello nel quadro di vigilanza finanziaria dell'UE si intendono altresì affrontare le sfide poste dalla crescente integrazione dei mercati finanziari. Innanzitutto, il più organico quadro regolamentare conseguito con la legislazione di primo e secondo livello risulterà efficace solo a fronte di un'applicazione uniforme delle regole comuni a livello nazionale. Incentivare l'integrazione finanziaria nel contesto del PASF richiede che gli operatori attivi nel mercato unico siano posti di fronte a prassi e procedure di applicazione sostanzialmente analoghe. Ciò infatti ridurrebbe considerevolmente il costo del rispetto della regolamentazione per le operazioni transfrontaliere e le potenziali distorsioni della concorrenza derivanti dalla eterogeneità delle procedure fra gli Stati

membri. Per realizzare gli obiettivi del PASF la convergenza normativa deve pertanto accompagnarsi a una convergenza sul piano delle prassi di vigilanza. In secondo luogo, maggiori rapporti di collaborazione e scambi di informazioni fra le autorità permetterebbero una più efficace sorveglianza delle istituzioni finanziarie operanti su larga scala a livello transfrontaliero. Ciò vale in particolare per i grandi gruppi finanziari che, in ragione delle loro attività transfrontaliere e del ruolo svolto nei principali mercati finanziari o nell'ambito delle maggiori infrastrutture del mercato, hanno rilevanza a livello di UE.

#### **LE ATTIVITÀ DI TERZO LIVELLO DEI NUOVI COMITATI DI VIGILANZA**

In adesione alle proposte del comitato Lamfalussy e al citato rapporto del CEF dell'ottobre 2002, specifici compiti di terzo livello sono stati assegnati ai comitati di vigilanza. Questi ultimi dovrebbero innanzitutto promuovere una coerente attuazione delle direttive comunitarie e sviluppare le migliori prassi in materia di vigilanza. Parallelamente, essi dovrebbero predisporre un'efficiente rete operativa, attraverso la quale perseguire la convergenza delle prassi di vigilanza e lo scambio di informazioni su specifiche istituzioni, sia in circostanze normali sia in periodi di tensione. Nell'assolvere tali funzioni, i comitati dovrebbero godere di indipendenza istituzionale e operativa. Relativamente alla responsabilità per il loro operato, essi dovrebbero presentare un rapporto annuale alla Commissione, da trasmettere al Parlamento europeo e al Consiglio. Il presidente di ciascun comitato dovrebbe altresì riferire al Parlamento europeo periodicamente e/o su richiesta. Un presupposto importante del funzionamento di questi comitati è che operino in modo aperto e trasparente, avvalendosi di adeguate prassi di consultazione e di informativa.

I comitati di vigilanza possono utilizzare un ampio strumentario per svolgere i loro compiti. Ad esempio, possono formulare delle linee

13) Decisione della Commissione, del 6 giugno 2001, che istituisce il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (2001/527/CE).

guida per l'adozione delle regolamentazioni a livello nazionale, emettere raccomandazioni interpretative e definire norme o prassi migliori relative agli aspetti non coperti dalla legislazione di primo o secondo livello. Poiché questi atti non sono giuridicamente vincolanti, la loro attuazione da parte dei membri dei comitati ha carattere volontario. Inoltre, i comitati possono condurre verifiche reciproche delle prassi nazionali sotto la guida delle autorità competenti di altri paesi.

Sebbene siano stati istituiti solo di recente, i tre comitati di vigilanza hanno stilato programmi impegnativi per rispondere alle esigenze generate sia dalle specifiche misure del PASF sia in generale dall'integrazione dei mercati.

Il CESR, con sede a Parigi, è il primo comitato nato dalle raccomandazioni del comitato Lamfalussy. Gran parte della sua attività si è già concentrata nel fornire consulenza tecnica alla Commissione riguardo al contenuto delle misure di esecuzione (secondo livello) delle direttive adottate nell'ambito del PASF (fra cui le direttive sugli abusi di mercato, sugli obblighi di trasparenza, sui prospetti informativi e sui mercati degli strumenti finanziari). Al terzo livello, il CESR è impegnato nella definizione di standard comuni su aspetti non ancora coperti dalla legislazione comunitaria, segnatamente la collaborazione fra le autorità di regolamentazione del settore mobiliare nel contesto del controllo dell'informazione finanziaria e i sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. I lavori relativi a questi ultimi sistemi sono condotti da un gruppo di lavoro congiunto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e del CESR. Nella prospettiva di rafforzare le proprie funzioni di terzo livello, nell'aprile del 2004 il CESR ha avviato una procedura di consultazione sulla definizione e sull'organizzazione del lavoro svolto a tale livello. Nel documento di consultazione il CESR avanza alcune proposte per migliorare il proprio funzionamento in materia di convergenza regolamentare e di vigilanza. Viene suggerita ad esempio la possibilità di conferire maggiore autorità ai propri indirizzi, raccomandazioni e standard, nonché di ampliare

la sfera degli interventi congiunti, per includervi ad esempio verifiche *in loco*, programmi di formazione e lo sviluppo di basi di dati per la raccolta delle interpretazioni normative e della giurisprudenza in materia.

Nel settore bancario il CEBS, insediato di recente a Londra, dovrebbe svolgere un ruolo di primo piano nell'assicurare la coerente attuazione di Basilea II. Il comitato ha già identificato una serie di priorità, fra cui una riduzione del margine di discrezionalità delle autorità nazionali nella prossima adozione della legislazione, l'effettivo rafforzamento della vigilanza bancaria su base transfrontaliera, la definizione di principi comuni cui improntare il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro di Basilea II) e la validazione sia dei sistemi per il trattamento del rischio di credito basati sui *rating* interni delle banche ("internal ratings-based (IRB) approaches") sia dei metodi avanzati per la misurazione del rischio operativo<sup>14</sup>). Il comitato dovrà altresì occuparsi, in collaborazione con il Comitato per la vigilanza bancaria (CVB) del SEBC, del miglioramento dei meccanismi di cooperazione nelle situazioni di crisi. Il CEBS dovrà infine organizzare una rete operativa per lo scambio di informazioni su istituzioni specifiche, e in particolare sui principali gruppi bancari europei.

Il CEIOPS, sito a Francoforte, è il consesso per la cooperazione e lo scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali. Il suo compito principale è promuovere la convergenza delle prassi di vigilanza nel comparto assicurativo, in modo da consentire una sorveglianza più efficace sulle società e i gruppi assicurativi e sui conglomerati finanziari. Nell'agosto del 2004 il CEIOPS ha diffuso un documento di consultazione sulle linee guida per i comitati di raccordo nel contesto della vigilanza supplementare, così come definiti dalla direttiva sui gruppi assicura-

14) Le banche sono tenute ad applicare i sistemi IRB e i metodi avanzati nel contesto dell'Accordo Basilea II e del quadro di regolamentazione comunitario in materia di adeguatezza patrimoniale.

tivi (98/78/CE). Scopo dell'iniziativa era garantire un approccio uniforme alla vigilanza supplementare dei gruppi assicurativi e accrescere l'efficienza e l'efficacia dei comitati di raccordo istituiti per ciascuno di questi. Oltre a completare la legislazione vigente, il CEIOPS dovrà altresì lavorare a una revisione e a un aggiornamento dello schema di adeguatezza patrimoniale applicato alle imprese di assicurazione nell'UE (Solvibilità II), che dovrebbero far emergere un quadro maggiormente armonizzato per i requisiti patrimoniali e l'azione di vigilanza.

### 3 I MECCANISMI DI TUTELA DELLA STABILITÀ FINANZIARIA

I meccanismi di tutela della stabilità finanziaria includono un quadro di riferimento per l'analisi degli elementi di vulnerabilità del settore finanziario e gli assetti istituzionali per la gestione delle crisi. Con l'introduzione della moneta unica i rischi per la stabilità finanziaria connessi con le attività transfrontaliere hanno acquistato maggiore rilevanza. Se da un lato il maggiore grado di integrazione accresce lo spessore e la liquidità dei mercati finanziari dell'UE, rafforzando la capacità dell'intero sistema di resistere agli shock, dall'altro esso può altresì generare nuove fonti di potenziale vulnerabilità. In particolare, per effetto delle più strette interconnessioni fra istituzioni e mercati finanziari a livello transfrontaliero, i sistemi finanziari nazionali possono essere più frequentemente esposti a shock comuni, con un rischio di contagio presumibilmente più elevato. La concentrazione del rischio finanziario, connessa con la crescente preminenza di istituzioni di grande complessità e dimensioni, rilevanti a livello sistemico e operanti in più giurisdizioni, può costituire un'ulteriore insidia per la stabilità finanziaria, che occorre affrontare su base transfrontaliera.

Poiché l'integrazione riduce le probabilità che le turbolenze finanziarie restino circoscritte a uno Stato membro, anche il perseguimento e il mantenimento della stabilità finanziaria assumono una dimensione europea. Occorre una

regolare e ordinata interazione fra le autorità nazionali affinché vengano individuati i rischi potenziali per la stabilità finanziaria e si possa prevenire, ovvero gestire efficacemente, l'emergere di tensioni sistemiche.

#### LE RACCOMANDAZIONI DEL CEF

I meccanismi di tutela della stabilità finanziaria e di gestione delle crisi nell'UE sono stati notevolmente rafforzati con l'attuazione delle raccomandazioni del CEF in materia. Sulla scorta dei lavori svolti dai gruppi ad alto livello presieduti da Henk Brouwer, Vice Governatore della De Nederlandsche Bank, il CEF ha elaborato un primo rapporto sulla stabilità finanziaria (aprile 2000) e un secondo sulla gestione delle crisi finanziarie (aprile 2001), entrambi successivamente approvati dal Consiglio Ecofin. Pur giudicando adeguato il vigente regime istituzionale, i rapporti raccomandavano una serie di interventi idonei a migliorarne l'effettivo funzionamento. In particolare, erano state individuate tre aree di intervento. La prima concerne lo scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza e fra queste e le banche centrali, che dovrebbe essere potenziato in misura significativa non solo a livello transfrontaliero, ma anche sul piano intersettoriale, in considerazione del fatto che il maggiore grado di integrazione fra prodotti, mercati e intermediari finanziari rende più labili i tradizionali confini fra i settori bancario, mobiliare e assicurativo. La seconda area d'intervento attiene a una maggiore convergenza delle prassi di vigilanza nell'UE, che accrescerebbe l'efficienza delle autorità coinvolte nel controllo delle istituzioni finanziarie transfrontaliere. La terza riguarda il rafforzamento degli accordi per la gestione delle crisi, soprattutto in termini di coordinamento fra le diverse autorità.

Più specificamente, le raccomandazioni relative al *controllo della stabilità finanziaria* configurano un maggiore scambio di informazioni sui grandi gruppi finanziari e sugli andamenti del mercato, che consentirebbe alle autorità competenti di giungere a una migliore comprensione della capacità di tenuta dei mercati, delle infrastrutture e degli intermediari finan-

ziari a fronte degli shock. Le banche centrali dovrebbero essere coinvolte in questo dialogo indipendentemente dal loro grado di coinvolgimento nelle attività di vigilanza a livello nazionale, in quanto in materia di stabilità finanziaria esse hanno specifiche competenze e interessi particolari derivanti dalla conduzione delle loro funzioni principali. Un più intenso scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza e le banche centrali potrebbe altresì essere utile a colmare eventuali lacune fra la sorveglianza a livello micro e quella a livello macroprudenziale. Un'ulteriore priorità nel perseguimento della stabilità finanziaria consisterebbe nel rafforzare la convergenza e la cooperazione sul piano delle prassi di vigilanza, in particolare con riguardo alla sorveglianza delle istituzioni finanziarie di grandi dimensioni e complessità operanti in più giurisdizioni.

Nell'area della *gestione delle crisi*, il CEF ha sottolineato che la prima linea di difesa dovrebbe risiedere sempre all'interno delle istituzioni finanziarie stesse. Le autorità di vigilanza dovrebbero adottare misure atte a garantire che i grandi gruppi finanziari siano in grado di produrre un' informativa accurata con breve preavviso, abbiano posto in essere procedure di emergenza adeguate e conducano prove di stress a intervalli regolari. Per assicurare una collaborazione

efficace nei momenti di crisi, gli Stati membri dovrebbero far sì che non sussistano ostacoli di natura giuridica o d'ordine pratico allo scambio tempestivo delle necessarie informazioni fra autorità di vigilanza, banche centrali, organi di sorveglianza sui sistemi di pagamento ed enti di amministrazione dei sistemi di garanzia dei depositanti. Inoltre, occorrerebbe raggiungere preventivamente accordi che definiscano con chiarezza le modalità per la condivisione delle informazioni e la ripartizione delle competenze fra le autorità nell'eventualità di una crisi, specie con riferimento ai principali gruppi finanziari e preferibilmente su base multilaterale.

#### L'ATTUAZIONE DELLE RACCOMANDAZIONI DEL CEF

I principali destinatari delle raccomandazioni del CEF sono le autorità di vigilanza e le banche centrali dell'UE (cfr. riquadro 3). In particolare, i comitati di vigilanza nati dal metodo Lamfalussy e il CVB riferiscono regolarmente sui progressi compiuti nell'attuazione delle raccomandazioni. Il costante controllo di tali progressi è affidato al Comitato per i servizi finanziari (*Financial Services Committee - FSC*), che agisce per conto del CEF.

Le raccomandazioni del CEF sul *controllo della stabilità finanziaria* hanno determinato una

#### Riquadro 3

#### LA STRUTTURA DEI COMITATI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA A LIVELLO DI UE

	Funzioni
<b>Comitato economico e finanziario (CEF) – composto da: ministri delle finanze, Commissione, banche centrali nazionali; BCE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Valutazione ad alto livello degli sviluppi relativi ai mercati e ai servizi finanziari</li> <li>– Fornisce consulenza al Consiglio Ecofin e alla Commissione</li> </ul>
<b>Comitato per i servizi finanziari (Financial Services Committee - FSC) – composto da: ministri delle finanze, Commissione</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Discussione e formulazione di indirizzi strategici per questioni attinenti ai servizi finanziari, principalmente in un'ottica intersettoriale</li> <li>– Raccordo fra gli organi politici e quelli tecnici</li> <li>– Assiste il CEF nell'elaborare la consulenza fornita al Consiglio Ecofin</li> </ul>
<b>Comitato di vigilanza bancaria del SEBC (CVB) – composto da: banche centrali nazionali, autorità di vigilanza bancaria, BCE</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Controllo macroprudenziale e strutturale del sistema finanziario dell'UE</li> <li>– Cooperazione e scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza bancaria e le banche centrali su tematiche di interesse comune</li> <li>– Analisi degli effetti dei requisiti regolamentari e prudenziali sulla stabilità finanziaria</li> </ul>
<b>Comitati di vigilanza (CEBS, CESR e CEIOPS)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Scambio di informazioni sugli sviluppi nei settori bancario, mobiliare e assicurativo</li> </ul>

significativa intensificazione dello scambio di informazioni fra le autorità di vigilanza e fra queste e le banche centrali. Il CVB ha elaborato uno schema di analisi organico per la valutazione periodica degli sviluppi strutturali e dei potenziali elementi di vulnerabilità nel settore bancario dell'UE. In collaborazione con la BCE, questo schema è stato esteso all'intero sistema finanziario, inclusi gli intermediari finanziari diversi dalle banche, i mercati finanziari e le infrastrutture di mercato. I nuovi comitati di vigilanza forniscono inoltre l'assetto istituzionale necessario a una migliore condivisione delle informazioni, fra cui i dati microprudenziali su specifiche istituzioni. Una serie di meccanismi e accordi, quali i protocolli d'intesa, sono predisposti a sostegno di questi processi.

Nell'area della *gestione delle crisi* il protocollo d'intesa sulla cooperazione fra le autorità di vigilanza bancaria e le banche centrali dell'UE in situazioni di crisi, sottoscritto sotto gli auspici del CVB a marzo 2003, rappresenta uno dei più importanti traguardi raggiunti. Le autorità dei nuovi Stati membri, entrati a far parte dell'UE il 1° maggio del 2004, hanno firmato il protocollo in giugno dello stesso anno. Esso stabilisce specifici principi e procedure per identificare le autorità responsabili della gestione delle crisi nell'UE, definisce i necessari flussi di informazioni fra le autorità di vigilanza bancaria e le banche centrali e disciplina gli aspetti d'ordine pratico relativi alla condivisione delle informazioni su base transfrontaliera. Il protocollo potrebbe altresì servire da piattaforma per futuri accordi di cooperazione. Un esempio in questo senso è dato dai paesi nordici, dove le banche centrali e le autorità di vigilanza hanno concluso uno specifico protocollo d'intesa sulla gestione delle crisi, a integrazione del più generale accordo stipulato a livello UE. I lavori nell'ambito della gestione delle crisi continueranno ad essere condotti congiuntamente dal CVB e dal CEBS.

I comitati di vigilanza stanno promuovendo il dialogo e regolari meccanismi di raccordo anche sotto il profilo del *coordinamento intersettoriale*. Inoltre, va notato che il Comitato per i servizi finanziari, subentrato al *Financial Servi-*

*ces Policy Group* nel 2003<sup>15)</sup>, ha il mandato di fornire un indirizzo strategico sulle politiche del settore finanziario soprattutto in una prospettiva intersettoriale. Questo comitato funge da collegamento fra gli alti consessi politici, quali il Consiglio Ecofin e il CEF, e gli organi tecnici, come i nuovi comitati di vigilanza.

#### 4 GLI SVILUPPI FUTURI

Con il completamento del PASF, l'applicazione del metodo Lamfalussy a tutti i settori finanziari e la progressiva attuazione delle raccomandazioni del CEF sulla stabilità finanziaria e sulla gestione delle crisi, il quadro di riferimento per far avanzare ulteriormente il progetto del mercato finanziario unico nell'UE è ampiamente operativo. In futuro, la sfida che attende le parti coinvolte nello sviluppo dell'integrazione finanziaria sarà di trarre profitto dalle opportunità offerte dai migliori processi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria. Nonostante i significativi progressi compiuti in termini di integrazione finanziaria dall'introduzione dell'euro, specie nei mercati all'ingrosso, in numerosi altri segmenti questo processo risulta ancora insufficiente<sup>16)</sup>. La BCE, dal canto suo, ha un forte interesse in un sistema finanziario europeo pienamente integrato e intende fornire un contributo attivo, corrispondente alle sue capacità e competenze. I guadagni potenziali connessi con l'Unione monetaria potranno concretizzarsi appieno solo se verranno effettivamente rimosse le restanti barriere all'integrazione dei mercati finanziari europei.

La definizione e l'attuazione della strategia post-PASF impegnerà sia le autorità sia gli operatori di mercato. Se da un lato spetta all'assetto normativo e istituzionale favorire l'integrazione sopprimendo gli ostacoli esistenti e tutelando al contempo la stabilità finanziaria, dall'altro sono

15) Il cambiamento è scaturito dalle raccomandazioni del rapporto del CEF in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria.

16) Cfr. l'articolo *Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa* pubblicato nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino.

le forze di mercato che, in definitiva, guidano il processo di integrazione. In particolare, la definizione degli effettivi confini fra i mercati o dei nuovi prodotti resta nella sfera di competenza degli operatori.

Per quanto riguarda l'azione delle autorità, la Commissione ha dato avvio alla fase post-PASF con una consultazione ad ampio raggio, volta ad acquisire i punti di vista di tutte le parti interessate, soprattutto degli operatori di mercato. Nell'ottobre del 2003 la Commissione ha costituito quattro gruppi di esperti, formati da rappresentanti degli operatori dei settori bancario, assicurativo, dei valori mobiliari e del risparmio gestito. I rapporti stilati da questi gruppi, diffusi nel maggio del 2004, forniscono un'analisi preliminare delle possibili priorità del periodo post-PASF. Essi effettuano una valutazione complessiva della misura in cui diversi aspetti dell'attività finanziaria possono essere trattati su base paneuropea, delineano le principali aspettative e preoccupazioni circa l'attuazione e il rispetto della legislazione adottata nel quadro del PASF e individuano aree specifiche in cui rafforzare l'interazione fra autodisciplina e cooperazione di vigilanza. Questi rapporti sono stati sottoposti a consultazione pubblica al fine di verificare in che misura i punti di vista espressi incontrano il generale consenso degli operatori. Sulla scorta di questa consultazione e del dibattito condotto tra le autorità, la Commissione dovrebbe fissare le priorità del periodo post-PASF (una comunicazione a riguardo è attesa nel primo trimestre del 2005).

Sebbene questo ampio dibattito sia ancora in corso, è già possibile desumere una serie di priorità dagli obiettivi che sottendono il PASF, il metodo Lamfalussy e le raccomandazioni del CEF. In primo luogo, l'efficace e uniforme recepimento della legislazione di primo e secondo livello negli ordinamenti e nelle regolamentazioni nazionali riveste un'importanza cruciale per la concreta realizzazione delle misure del PASF, per la quale sarà peraltro strumentale giungere a un'effettiva convergenza delle prassi di vigilanza. Questi diversi processi dovrebbero da ultimo sfociare in una legislazione finanzia-

ria e in una regolamentazione per gli operatori che siano realmente comuni e che vengano applicate in maniera coerente in tutti gli Stati membri, pur se nel rispetto del principio di sussidiarietà sancito dal Trattato. In secondo luogo, occorre continuare a promuovere un solido quadro di vigilanza e di stabilità per i mercati finanziari integrati, nell'ambito dei quali le istituzioni finanziarie saranno sempre più impegnate in operazioni transfrontaliere, modificando i canali di trasmissione del rischio sistemico. Di conseguenza, è importante che le autorità competenti, ossia gli organismi di vigilanza e le banche centrali, continuino a intensificare i rapporti di cooperazione e lo scambio di informazioni, in modo da seguire tali sviluppi e, ove necessario, disporre interventi coordinati.

In aggiunta a questi obiettivi specifici, vi è la generale convinzione che, prima di intraprendere un nuovo programma legislativo di ampio respiro, sia necessario lasciare che gli effetti delle misure del PASF si concretizzino. Le iniziative future dovrebbero essere sottoposte a un accurato esame preliminare, nel quale tenere debitamente conto anche di alternative alla regolamentazione di natura non normativa e di soluzioni basate sul mercato. È probabile che nell'immediato futuro vengano intrapresi interventi legislativi unicamente nelle aree in cui sono già stati programmati (come in quelle relative ai sistemi di compensazione e regolamento, al diritto delle società e al governo societario, al riciclaggio di denaro di provenienza illecita e al finanziamento del terrorismo) o in un novoro ristretto di ambiti in cui emergano specifiche necessità.

Uno dei fattori principali all'origine del successo nel completamento del PASF è stata la fissazione di un preciso calendario e l'adozione di un rigoroso schema di controllo. In questo modo è stato possibile avere una chiara visione d'insieme dei progressi compiuti e rilevare per tempo l'emergere di difficoltà, in modo da poterle affrontare adeguatamente. Anche nella fase post-PASF occorrerà mantenere un processo di controllo e di valutazione, affinché vengano rispettate le scadenze per la realizza-

zione degli obiettivi del piano stesso. Alcune componenti di questo processo sono già attive. Il Gruppo di controllo inter-istituzionale (*Inter-Institutional Monitoring Group*), istituito nel 2003 e formato da un gruppo di esperti indipendenti, è incaricato di valutare i progressi nell'applicazione del metodo Lamfalussy nel campo dei valori mobiliari, mentre il Comitato per i servizi finanziari tiene sotto osservazione l'attuazione delle raccomandazioni sulla stabi-

lità finanziaria e sulla gestione delle crisi per conto del CEF. Dovrebbe pertanto essere costituita una struttura di controllo indipendente, con il compito di rilevare e valutare a intervalli regolari i progressi effettuati sui vari fronti, garantendo al tempo stesso la completa trasparenza del processo e la responsabilità delle parti coinvolte. In tal modo la strategia post-PASF procederebbe nella giusta direzione con un ritmo adeguato.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





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

### TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
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
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
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
<b>3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI</b>	
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
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
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
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
5.1 IAPC, altri prezzi e costi	S43
5.2 Produzione e domanda	S46
5.3 Mercato del lavoro	S50

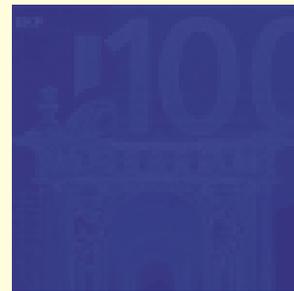
1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int). Si rimanda al sito della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.

<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S51
6.2	Debito	S52
6.3	Variazione del debito	S53
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S54
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	S73
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S75
	<b>NOTE GENERALI</b>	S79

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

#### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>3)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	7,7	6,6	7,3	-	5,4	21,5	3,32	4,92
2003	11,0	8,0	8,1	-	5,0	20,8	2,33	4,16
2003 4° trim.	11,0	7,9	7,6	-	5,3	22,1	2,15	4,36
2004 1° trim.	11,1	7,2	6,5	-	5,4	16,8	2,06	4,15
2° trim.	10,3	6,0	5,4	-	5,6	12,0	2,08	4,36
3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	.	2,12	4,21
2004 mag.	9,4	5,5	4,9	5,2	5,7	11,4	2,09	4,39
giu.	9,5	5,6	5,3	5,2	6,0	11,7	2,11	4,44
lug.	10,1	5,9	5,5	5,4	6,2	11,4	2,12	4,34
ago.	9,2	5,7	5,6	5,7	6,1	11,0	2,11	4,17
set.	9,7	6,3	6,0	.	6,5	.	2,12	4,11
ott.	.	.	.	.	.	.	2,15	3,98

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

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

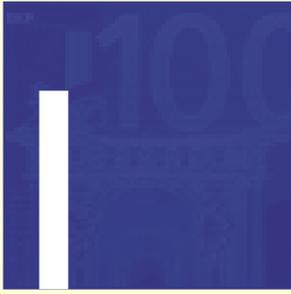
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	65,4	133,6	-4,7	114,6	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.	17,2	28,6	-23,6	-3,1	308,4	104,7	106,7	1,2497
2° trim.	12,7	32,7	-19,2	20,9	301,4	102,1	104,1	1,2046
3° trim.	.	.	.	.	298,2	102,8	104,9	1,2220
2004 mag.	4,8	10,5	-0,7	-0,8	298,9	102,4	104,4	1,2007
giu.	7,0	12,0	-13,8	31,7	301,4	102,3	104,2	1,2138
lug.	3,9	13,9	-8,5	-30,7	301,3	102,8	104,7	1,2266
ago.	3,7	5,5	4,4	5,1	301,7	102,7	104,8	1,2176
set.	.	.	.	.	298,2	103,0	105,1	1,2218
ott.	.	.	.	.	.	104,2	106,4	1,2490

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

### 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema (milioni di euro)

#### 1. Attività

	8 ottobre 2004	15 ottobre 2004	22 ottobre 2004	29 ottobre 2004
<b>Oro e crediti in oro</b>	130.641	130.614	130.598	130.581
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	166.372	163.440	162.252	164.878
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	17.387	19.163	18.451	17.589
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	6.883	7.497	7.539	7.698
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	330.512	319.531	328.006	343.015
Operazioni di rifinanziamento principali	255.498	244.500	252.999	268.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	75.001	75.001	75.001	75.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	10	3	1	0
Crediti connessi a scarti di garanzia	3	27	5	14
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	1.979	1.824	1.797	1.850
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	68.020	67.465	67.643	68.471
<b>Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche</b>	42.060	42.061	42.062	42.062
<b>Altre attività</b>	116.720	116.811	117.070	117.634
<b>Attività totali</b>	<b>880.574</b>	<b>868.406</b>	<b>875.418</b>	<b>893.778</b>

#### 2. Passività

	8 ottobre 2004	15 ottobre 2004	22 ottobre 2004	29 ottobre 2004
<b>Banconote in circolazione</b>	469.936	469.142	467.316	471.255
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	137.481	138.842	137.774	121.991
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	137.318	138.804	137.756	121.965
Depositi overnight	163	37	18	26
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	1	0	0
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	125	125	125	125
<b>Certificati di debito</b>	1.054	1.054	1.054	1.054
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	59.759	47.612	58.694	84.345
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.180	9.138	9.049	9.388
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	304	280	248	257
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.592	8.565	6.907	8.809
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.807	5.807	5.807	5.807
<b>Altre passività</b>	56.778	57.283	57.884	60.186
<b>Rivalutazioni</b>	70.696	70.696	70.696	70.696
<b>Capitale e riserve</b>	59.862	59.862	59.864	59.865
<b>Passività totali</b>	<b>880.574</b>	<b>868.406</b>	<b>875.418</b>	<b>893.778</b>

Fonte: BCE.

**1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE**

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

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

Fonte: BCE.

- 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).
- 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.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 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
12	338.406	345	244.500	2,00	2,02	2,03	8
20	380.224	382	253.000	2,00	2,03	2,03	5
25	355.097	356	268.000	2,00	2,03	2,04	9
3 nov.	381.182	331	264.500	2,00	2,04	2,04	6
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2003 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
28 ott.	46.646	187	25.000	-	2,10	2,11	91

#### 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 <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000 5 gen. <sup>5)</sup>	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 apr.	Operazione temporanea	105.377	329	73.000	-	4,75	4,77	4,79	7
12 set.	Operazione temporanea	69.281	63	69.281	4,25	-	-	-	1
13	Operazione temporanea	40.495	45	40.495	4,25	-	-	-	1
28 nov.	Operazione temporanea	73.096	166	53.000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002 4 gen.	Operazione temporanea	57.644	61	25.000	-	3,25	3,30	3,32	3
10	Operazione temporanea	59.377	63	40.000	-	3,25	3,28	3,30	1
18 dic.	Operazione temporanea	28.480	50	10.000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003 23 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.850	12	3.850	2,50	-	-	-	3
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 sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 1.3.2.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

**1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità**

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

**1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva**

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
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	
ago.	12.167,6	6.470,3	446,4	1.531,1	884,2	2.835,5	

**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	139,3	0,6	0,0	2,02
8 nov.	137,8	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema						Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2° trim.	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
2004 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
11 ott.	298,8	256,4	75,0	0,3	0,0	0,0	0,0	465,1	58,2	-32,1	139,3	604,4

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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.	1.128,2	493,4	22,6	0,6	470,1	147,0	132,9	1,8	12,3	-	13,0	310,1	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.	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
set. <sup>(p)</sup>	1.193,3	544,3	22,2	0,6	521,5	150,5	135,0	1,9	13,6	-	13,5	308,8	14,2	162,1
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	12.217,9	823,3	7.170,1	4.224,5	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	7.228,2	4.339,4	3.104,4	1.313,8	435,8	1.354,8	79,8	954,0	2.914,9	160,6	1.089,4
mag.	20.660,8	12.347,2	811,7	7.268,1	4.267,4	3.146,2	1.340,5	440,1	1.365,6	77,4	955,6	2.886,7	159,1	1.088,5
giu.	20.757,4	12.434,0	818,3	7.319,8	4.296,0	3.158,3	1.351,7	444,5	1.362,1	76,8	948,3	2.869,9	159,7	1.110,4
lug.	20.855,1	12.540,8	824,6	7.355,8	4.360,4	3.171,2	1.347,8	446,6	1.376,7	78,4	936,3	2.870,4	160,4	1.097,5
ago.	20.869,6	12.511,3	819,2	7.347,5	4.344,6	3.177,0	1.349,0	446,1	1.381,9	77,2	925,6	2.909,7	160,4	1.108,4
set. <sup>(p)</sup>	20.981,9	12.568,9	812,0	7.403,0	4.353,9	3.186,0	1.355,7	442,9	1.387,4	77,6	919,9	2.903,9	161,0	1.164,6

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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.	1.128,2	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.	1.175,0	475,7	367,4	58,2	15,9	293,2	-	1,6	151,5	23,3	155,5
set. <sup>(p)</sup>	1.193,3	480,7	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,2	23,6	158,9
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	3.303,5	1.160,4	2.833,7	1.553,8
2004 apr.	20.688,3	0,0	11.015,3	136,0	6.351,3	4.528,1	690,6	3.338,5	1.167,6	2.912,8	1.563,4
mag.	20.660,8	0,0	10.993,4	149,1	6.375,2	4.469,1	687,2	3.359,2	1.171,6	2.909,7	1.539,8
giu.	20.757,4	0,0	11.087,8	156,6	6.408,5	4.522,8	686,2	3.369,3	1.177,7	2.871,4	1.565,0
lug.	20.855,1	0,0	11.158,1	143,0	6.422,1	4.592,9	691,5	3.401,6	1.181,6	2.874,7	1.547,5
ago.	20.869,6	0,0	11.113,1	134,8	6.401,4	4.576,8	701,3	3.417,8	1.182,3	2.880,7	1.574,3
set. <sup>(p)</sup>	20.981,9	0,0	11.170,2	146,2	6.441,5	4.582,4	687,4	3.444,5	1.182,4	2.842,7	1.654,7

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 <sup>1)</sup>	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	7.170,8	1.867,6	1.434,5	433,1	649,4	3.152,7	173,9	1.203,1
2004 apr.	15.226,1	8.069,1	840,2	7.228,9	1.882,8	1.445,3	437,6	672,1	3.229,5	174,5	1.198,0
mag.	15.251,5	8.103,1	834,4	7.268,8	1.915,3	1.473,5	441,9	666,6	3.196,8	173,1	1.196,6
giu.	15.331,0	8.161,0	840,5	7.320,5	1.931,6	1.485,2	446,4	662,5	3.181,2	173,8	1.221,1
lug.	15.351,7	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	650,4	3.183,0	174,7	1.210,2
ago.	15.385,2	8.189,6	841,5	7.348,1	1.932,6	1.484,6	448,0	643,3	3.223,0	174,6	1.222,2
set. (p)	15.487,4	8.237,9	834,2	7.403,6	1.935,4	1.490,7	444,7	642,1	3.212,7	175,2	1.284,1
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.	428,0	83,2	5,7	77,4	56,4	53,4	3,0	24,6	212,0	-0,4	52,3
2004 apr.	149,8	51,6	-6,9	58,5	16,7	11,7	5,0	21,6	69,2	0,6	-9,9
mag.	56,7	37,9	-5,9	43,8	35,1	30,7	4,3	-3,1	-10,4	0,3	-3,1
giu.	62,5	60,2	5,7	54,5	13,6	8,6	5,0	-10,6	-25,8	0,7	24,4
lug.	8,5	43,0	6,4	36,6	-5,0	-4,5	-0,6	-11,0	-7,9	0,9	-11,5
ago.	40,3	-8,5	-5,3	-3,2	-0,5	-0,1	-0,4	-6,8	45,3	0,0	10,7
set. (p)	144,1	55,3	-7,0	62,3	4,9	7,9	-3,0	-2,1	24,2	0,6	61,3

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
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	1.948,2	1.025,9	2.857,3	1.699,1	21,5
2004 apr.	15.226,1	409,4	179,6	6.368,1	610,8	1.972,7	1.021,8	2.937,9	1.709,7	16,2
mag.	15.251,5	416,6	195,1	6.393,6	609,7	1.983,0	1.016,1	2.931,9	1.688,1	17,4
giu.	15.331,0	423,0	223,7	6.426,9	609,4	1.996,5	1.024,2	2.894,9	1.716,1	16,4
lug.	15.351,7	436,2	201,5	6.438,7	613,1	2.013,8	1.029,3	2.898,9	1.700,3	19,9
ago.	15.385,2	433,4	193,0	6.417,4	624,1	2.023,9	1.038,4	2.904,1	1.729,8	21,2
set. (p)	15.487,4	438,0	204,0	6.457,8	609,8	2.045,1	1.039,4	2.866,3	1.813,6	13,4
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.	428,0	1,7	30,2	24,1	21,3	59,0	7,6	174,6	120,5	-11,0
2004 apr.	149,8	9,8	-4,7	40,2	8,4	21,2	2,3	62,9	18,4	-8,6
mag.	56,7	7,3	15,5	29,2	-1,1	14,4	-0,9	10,0	-22,8	5,1
giu.	62,5	6,4	28,7	33,1	-4,3	12,6	7,4	-40,6	17,9	1,4
lug.	8,5	13,2	-22,2	10,6	3,7	12,3	4,1	-6,7	-7,2	0,7
ago.	40,3	-2,8	-8,5	-19,0	11,0	12,3	5,0	15,5	20,0	6,9
set. (p)	144,1	4,7	11,0	45,1	-12,9	29,6	4,8	-8,3	68,5	1,6

Fonte: BCE.

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

## 2.3 Statistiche monetarie

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

### 1. Aggregati monetari<sup>1)</sup> e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle Amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
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	901,4	6.222,7	-	4.242,2	2.263,5	8.239,1	7.165,0	320,8
2004 apr.	2.782,0	2.556,2	5.338,2	911,1	6.249,3	-	4.280,2	2.278,7	8.297,8	7.209,3	332,3
mag.	2.768,1	2.578,1	5.346,1	906,3	6.252,4	-	4.289,3	2.292,4	8.336,3	7.254,4	289,4
giu.	2.790,3	2.581,9	5.372,2	926,7	6.298,9	-	4.308,5	2.311,5	8.400,1	7.293,3	273,0
lug.	2.831,2	2.592,8	5.424,1	934,7	6.358,7	-	4.341,6	2.329,2	8.453,5	7.348,8	283,4
ago.	2.837,5	2.604,1	5.441,6	941,8	6.383,4	-	4.370,3	2.340,9	8.473,1	7.371,1	316,6
set. <sup>(p)</sup>	2.867,8	2.621,7	5.489,5	927,3	6.416,8	-	4.395,9	2.334,4	8.519,5	7.417,0	335,5
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	-3,0	75,0	-	74,2	25,5	88,0	73,1	90,0
2004 apr.	11,9	3,8	15,7	9,4	25,1	-	40,4	15,0	58,6	44,7	21,7
mag.	-13,0	24,0	11,0	-4,0	7,0	-	17,9	16,2	44,8	49,1	-36,6
giu.	21,7	4,2	25,8	16,8	42,6	-	17,5	15,5	60,7	41,7	-23,0
lug.	40,8	10,0	50,8	7,9	58,7	-	27,1	16,7	52,5	56,2	11,5
ago.	6,8	11,8	18,6	7,3	25,9	-	27,7	8,9	25,2	27,4	28,1
set. <sup>(p)</sup>	32,3	19,8	52,1	-14,2	37,9	-	39,5	-4,5	52,5	52,7	24,0
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	3,1	6,2	6,0	7,1	6,6	5,8	5,3	96,2
2004 apr.	10,9	1,5	6,2	1,1	5,5	5,5	7,5	6,3	5,9	5,5	107,2
mag.	9,4	1,5	5,5	1,6	4,9	5,2	7,4	6,2	5,8	5,7	45,8
giu.	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,1	6,0	1,3
lug.	10,1	1,7	5,9	3,0	5,5	5,4	7,5	6,4	6,3	6,2	39,6
ago.	9,2	2,0	5,7	5,0	5,6	5,7	7,6	6,6	6,0	6,1	102,0
set. <sup>(p)</sup>	9,7	2,8	6,3	4,1	6,0	.	7,9	5,5	6,3	6,5	121,1

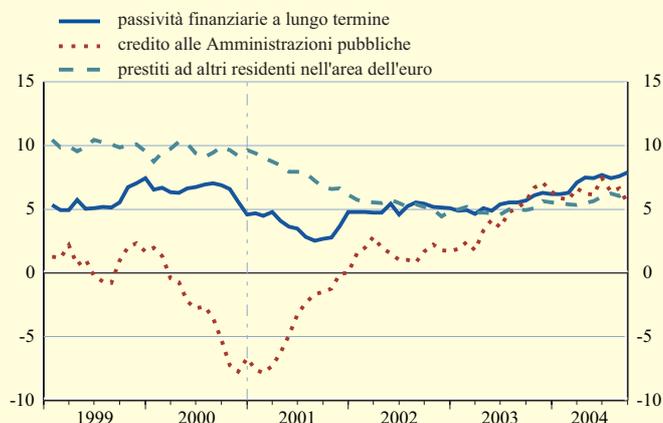
### F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

## 2.3 Statistiche monetarie

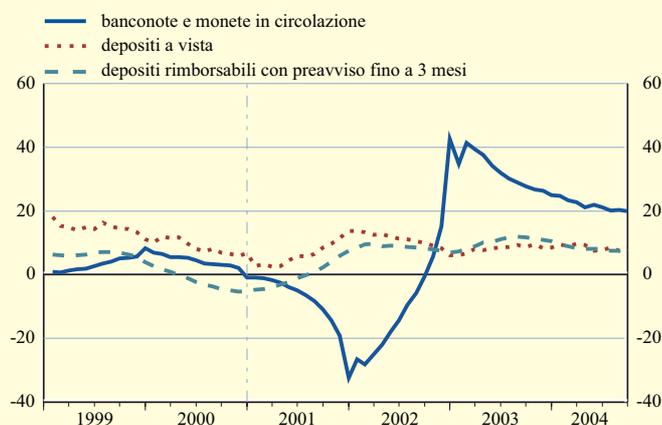
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	2.363,1	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	2.372,4	995,9	1.560,3	215,2	601,1	94,8	1.879,6	90,0	1.284,1	1.026,5
mag.	416,4	2.351,7	1.006,0	1.572,1	214,0	601,3	91,0	1.889,1	89,4	1.287,7	1.023,0
giu.	420,5	2.369,7	995,2	1.586,7	220,0	611,7	95,0	1.900,2	89,1	1.298,5	1.020,7
lug.	425,2	2.406,0	998,3	1.594,5	230,8	611,2	92,7	1.916,7	89,4	1.307,4	1.028,1
ago.	433,2	2.404,3	996,3	1.607,8	229,5	618,5	93,8	1.932,1	89,3	1.311,4	1.037,5
set. (p)	439,9	2.428,0	1.003,3	1.618,4	222,4	615,8	89,1	1.953,7	88,4	1.318,3	1.035,5
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	-6,4	0,1	3,3	50,1	-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	-19,8	12,1	11,9	-1,2	0,1	-2,9	12,8	-0,6	4,3	1,4
giu.	4,2	17,5	-10,4	14,6	6,0	6,4	4,4	9,8	-0,3	10,9	-2,9
lug.	4,7	36,1	2,2	7,8	10,8	-0,5	-2,4	11,7	0,3	8,7	6,3
ago.	8,0	-1,2	-1,5	13,3	-1,4	7,3	1,3	17,5	-0,1	5,1	5,2
set. (p)	6,7	25,7	9,1	10,7	-7,0	-1,2	-6,0	31,2	-0,9	7,4	1,8
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	-1,2	7,0	-8,7	10,8	-9,9	5,5	4,4
2004 apr.	21,2	9,3	-7,3	8,1	-2,0	6,7	-18,5	10,9	-8,6	6,6	4,4
mag.	21,8	7,4	-7,2	8,1	-3,5	5,4	-8,0	10,5	-8,3	6,5	4,9
giu.	21,1	7,7	-6,9	8,0	1,9	4,7	-0,3	10,5	-7,1	7,0	4,9
lug.	20,0	8,5	-6,3	7,4	2,1	3,5	2,0	10,1	-4,9	7,2	4,3
ago.	20,3	7,5	-5,7	7,5	4,6	5,0	5,7	10,6	-3,3	7,0	4,0
set. (p)	19,9	8,0	-4,2	7,6	3,2	4,3	4,7	11,3	-3,0	7,2	3,8

### F3 Componenti degli aggregati monetari

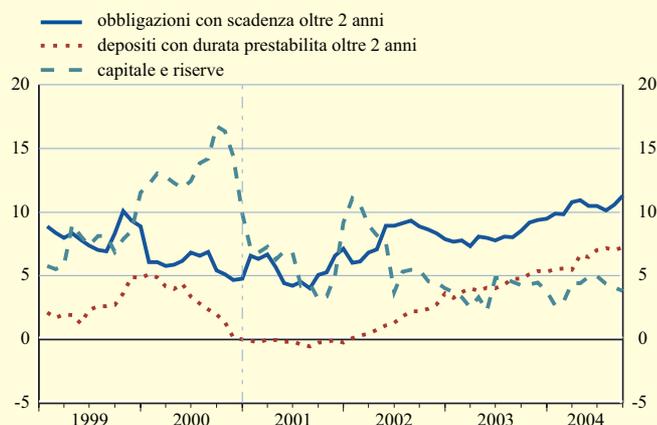
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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	321,9	3.034,2	958,7	527,0	1.548,5
2004 1° trim.	46,3	32,2	503,8	303,8	3.055,3	955,1	526,2	1.574,0
2004 apr.	51,4	37,7	510,8	313,3	3.076,5	958,1	531,6	1.586,8
mag.	56,5	42,6	515,3	317,1	3.085,7	952,2	537,1	1.596,4
giu.	53,7	39,8	509,7	305,7	3.093,3	966,4	537,2	1.589,7
lug.	56,7	41,9	506,0	302,7	3.101,7	963,4	540,7	1.597,5
ago.	53,9	39,1	490,4	287,1	3.095,3	946,7	544,9	1.603,7
set. <sup>(p)</sup>	52,8	37,9	507,4	301,4	3.106,7	952,3	545,3	1.609,1
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	26,6	103,9	-7,5	15,8	95,6
2004 1° trim.	10,7	10,0	-3,1	-11,8	21,6	-4,0	3,9	21,7
2004 apr.	4,7	5,1	8,6	11,5	21,4	3,4	5,8	12,2
mag.	5,1	4,9	5,5	4,5	11,5	-4,4	5,3	10,5
giu.	-2,8	-2,7	-5,7	-11,5	26,6	16,8	0,5	9,2
lug.	2,9	2,0	-4,4	-3,2	9,4	-2,7	3,9	8,2
ago.	-2,7	-2,8	-12,3	-12,5	-5,3	-16,4	4,3	6,8
set. <sup>(p)</sup>	-1,0	-1,1	18,5	15,2	14,9	6,9	0,8	7,2
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	3,3	-2,4	3,6	6,9
2004 apr.	9,5	10,2	8,3	4,4	3,5	-2,4	4,3	7,1
mag.	21,2	26,0	7,9	4,6	3,7	-2,3	5,8	7,0
giu.	18,9	25,7	8,5	3,0	4,0	-2,1	6,4	7,2
lug.	15,3	26,2	8,8	5,5	4,4	-1,0	6,0	7,4
ago.	21,7	37,1	6,9	3,1	4,1	-1,7	5,6	7,3
set. <sup>(p)</sup>	18,3	32,6	8,4	5,7	4,6	-0,6	5,9	7,4

### F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

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

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	145,1	95,5	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	2.419,2	14,1	62,0	2.343,0	681,1	141,1	96,1	443,9
mag.	3.610,7	489,7	110,2	183,9	195,6	2.439,5	14,2	62,4	2.362,9	681,5	139,8	96,1	445,6
giu.	3.663,2	502,2	114,9	187,2	200,0	2.463,7	15,2	64,7	2.383,7	697,4	147,7	99,2	450,4
lug.	3.691,5	503,9	113,7	188,6	201,6	2.491,6	14,9	65,2	2.411,6	696,0	144,0	99,5	452,6
ago.	3.707,8	504,8	114,6	188,2	202,0	2.508,6	14,8	65,5	2.428,4	694,4	142,4	99,2	452,8
set. <sup>(p)</sup>	3.736,2	507,8	115,8	188,6	203,4	2.534,3	15,0	65,9	2.453,4	694,1	144,7	98,6	450,7
Transazioni													
2002	182,3	21,9	7,1	5,4	9,4	156,8	-0,3	2,3	154,9	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	18,6	1,0	-0,7	0,8	0,9
mag.	21,7	0,8	-0,5	0,1	1,2	20,4	0,1	0,3	20,0	0,5	-1,2	0,0	1,7
giu.	36,3	8,7	4,3	2,1	2,3	20,6	0,9	1,8	17,9	7,0	5,1	0,2	1,7
lug.	28,7	1,9	-1,2	1,5	1,6	28,0	-0,4	0,5	27,9	-1,1	-3,6	-0,1	2,5
ago.	17,1	1,1	0,9	-0,5	0,8	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,2	-1,6	-0,2	0,6
set. <sup>(p)</sup>	29,9	2,7	1,3	0,4	0,9	26,2	0,2	0,5	25,5	1,0	2,5	-0,4	-1,1
Variazioni percentuali													
2002 dic.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,4	3,7	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	-1,3	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.	7,3	5,7	3,1	5,9	6,9	9,0	9,1	1,0	9,3	2,4	-1,2	1,8	3,8
lug.	7,3	5,4	3,5	5,9	6,2	9,2	7,7	0,6	9,5	2,4	-0,8	1,5	3,7
ago.	7,5	6,4	6,1	6,2	6,9	9,3	5,8	0,6	9,6	2,1	-0,4	1,6	3,1
set. <sup>(p)</sup>	7,8	6,2	4,9	5,5	7,7	9,8	4,5	0,7	10,2	1,8	0,1	-0,4	2,8

## F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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. <sup>(p)</sup>	818,3	129,3	253,4	395,0	40,7	1.965,4	1.323,4	642,6	61,0	581,5
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.	5,7	5,7	-3,9	-0,3	3,9	163,9	107,9	57,0	1,7	55,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	-6,7	-6,3	-8,5	6,4	1,8	5,5	11,9	-5,7	-0,3	-5,4
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.	2,7	0,9	-2,2	2,9	63,1	15,1	15,2	15,0	4,1	16,3
giu. <sup>(p)</sup>	2,9	1,6	-4,0	5,0	43,7	8,9	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 <sup>1)</sup>

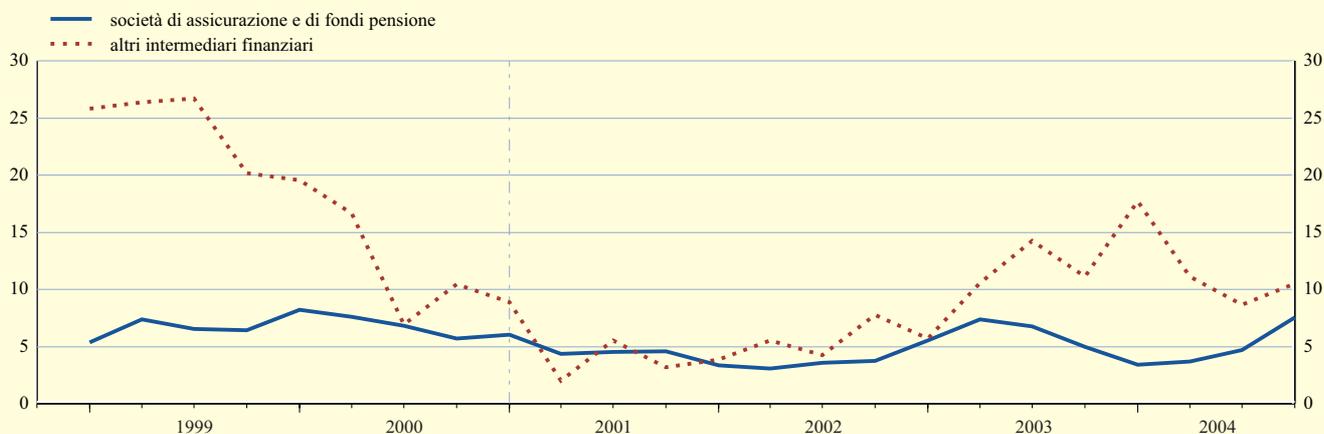
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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.	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	597,2	194,3	122,3	155,1	8,3	0,1	117,2
lug.	567,0	55,8	46,2	440,8	1,3	1,0	21,9	595,0	186,7	123,2	158,0	8,4	0,1	118,6
ago.	566,4	53,7	46,9	441,2	1,3	1,0	22,3	590,8	176,5	128,0	161,8	8,2	0,1	116,1
set. <sup>(p)</sup>	573,7	61,6	47,4	442,4	1,2	1,0	20,0	598,9	189,6	120,2	164,9	8,1	0,1	115,9
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	14,9	13,9	-14,7	1,4	1,6	0,0	12,7
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	-3,6	4,2	-0,1	0,0	-1,5	2,6	3,5	-5,1	5,9	0,4	0,0	-2,2
lug.	1,6	-4,1	4,0	1,0	0,0	0,0	0,7	-2,6	-7,7	0,8	2,9	0,0	0,0	1,4
ago.	-0,3	-2,1	0,8	0,5	0,0	0,0	0,4	-4,6	-10,2	4,3	3,9	-0,1	0,0	-2,4
set. <sup>(p)</sup>	7,2	8,0	0,5	1,0	-0,1	0,0	-2,3	9,6	13,8	-7,3	3,3	-0,1	0,0	-0,2
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	11,1	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	17,9
2004 apr.	4,4	8,4	-3,8	3,9	49,2	6,2	17,0	10,3	15,5	-13,3	25,0	64,7	-	15,1
mag.	4,0	-0,8	0,1	5,2	10,0	6,6	1,8	5,4	7,2	-14,9	15,9	39,0	-	16,6
giu.	4,7	-6,4	10,8	6,4	40,0	3,8	-6,3	8,6	7,8	-10,1	18,6	44,6	-	20,5
lug.	5,5	0,3	16,9	5,1	32,5	3,1	3,6	9,2	9,1	-9,3	22,6	51,7	-	14,1
ago.	5,8	4,5	17,6	4,3	18,7	7,1	16,6	9,3	6,3	-5,8	25,0	67,5	-	11,3
set. <sup>(p)</sup>	7,5	7,1	44,1	4,8	13,6	6,7	6,8	10,5	7,4	-6,1	27,3	63,8	-	12,8

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

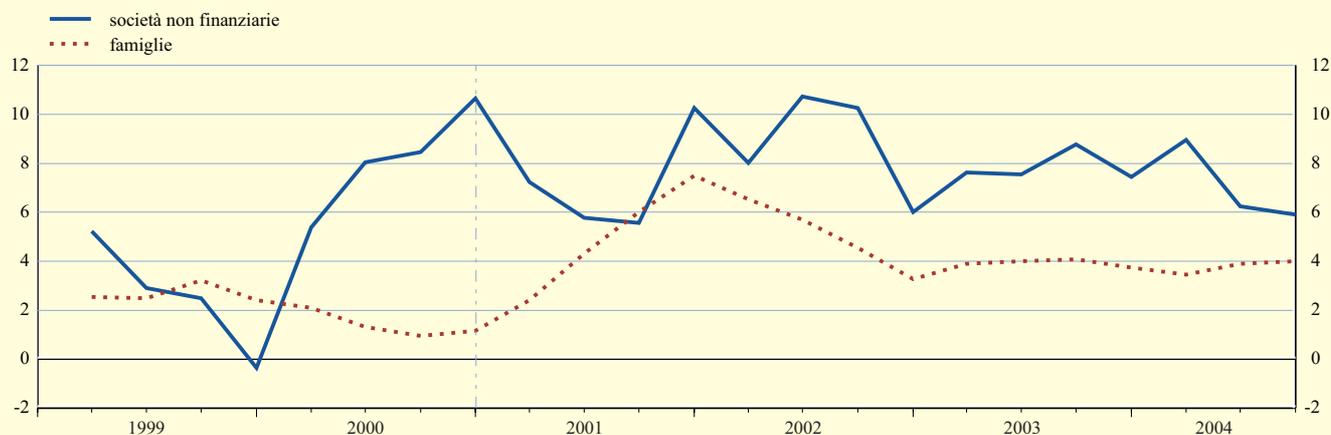
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>2)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	628,0	271,7	69,7	40,5	1,7	26,4	4.014,9	1.335,9	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.	1.052,6	650,6	265,6	68,9	41,0	1,0	25,5	4.055,5	1.367,5	517,0	612,4	1.422,3	85,8	50,4
lug.	1.053,5	642,0	271,0	71,4	41,6	1,0	26,5	4.069,2	1.372,1	517,0	613,3	1.428,3	85,9	52,6
ago.	1.052,9	639,2	271,0	70,7	42,2	1,0	28,8	4.053,7	1.351,0	515,2	615,8	1.431,3	85,8	54,6
set. <sup>(p)</sup>	1.066,5	656,7	269,6	71,0	42,5	1,1	25,6	4.060,5	1.363,2	512,2	614,2	1.431,7	85,5	53,7
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	15,1	-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.	4,5	18,7	-12,7	-1,0	0,0	0,0	-0,5	23,9	15,1	-2,7	1,0	10,9	-0,4	-0,1
lug.	0,3	-8,9	5,1	2,4	0,6	0,0	1,0	13,5	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
ago.	0,9	-2,3	0,9	-0,7	0,6	0,0	2,3	-15,5	-21,0	-1,7	2,2	3,1	-0,1	2,0
set. <sup>(p)</sup>	15,5	18,4	-0,6	0,5	0,4	0,0	-3,2	7,8	12,4	-2,4	-1,5	0,5	-0,3	-0,9
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	-8,8	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.	6,2	10,1	-3,2	14,9	17,1	20,6	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
lug.	6,9	10,6	-2,9	16,7	17,8	21,5	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
ago.	6,3	10,9	-4,9	10,8	18,0	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
set. <sup>(p)</sup>	5,9	9,7	-2,5	10,1	18,7	17,3	-16,1	4,0	7,1	-7,5	4,7	6,4	-3,5	-4,5

### F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

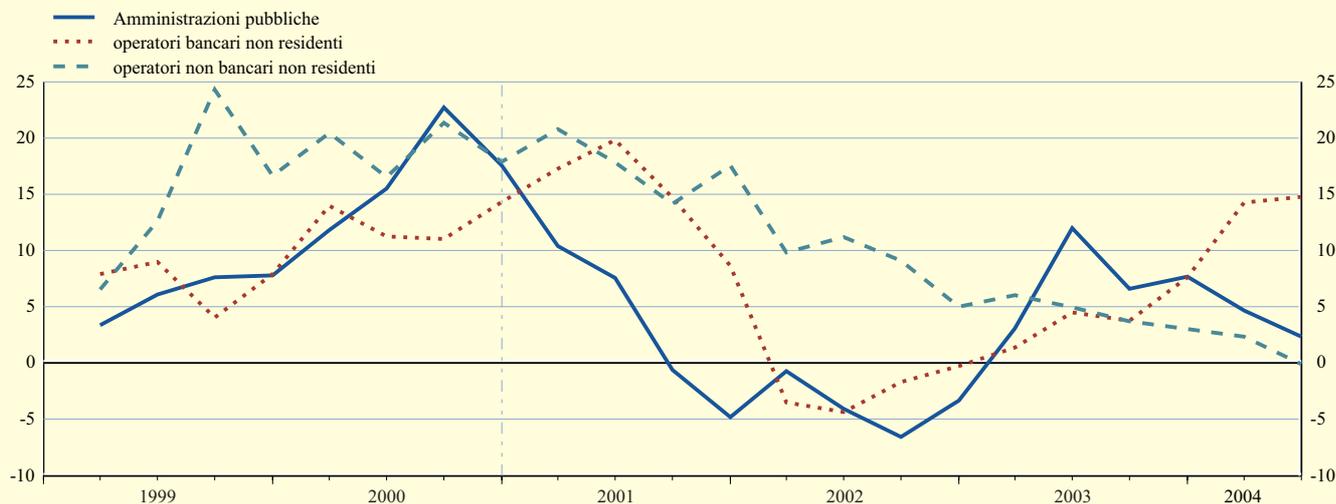
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
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. <sup>(p)</sup>	294,9	156,6	31,6	64,4	41,8	2.471,6	1.785,1	688,1	102,5	585,6
<b>Transazioni</b>										
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	155,3	129,6	25,7	4,8	21,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	21,1	15,4	1,6	2,0	2,2	21,3	37,5	-13,8	1,7	-15,5
<b>Variazioni percentuali</b>										
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. <sup>(p)</sup>	2,4	7,9	-7,7	-0,2	-4,2	10,1	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 <sup>1)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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.	3.855,3	1.298,9	63,2	1.334,2	17,6	426,3	18,1	697,0	1.154,3	294,7	653,6	206,0
lug.	3.900,4	1.313,8	62,9	1.330,4	17,4	429,4	17,3	729,2	1.150,8	294,8	641,6	214,5
ago.	3.918,5	1.318,6	63,3	1.332,1	16,9	429,1	17,0	741,5	1.143,8	291,0	634,5	218,2
set. <sup>(p)</sup>	3.915,7	1.324,9	62,5	1.339,8	15,9	425,5	17,4	729,7	1.126,8	286,8	633,0	207,0
<b>Transazioni</b>												
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	44,7	6,1	24,6	14,0
2004 apr.	41,9	9,7	0,9	8,7	-0,4	4,3	0,4	18,2	29,0	5,6	21,6	1,8
mag.	46,4	11,3	-0,4	28,6	0,1	5,0	-0,7	2,4	6,1	6,7	-2,9	2,4
giu.	3,1	-5,8	1,9	7,5	0,3	4,5	0,4	-5,7	-9,4	-6,1	-10,7	7,3
lug.	41,2	17,9	-0,9	-4,3	-0,2	0,5	-0,9	29,1	-1,3	0,3	-11,0	9,4
ago.	19,6	4,7	1,3	-0,5	-0,5	-0,3	-0,2	15,1	-6,0	-3,6	-6,8	4,4
set. <sup>(p)</sup>	10,3	7,8	1,0	8,9	-0,5	-3,9	0,9	-3,8	-19,1	-4,8	-2,1	-12,1
<b>Variazioni percentuali</b>												
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.	10,3	9,4	7,4	8,6	10,3	10,3	2,5	15,7	6,5	6,3	5,2	11,1
lug.	10,4	9,5	5,1	7,2	6,1	11,3	-6,9	19,1	6,1	5,2	3,9	14,4
ago.	11,2	10,0	12,8	7,6	5,1	10,2	-5,7	21,7	5,0	3,6	2,6	14,6
set. <sup>(p)</sup>	10,4	10,6	12,7	6,6	0,3	7,6	-3,9	20,0	4,2	2,6	3,1	10,0

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

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

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

Fonte: BCE.

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

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
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. <sup>(p)</sup>	4.522,8	90,3	9,7	5,8	0,5	1,5	1,4	6.565,1	97,2	2,8	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. <sup>(p)</sup>	1.785,1	45,2	54,8	36,6	1,8	3,2	10,2	688,1	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 <sup>3)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3.138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 1° trim.	3.458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,7

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
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	-	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	4.296,0	-	-	-	-	-	-	8.138,1	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. <sup>(p)</sup>	1.323,4	49,3	50,7	30,2	5,0	2,6	9,1	642,6	38,3	61,7	42,8	2,4	4,5	8,8

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>2)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
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. <sup>(p)</sup>	1.362,1	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1.796,2	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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
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.	3.353,6	266,5	1.433,9	70,3	1.363,6	1.102,8	262,6	136,7	151,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.365,8	245,1	1.428,5	69,2	1.359,3	1.117,3	277,5	139,7	157,8

### 2. Passività

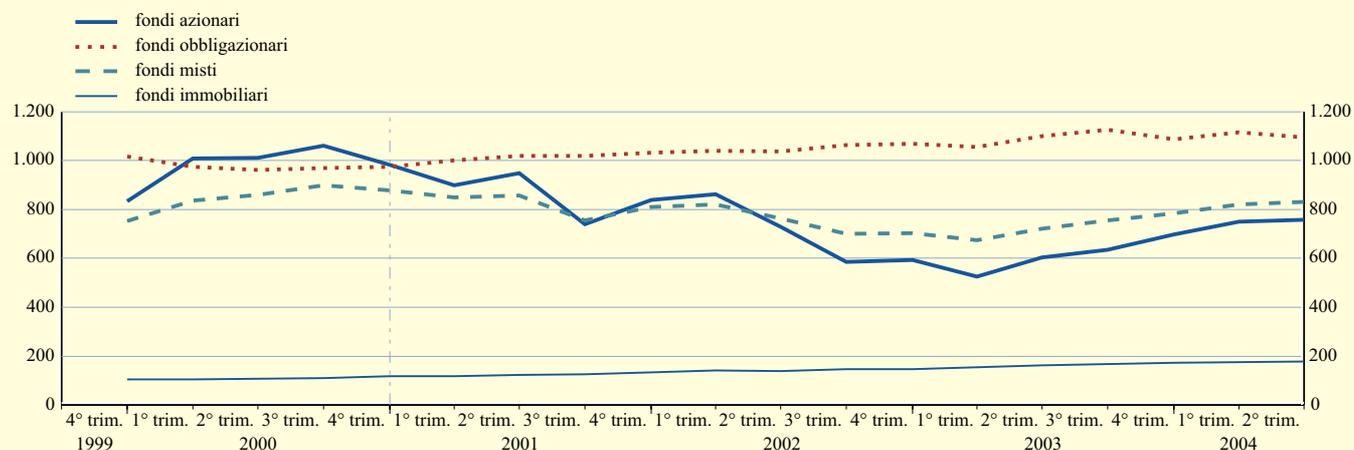
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim.	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.365,8	50,2	3.188,6	127,1

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

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
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.	3.353,6	750,5	1.116,6	821,2	175,9	489,5	2.470,6	883,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	3.365,8	756,5	1.094,5	830,4	179,0	505,4	2.478,8	887,0

## FI2 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

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

**1. Fondi distinti per strategia di investimento**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
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.	750,5	32,8	32,2	3,0	29,2	635,7	23,4	-	26,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	756,5	31,4	31,8	3,3	28,5	642,8	25,2	-	25,3
Fondi obbligazionari									
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.	1.116,6	97,3	918,4	35,3	883,1	32,9	21,4	-	46,6
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.094,5	79,3	909,8	36,3	873,5	33,0	21,9	-	50,5
Fondi misti									
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.	821,2	52,9	333,9	21,2	312,6	287,0	107,2	0,3	39,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	830,4	52,3	340,1	22,3	317,8	279,1	115,0	0,3	43,6
Fondi immobiliari									
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.	175,9	14,7	9,1	0,6	8,5	0,8	7,7	135,6	8,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	179,0	15,0	8,5	0,6	7,9	0,6	7,7	138,6	8,6

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

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
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.	2.470,6	219,3	948,9	878,2	198,8	117,5	107,8
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.478,8	202,3	944,9	890,4	211,3	119,9	109,9
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
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.	883,1	47,2	485,0	224,6	63,8	19,1	43,3
2° trim. <sup>(p)</sup>	887,0	42,7	483,6	226,9	66,2	19,8	47,8

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)

	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 <sup>1)</sup>			
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
Consistenze												
2002 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	5.180,4	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	32,6	0,1	-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	21,7	4,3	8,9	-1,2	6,6	-23,0	5,9	7,7	24,8	
Titoli non azionari												
Azioni <sup>2)</sup>												
Riserve tecniche di assicurazione												
Titoli non azionari			Azioni <sup>2)</sup>					Riserve tecniche di assicurazione				
Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri			
12	13	14	15	16	17	18	19	20	21			
Consistenze												
2002 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)

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale			Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>1)</sup>			
	Totale	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	80,7	871,9	3.660,0	1.164,3	2.495,7	3.850,3	287,3	3.563,1	266,5
2004 1° trim.	16.899,6	8.513,2	7.466,6	956,4	84,7	871,7	3.654,9	1.161,1	2.493,8	3.901,9	281,8	3.620,1	304,1
Transazioni													
2002 4° trim.	165,9	141,6	96,9	14,9	6,0	9,0	58,4	-5,0	63,4	68,3	2,8	65,5	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	9,9	10,4	17,2	-16,3	33,6	73,1	4,5	68,5	-1,3
2004 1° trim.	192,9	45,9	75,1	4,9	4,1	0,8	-14,4	-6,5	-7,9	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	7,4	-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	7,3	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	0,1	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	3,3	7,4	0,4	8,0	22,1
Titoli non azionari emessi da:													
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie			
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2002 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							
	Totale	Azioni <sup>1)</sup>			Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
		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 <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	339,5	1.121,1	-783,9	1,9	0,4	1.736,0	-3,0	396,3	397,7	383,4	313,8	195,4	52,5
1997	350,6	1.137,7	-797,1	10,1	0,0	1.916,0	-0,2	392,4	332,2	449,9	485,0	223,9	32,8
1998	411,4	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.426,7	11,0	419,7	357,1	537,6	844,8	215,3	41,2
1999	448,8	1.290,5	-863,7	21,8	0,2	3.106,4	1,3	554,9	427,0	895,0	936,7	261,2	30,4
2000	485,6	1.389,8	-913,1	25,6	-16,7	2.917,1	1,3	352,4	263,1	848,3	1.191,7	253,0	7,3
2001	459,7	1.441,9	-973,6	-10,5	1,9	2.600,1	-0,5	576,6	433,0	745,5	620,3	250,0	-24,7
2002	391,8	1.428,4	-1.020,6	-17,3	1,4	2.303,5	0,9	648,1	258,7	663,6	478,6	221,8	31,8

	Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1996	410,7	1.190,0	-783,9	4,6	1.664,8	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	468,4	1.477,6	-1.020,6	11,4	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 <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	131,5	567,4	-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	105,1	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	147,9	569,2	496,0	22,8	267,4	194,7
1999	212,2	684,6	-490,9	652,1	24,7	93,6	186,0	331,2	107,8	548,8	756,5	47,5	436,7	255,6
2000	309,7	750,5	-523,1	925,5	74,6	87,4	230,4	514,2	84,4	560,7	1.150,7	60,9	597,7	483,7
2001	218,8	774,4	-555,2	637,1	100,9	44,6	164,5	242,5	88,3	584,1	767,6	99,7	352,7	303,7
2002	172,8	758,4	-579,7	523,5	39,1	-57,8	189,8	258,6	115,6	635,2	580,7	21,2	343,1	201,2

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

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	167,8	383,3	-216,6	439,0	146,2	24,8	90,9	190,8	445,5	645,9	161,3	160,0	3.792,7	17,0
1997	165,0	375,8	-211,5	427,8	70,4	-19,8	192,1	217,7	424,4	615,5	168,4	167,0	3.818,2	16,1
1998	176,6	387,8	-216,2	446,8	96,4	-119,2	286,6	210,5	408,1	593,4	215,2	213,9	3.924,5	15,1
1999	188,6	416,5	-231,3	473,3	118,7	-28,5	195,7	246,8	394,8	579,9	267,1	265,6	4.085,9	14,2
2000	194,2	439,4	-240,8	426,5	65,4	34,5	121,4	247,5	396,6	597,0	224,0	222,3	4.279,5	14,0
2001	182,2	450,9	-262,9	416,1	174,6	82,2	58,7	230,1	428,0	654,4	170,3	168,4	4.580,9	14,3
2002	166,4	456,4	-279,5	488,5	223,8	77,8	-1,4	212,2	443,4	686,7	211,6	209,4	4.726,4	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.



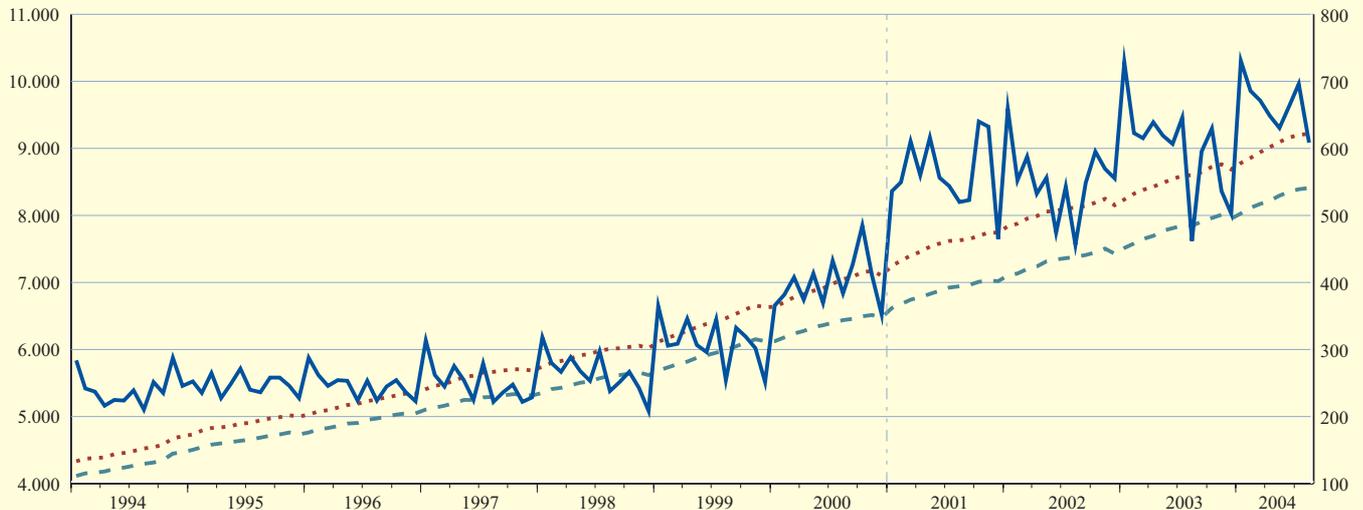
## MERCATI FINANZIARI

**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 <sup>1)</sup>				Residenti nell'area dell'euro							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2003 ago.	9.011,9	470,3	465,5	4,8	8.601,3	461,6	463,8	-2,2	91,3	93,9	92,6	3,8
set.	9.102,0	615,6	524,5	91,1	8.646,1	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
ott.	9.159,6	635,5	578,8	56,7	8.720,0	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
nov.	9.227,1	556,0	491,2	64,8	8.758,2	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
dic.	9.191,9	520,5	551,9	-31,5	8.683,9	502,5	555,6	-53,0	91,6	93,7	94,6	-54,4
2004 gen.	9.263,9	738,2	664,1	74,1	8.776,3	730,5	643,5	87,0	91,5	94,2	94,7	78,6
feb.	9.340,9	698,9	622,2	76,8	8.853,5	686,0	605,1	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
mar.	9.457,6	716,8	599,6	117,1	8.947,3	671,8	587,7	84,1	91,3	92,7	95,3	63,3
apr.	9.483,7	648,6	624,3	24,2	9.015,0	648,5	586,9	61,6	91,2	93,2	95,0	47,0
mag.	9.583,3	648,9	549,5	99,4	9.097,7	630,7	543,5	87,3	91,2	93,9	94,9	76,5
giu.	9.688,2	709,2	603,2	106,0	9.161,2	662,7	599,2	63,5	91,2	94,3	94,7	57,2
lug.	.	.	.	.	9.204,5	695,9	653,1	42,8	91,1	93,9	94,6	36,2
ago.	.	.	.	.	9.221,4	608,2	588,5	19,6	91,2	94,7	94,8	18,1
A lungo termine												
2003 ago.	8.154,8	86,4	75,8	10,7	7.734,4	79,0	69,9	9,1	91,2	88,0	90,4	6,4
set.	8.231,3	179,8	102,5	77,3	7.786,3	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
ott.	8.286,2	179,2	125,5	53,7	7.839,0	168,3	120,4	47,8	91,3	91,7	94,0	41,1
nov.	8.337,6	143,4	93,3	50,1	7.875,3	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
dic.	8.332,4	119,3	119,5	-0,2	7.851,9	112,1	113,6	-1,5	91,6	90,4	93,0	-4,4
2004 gen.	8.391,1	195,5	136,4	59,2	7.900,6	178,1	137,9	40,3	91,6	92,8	90,9	40,1
feb.	8.477,4	193,9	108,6	85,3	7.984,3	183,1	98,3	84,9	91,7	92,2	87,9	82,5
mar.	8.547,6	213,1	142,0	71,1	8.058,2	189,1	123,7	65,4	91,4	86,7	93,7	48,1
apr.	8.589,0	163,4	123,8	39,6	8.109,0	155,4	110,2	45,3	91,3	88,5	94,6	33,3
mag.	8.690,7	174,4	72,1	102,4	8.193,3	156,5	67,7	88,8	91,3	89,3	90,8	78,2
giu.	8.773,5	202,7	122,0	80,8	8.262,3	179,8	114,4	65,4	91,3	92,9	92,4	61,4
lug.	.	.	.	.	8.299,4	174,4	138,3	36,1	91,2	91,3	93,7	29,7
ago.	.	.	.	.	8.319,0	79,6	58,4	21,2	91,2	86,7	91,5	15,6

**FI3 Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro**  
 (miliardi di euro)

- emissioni lorde totali (scala di destra)
- ... consistenze totali (scala di sinistra)
- - - consistenze in euro (scala di sinistra)



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)

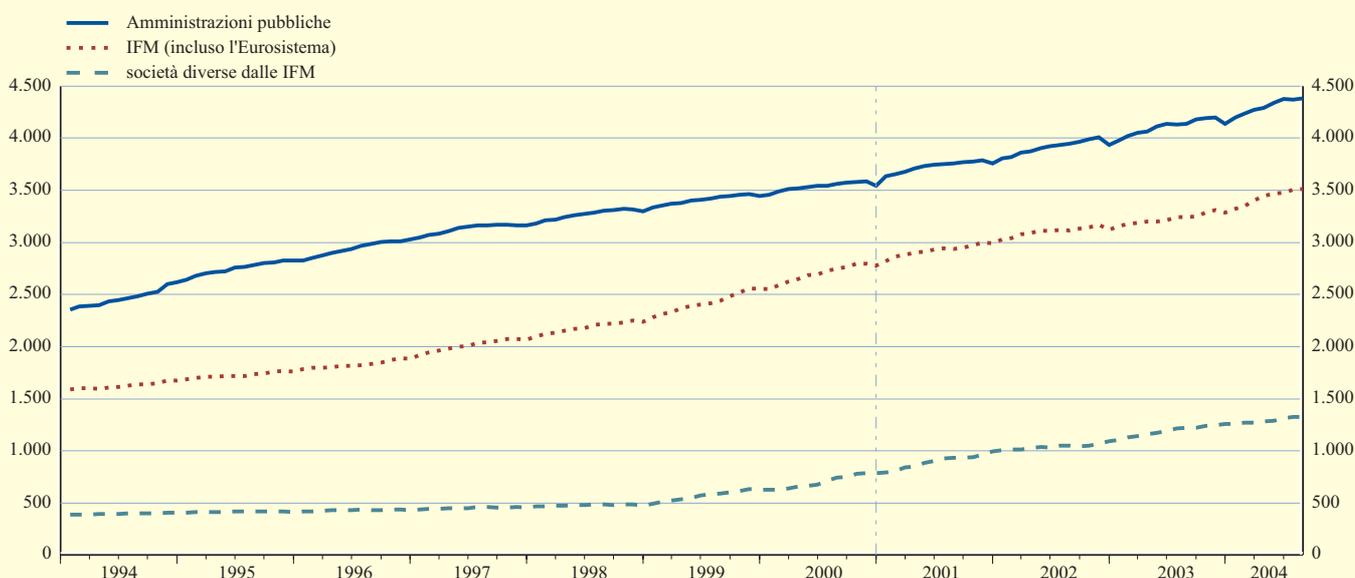
### 1. Consistenze

(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 ago.	8.601,3	3.241,0	641,9	579,0	3.935,2	204,3	91,3	85,6	85,2	87,6	97,2	95,4
set.	8.646,1	3.247,0	650,1	570,4	3.969,5	209,0	91,4	85,5	86,2	87,8	97,4	95,5
ott.	8.720,0	3.288,7	661,4	576,0	3.981,3	212,6	91,3	85,3	86,6	87,6	97,4	95,5
nov.	8.758,2	3.310,8	669,2	577,2	3.983,9	217,1	91,5	85,5	86,9	87,9	97,5	95,6
dic.	8.683,9	3.287,5	683,7	575,8	3.918,8	218,1	91,6	85,5	87,8	88,0	97,7	95,4
2004 gen.	8.776,3	3.319,6	684,9	575,1	3.975,0	221,8	91,5	85,4	87,7	87,6	97,6	95,5
feb.	8.853,5	3.347,2	693,6	578,4	4.006,5	227,9	91,6	85,6	88,0	87,6	97,6	95,6
mar.	8.947,3	3.403,0	695,9	575,9	4.041,7	230,8	91,3	85,2	87,9	87,4	97,4	95,5
apr.	9.015,0	3.443,0	702,1	578,1	4.059,8	232,0	91,2	84,9	87,9	87,3	97,4	95,4
mag.	9.097,7	3.469,4	701,8	586,4	4.106,5	233,6	91,2	84,8	88,2	87,3	97,5	95,6
giu.	9.161,2	3.477,0	721,3	589,4	4.135,3	238,1	91,2	84,7	88,7	87,1	97,4	95,5
lug.	9.204,5	3.507,9	731,5	596,8	4.131,3	237,0	91,1	84,6	88,7	86,8	97,5	95,5
ago.	9.221,4	3.515,2	733,1	592,7	4.142,1	238,3	91,2	84,6	88,9	86,9	97,5	95,5
A lungo termine												
2003 ago.	7.734,4	2.878,9	633,1	477,2	3.544,8	200,4	91,2	85,9	85,0	86,1	97,1	95,5
set.	7.786,3	2.890,3	641,9	472,5	3.576,1	205,5	91,4	85,9	86,1	86,4	97,2	95,7
ott.	7.839,0	2.922,8	653,3	475,9	3.577,8	209,2	91,3	85,7	86,4	86,2	97,3	95,6
nov.	7.875,3	2.937,3	660,8	479,7	3.583,8	213,7	91,5	85,8	86,8	86,6	97,4	95,8
dic.	7.851,9	2.927,4	674,7	483,4	3.551,9	214,6	91,6	86,0	87,6	86,9	97,5	95,5
2004 gen.	7.900,6	2.941,8	676,2	478,7	3.586,3	217,7	91,6	85,9	87,5	86,3	97,5	95,6
feb.	7.984,3	2.977,2	685,4	481,5	3.616,7	223,5	91,7	86,0	87,9	86,3	97,5	95,7
mar.	8.058,2	3.028,9	688,0	475,4	3.639,0	226,8	91,4	85,7	87,7	85,8	97,3	95,7
apr.	8.109,0	3.059,4	693,8	471,0	3.657,3	227,5	91,3	85,4	87,8	85,5	97,3	95,6
mag.	8.193,3	3.091,4	693,6	478,2	3.701,2	228,8	91,3	85,2	88,1	85,6	97,4	95,7
giu.	8.262,3	3.098,9	713,1	483,3	3.733,8	233,2	91,3	85,2	88,5	85,4	97,3	95,8
lug.	8.299,4	3.122,9	723,2	491,7	3.729,9	231,8	91,2	85,0	88,7	85,1	97,4	95,8
ago.	8.319,0	3.132,7	724,2	488,9	3.740,1	233,1	91,2	84,9	88,8	85,1	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.

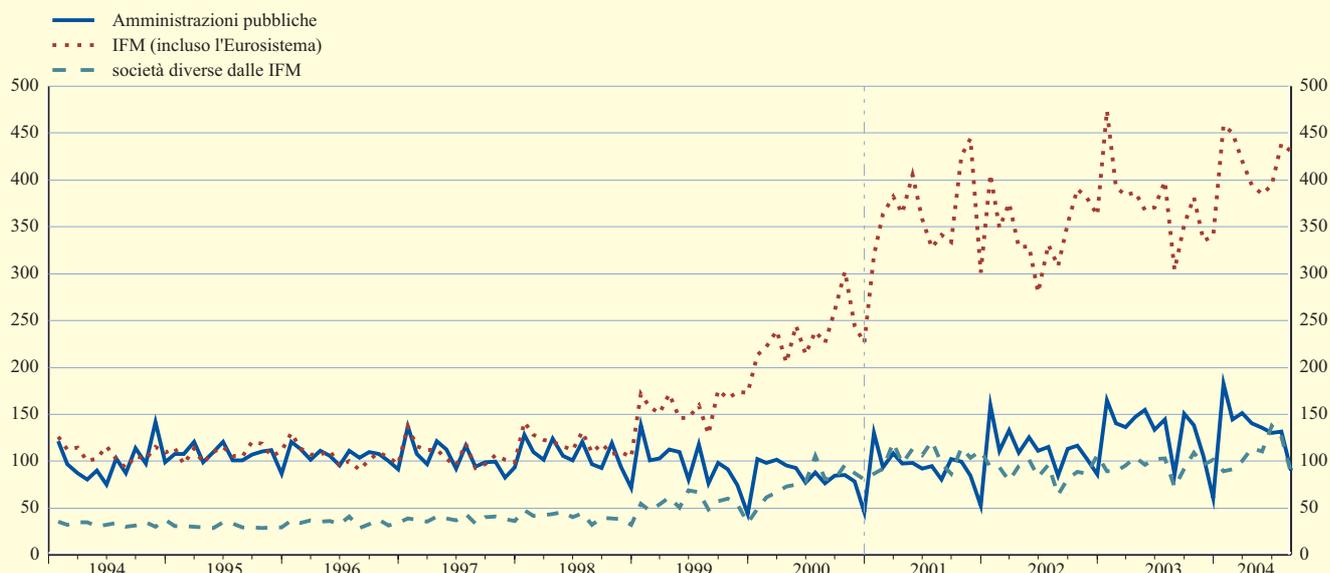
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per scadenza originaria e per settore emittente**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

**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 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.	502,5	340,1	28,2	73,2	55,5	5,6	93,7	92,6	97,1	94,6	99,3	79,8
2004 gen.	730,5	458,5	8,5	80,8	173,6	9,2	94,2	92,9	90,8	95,8	97,1	97,4
feb.	686,0	449,9	18,3	73,2	136,1	8,5	94,6	93,3	95,8	96,1	97,5	97,8
mar.	671,8	420,1	10,9	89,5	143,2	8,0	92,7	90,9	89,5	97,1	95,5	94,1
apr.	648,5	394,3	19,9	94,0	134,9	5,3	93,2	90,8	92,9	96,8	97,6	97,2
mag.	630,7	384,5	9,9	100,7	130,5	5,2	93,9	91,8	89,3	97,1	98,0	97,9
giu.	662,7	394,2	33,5	104,4	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,7	97,6	94,5
lug.	695,9	438,6	24,4	101,6	127,5	3,8	93,9	92,6	92,2	94,9	98,0	92,1
ago.	608,2	430,6	10,7	77,0	85,8	4,0	94,7	93,7	87,5	97,2	97,9	98,4
A lungo termine												
2003 ago.	79,0	44,8	6,1	3,5	23,0	1,6	88,0	82,4	88,4	98,6	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.	112,1	63,0	24,9	9,6	11,4	3,2	90,4	88,5	97,6	81,5	98,6	68,1
2004 gen.	178,1	72,4	5,0	7,4	86,9	6,3	92,8	87,4	88,7	80,7	98,2	99,4
feb.	183,1	85,7	15,0	6,2	70,2	6,0	92,2	86,5	96,0	88,5	98,2	99,0
mar.	189,1	98,5	8,1	5,0	72,0	5,6	86,7	79,5	88,2	92,3	95,4	95,7
apr.	155,4	69,3	15,9	4,8	63,0	2,5	88,5	79,3	93,8	78,3	97,5	100,0
mag.	156,5	68,1	6,7	9,4	69,7	2,7	89,3	79,9	86,4	85,3	98,8	99,6
giu.	179,8	66,7	29,8	14,4	63,5	5,5	92,9	88,2	98,0	82,0	97,4	99,1
lug.	174,4	71,4	20,8	17,9	62,9	1,4	91,3	85,9	93,2	85,4	98,3	100,0
ago.	79,6	40,5	6,9	2,2	28,5	1,5	86,7	79,3	83,5	79,4	98,0	95,8

**F15 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente**

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



Fonte: BCE.

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

	Totale									A breve termine				
	Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM			Amministrazioni pubbliche			Totale		IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM	
	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	Tutte le valute													
2003 ago.	6,8	112,5	4,7	19,5	28,1	11,2	5,1	4,4	21,0	12,2	126,3	8,0	11,9	18,3
set.	7,0	113,3	4,6	18,7	28,6	9,1	5,7	4,9	23,3	9,4	125,3	4,1	6,7	16,7
ott.	7,2	114,2	5,5	19,5	29,1	10,2	5,4	4,6	21,4	10,3	128,3	3,6	7,2	13,7
nov.	7,0	114,8	5,3	19,0	27,8	10,1	5,2	4,4	23,0	7,3	128,3	-0,1	3,1	9,7
dic.	7,4	114,1	6,2	17,3	23,6	10,6	5,5	4,7	22,2	6,9	120,8	2,2	3,3	20,5
2004 gen.	7,1	115,3	5,9	15,4	23,2	7,4	5,7	4,9	21,8	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,6
feb.	7,0	116,3	6,2	14,2	21,7	6,4	5,6	4,9	21,0	1,4	127,0	-4,1	-5,3	-8,0
mar.	7,2	117,4	7,4	12,1	19,8	3,9	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,0
apr.	7,2	118,3	7,9	10,6	17,8	3,1	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,3	-5,9
mag.	7,2	119,4	8,3	9,9	16,7	2,7	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,3	-5,8
giu.	7,4	120,2	8,4	10,4	17,0	3,2	5,8	5,2	17,4	2,8	131,6	1,3	3,7	-7,1
lug.	7,4	120,8	8,4	10,0	15,1	4,3	5,7	5,2	16,0	3,6	132,6	4,0	2,7	-6,9
ago.	7,6	121,1	8,9	9,6	15,2	3,4	6,0	5,5	16,9	4,8	132,4	7,3	1,9	0,6
	Euro													
2003 ago.	6,5	112,0	3,7	22,9	34,5	12,5	4,9	4,2	19,5	14,8	130,5	13,5	11,1	18,4
set.	6,7	112,8	3,3	22,2	35,3	10,2	5,5	4,8	21,8	11,5	128,7	8,5	5,9	16,7
ott.	7,0	113,6	4,2	23,2	36,3	11,0	5,3	4,6	20,8	12,5	131,5	7,7	6,8	14,1
nov.	6,8	114,3	4,2	22,2	34,2	10,9	5,1	4,3	22,3	9,3	132,2	3,1	2,3	9,4
dic.	7,1	113,5	5,0	19,7	27,7	11,4	5,5	4,7	21,2	8,8	124,0	5,6	2,9	18,9
2004 gen.	6,9	114,6	4,9	17,4	27,2	7,5	5,7	5,0	21,1	5,9	130,3	-0,5	-0,9	16,3
feb.	7,0	115,7	5,4	16,4	26,2	6,4	5,8	5,1	20,4	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,5
mar.	6,9	116,6	6,4	13,7	23,9	3,3	5,6	4,9	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,0
apr.	6,8	117,3	6,6	12,1	21,5	2,4	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	1,2	-8,2
mag.	6,7	118,4	6,8	11,4	20,5	2,1	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	0,0	-6,6
giu.	7,0	119,2	6,9	11,7	20,8	2,1	5,8	5,3	17,1	2,3	133,4	-0,1	4,0	-7,2
lug.	7,0	119,7	6,9	11,4	19,2	3,0	5,9	5,3	15,9	2,7	134,4	1,7	2,4	-9,3
ago.	7,1	120,0	7,2	11,0	19,2	2,1	6,1	5,6	16,9	3,3	134,8	3,9	2,3	-2,0

### Fl16 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)



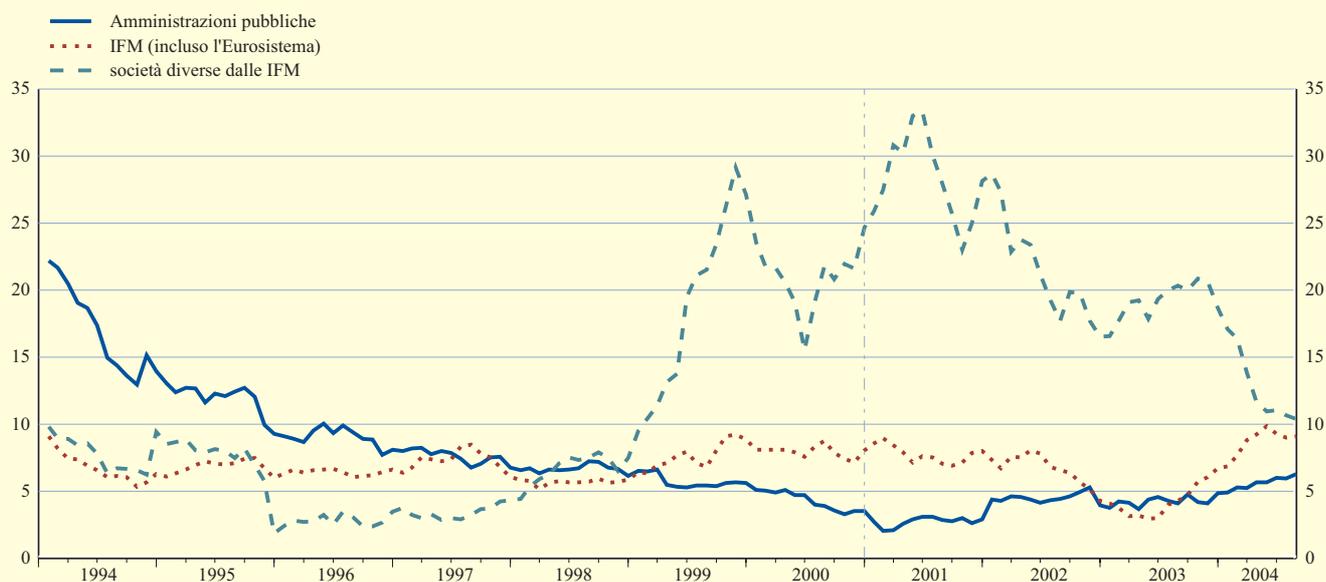
Fonte: BCE.

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<sup>1)</sup>**  
(variazioni percentuali)

A breve termine				A lungo termine									
Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale		IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche				
Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	Totale	Indice (dic. 01 = 100)		Totale	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	
Tutte le valute													
11,3	16,5	16,7	2,5	6,2	111,1	4,3	20,3	28,3	11,2	4,1	3,2	21,4	2003 ago.
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	20,0	28,8	9,8	4,7	3,8	23,4	set.
6,7	18,1	18,3	-2,9	6,9	112,8	5,7	20,8	29,3	10,9	4,2	3,3	21,9	ott.
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,5	6,0	20,7	28,1	11,8	4,1	3,2	23,5	nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,5	6,7	18,7	23,6	12,4	4,8	3,9	22,8	dic.
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	17,1	23,2	9,4	4,9	4,0	21,6	2004 gen.
-5,1	9,4	9,2	21,1	7,7	115,3	7,7	16,4	22,2	9,0	5,3	4,4	21,0	feb.
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,7	116,2	8,8	13,9	20,3	5,7	5,2	4,4	20,8	mar.
2,0	5,4	5,2	22,5	7,8	116,9	9,2	11,7	18,1	3,3	5,7	5,0	18,6	apr.
0,8	4,2	4,1	18,1	7,9	118,2	9,8	10,9	17,0	3,2	5,6	5,0	17,6	mag.
4,7	4,0	3,8	24,1	7,9	119,1	9,3	11,0	17,3	2,9	6,0	5,4	17,2	giu.
3,5	3,6	3,4	19,0	7,8	119,6	9,0	10,7	15,4	4,4	6,0	5,4	15,9	lug.
2,0	3,4	3,0	37,0	7,9	119,9	9,1	10,4	15,4	3,7	6,3	5,7	16,5	ago.
Euro													
10,5	16,8	17,0	1,1	5,7	110,2	2,5	24,4	34,8	12,9	3,7	3,0	19,9	2003 ago.
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	24,2	35,7	11,4	4,5	3,7	21,9	set.
6,2	18,1	18,3	-5,1	6,4	111,9	3,8	25,2	36,7	12,2	4,0	3,2	21,2	ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,5	112,5	4,3	24,7	34,6	13,2	4,0	3,1	22,9	nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,5	5,0	21,5	27,8	13,7	4,7	3,9	21,7	dic.
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,6	27,3	10,0	4,9	4,1	20,8	2004 gen.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,4	6,5	19,1	26,8	9,4	5,4	4,6	20,3	feb.
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,4	115,1	7,5	16,0	24,7	5,1	5,3	4,5	20,0	mar.
2,0	5,2	5,0	18,4	7,4	115,7	7,8	13,4	22,0	2,5	5,6	5,0	18,2	apr.
0,6	4,1	4,0	20,8	7,5	116,9	8,1	12,8	20,9	2,5	5,7	5,0	17,4	mag.
5,0	3,7	3,6	19,8	7,5	117,8	7,8	12,5	21,3	1,4	6,1	5,4	17,1	giu.
3,4	3,5	3,4	14,6	7,5	118,3	7,5	12,4	19,6	3,0	6,1	5,6	16,0	lug.
2,7	3,1	2,9	33,1	7,6	118,6	7,6	11,9	19,5	1,9	6,4	5,9	16,6	ago.

**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 <sup>1)</sup>

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

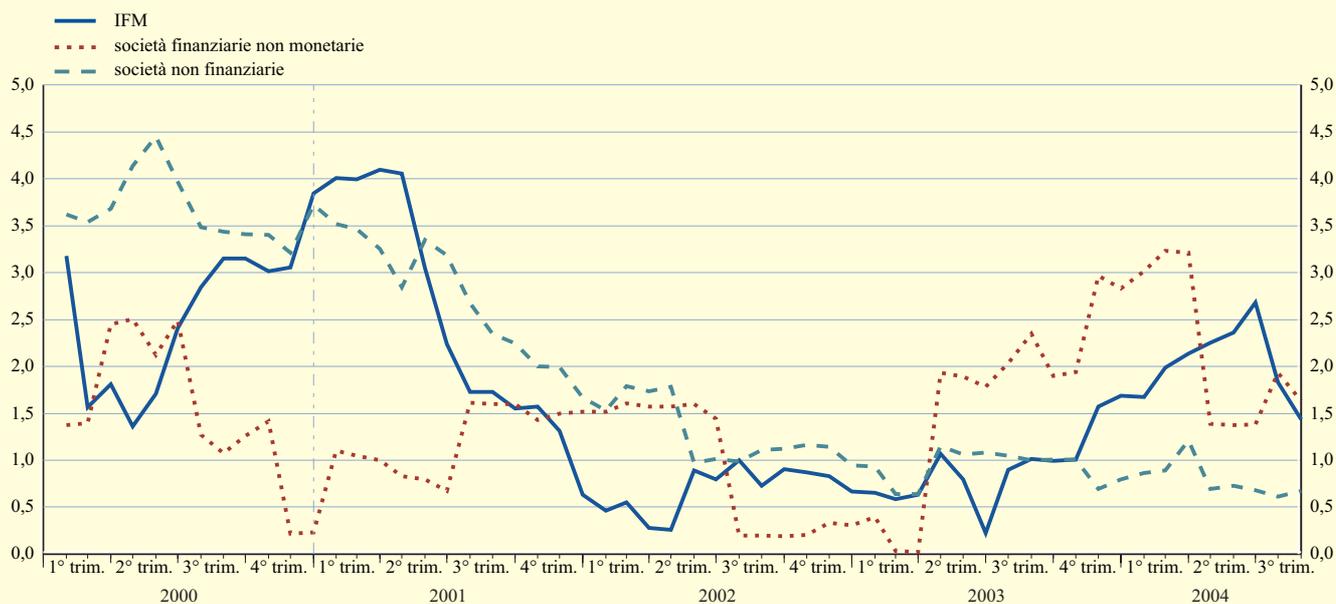
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 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	1,0
ago.	3.413,3	101,7	1,1	506,5	1,0	325,5	2,3	2.581,3	1,0
set.	3.276,6	101,7	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.	3.790,0	102,6	1,1	582,5	2,7	362,0	1,4	2.845,6	0,7
lug.	3.679,7	102,6	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,4	0,6
ago.	3.673,7	102,6	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.758,1	0,7

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

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

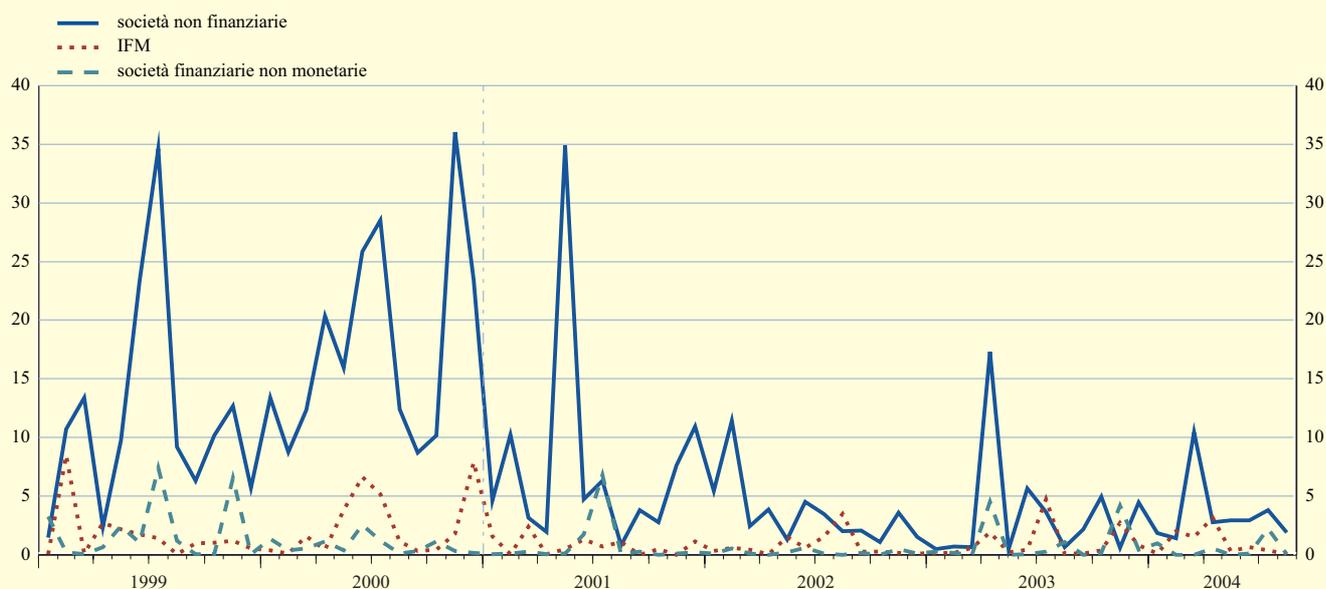
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie non monetarie			Società non finanziarie		
	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002 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.	3,7	2,1	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,1	0,0	0,1	2,9	0,4	2,5
lug.	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
ago.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2

#### FI9 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

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

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

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie						Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita					
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2003 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	2,22	2,53	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99		
ago.	0,71	1,91	2,19	2,66	2,00	2,53	0,87	1,99	2,36	3,99	1,98		

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	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) <sup>3)</sup>	Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	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 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	4,30	5,02	4,92	4,49	4,05	5,12	5,16
feb.	9,81	7,43	6,91	8,44	8,16	3,55	4,23	4,97	4,84	4,35	4,10	5,07	5,05
mar.	9,71	7,34	6,80	8,28	8,01	3,47	4,13	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	4,05	4,78	4,68	4,27	3,86	4,89	4,92
mag.	9,68	7,30	6,69	8,17	7,92	3,40	4,04	4,75	4,61	4,21	4,11	4,81	4,93
giu.	9,56	7,11	6,66	8,34	7,94	3,42	4,12	4,81	4,69	4,21	3,93	4,94	5,01
lug.	9,57	7,19	6,86	8,47	8,08	3,47	4,16	4,81	4,69	4,22	4,03	4,92	5,02
ago.	9,62	7,67	6,89	8,54	8,26	3,50	4,19	4,86	4,65	4,34	3,91	5,07	5,02

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		1	2	3	4	5	6
2003 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	4,57	4,57	2,94	3,30	4,24
giu.	5,46	3,96	4,76	4,71	3,02	3,26	4,08
lug.	5,36	4,02	4,86	4,65	3,02	3,28	4,25
ago.	5,36	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30

Fonte: BCE.

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

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

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

#### 4. Tassi d'interesse sui depositi (consistenze)

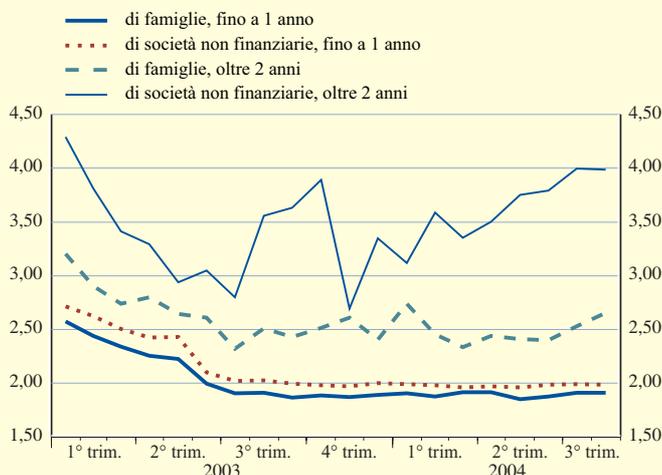
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	4,28	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	4,17	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	0,86	2,10	4,10	1,96
ago.	0,71	1,89	3,22	2,00	2,53	0,87	2,13	4,02	1,97

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

	Prestiti alle famiglie						Prestiti a società non finanziarie		
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	4,66
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	7,94	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
ago.	4,88	4,58	4,91	7,94	6,95	5,77	4,46	3,85	4,48

#### F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

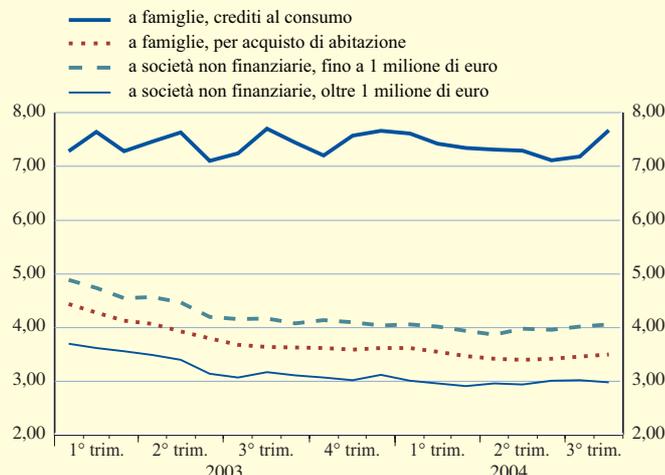
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



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)



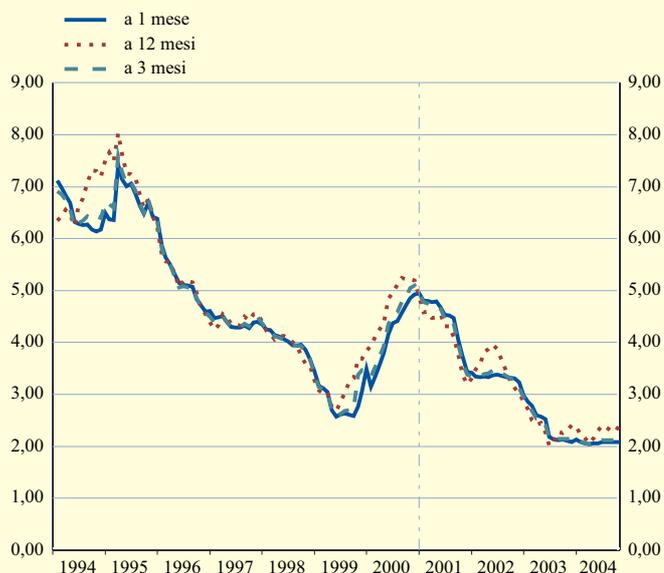
#### 4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2001	4,39	4,33	4,26	4,15	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 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
ott.	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05

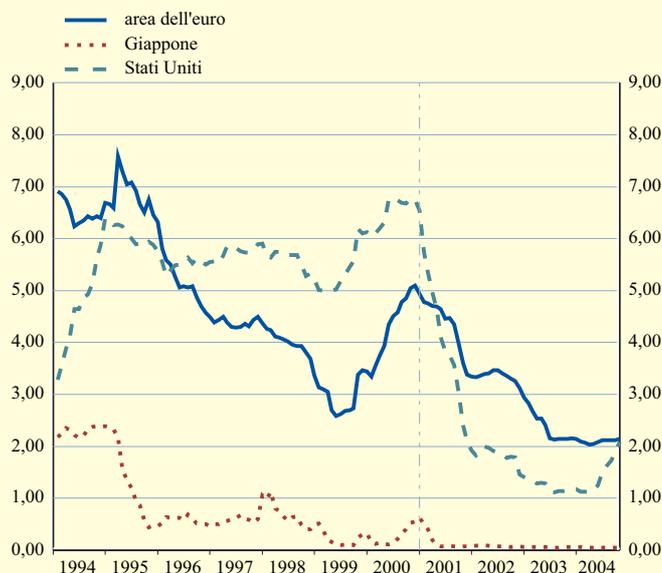
#### F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

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



#### F23 Tassi d'interesse del mercato monetario a 3 mesi

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



Fonte: BCE.

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

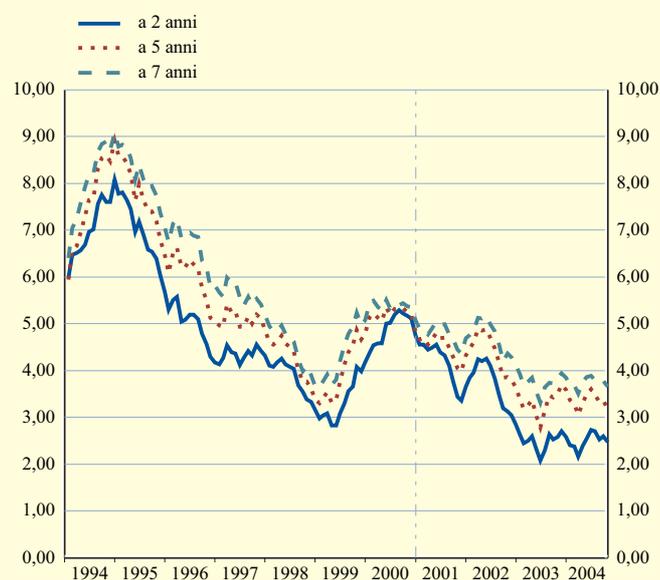
#### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
2001	4,11	4,23	4,49	4,79	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 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
ott.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49

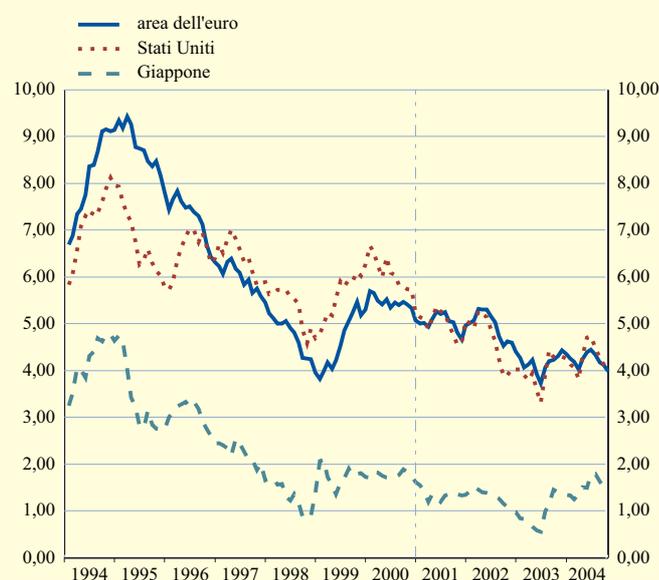
#### F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

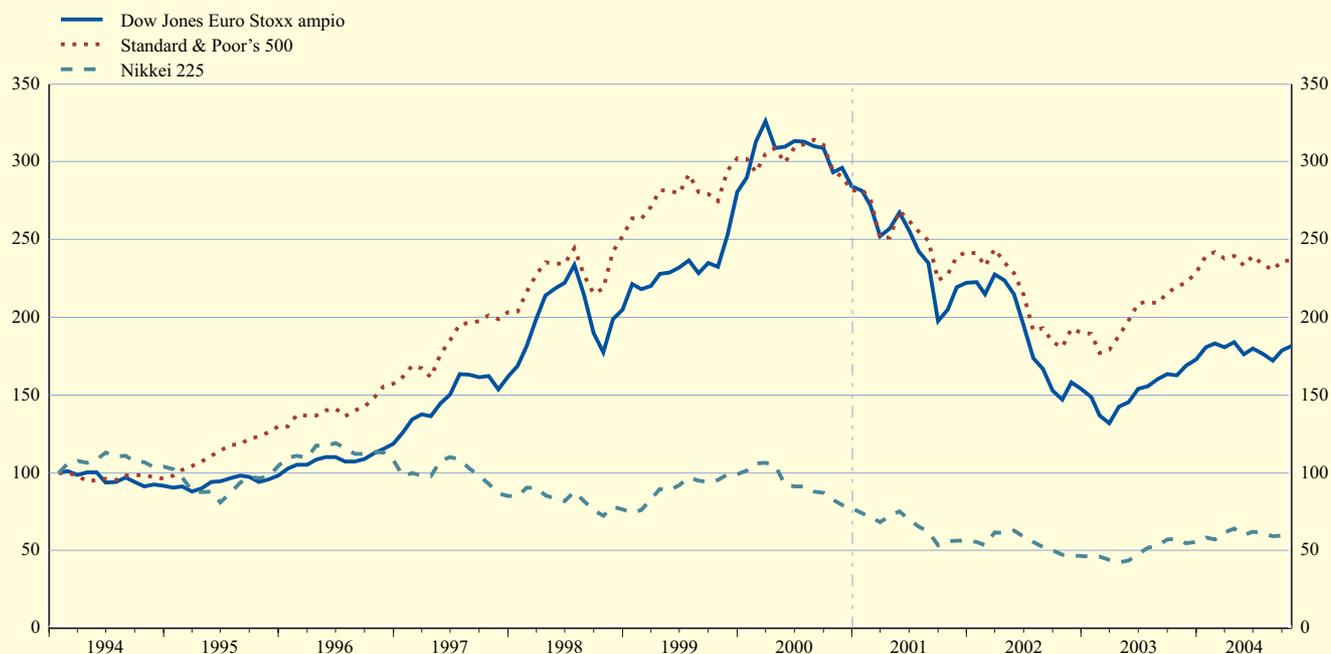
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale											
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	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	284,5	263,7	341,4	321,6	310,0	530,6	309,6	541,2	540,2	1.193,8	12.114,5
2002	260,0	3.052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10.119,3
2003	213,3	2.422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9.312,9
2003 3° trim.	221,7	2.511,5	225,1	152,1	199,7	265,8	209,9	224,9	285,9	216,0	347,4	304,6	1.000,3	10.063,2
4° trim.	233,0	2.614,3	233,7	160,2	211,2	266,7	221,9	240,2	317,5	219,7	360,6	320,2	1.057,1	10.423,3
2004 1° trim.	251,6	2.846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1.132,7	10.996,9
2° trim.	249,8	2.794,7	244,7	164,7	226,3	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	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1.104,4	11.152,3
2003 ott.	225,5	2.523,3	222,0	157,4	206,5	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	163,1	212,9	262,0	223,0	241,5	325,4	217,0	358,7	319,3	1.050,3	10.205,4
dic.	239,6	2.702,2	242,0	160,4	214,5	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	165,6	221,7	277,2	242,0	257,5	349,2	239,6	405,1	350,3	1.131,9	10.876,4
feb.	253,9	2.874,8	244,7	168,4	224,1	275,6	243,7	260,1	359,0	252,1	412,3	370,0	1.143,5	10.618,6
mar.	250,5	2.829,0	240,3	166,7	220,9	286,3	236,1	254,1	351,4	254,5	399,3	379,3	1.124,0	11.441,1
apr.	255,0	2.860,9	247,6	168,3	227,8	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	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1.103,6	11.141,0
giu.	249,8	2.792,2	246,1	164,9	227,9	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	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1.106,7	11.390,8
ago.	238,9	2.646,9	243,7	155,7	212,5	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	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1.117,5	11.076,8
ott.	252,1	2.794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1.118,1	11.028,9

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

# PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>1)</sup>

	Totale				Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	58,7	41,3	100,0	11,8	7,7	31,0	8,1	41,3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	106,0	2,1	2,5	1,5	-	-	-	-	-	-
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2003 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
3° trim.	115,9	2,2	2,0	2,7	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
2004 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.	116,1	2,1	1,8	2,6	0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,2
ott. <sup>3)</sup>	.	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale <sup>2)</sup>	19,5	11,8	7,7	39,1	31,0	8,1	10,4	6,4	6,4	2,9	15,0	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	1,4	1,2	1,8	3,0	0,5	13,0	1,5	1,3	2,5	-7,1	2,4	2,5
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2003 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
3° trim.	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,9	-2,6	2,5	5,3
2004 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
set.	1,4	3,4	-1,5	2,0	0,9	6,4	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,5	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, alla Spagna e all'Italia (e, ove disponibili, ad altri Stati membri), nonché su informazioni preliminari riguardo ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi internazionali delle materie prime <sup>1)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>2)</sup> (euro per barile)		
	Industria escluse le costruzioni									Costruzioni <sup>3)</sup>			Industria manifatturiera	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici					
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli				Totale al netto dell'energia		
in perc. del totale <sup>4)</sup>	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	2,4	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	2,1	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	2,0	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	1,6	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	1,8	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	3,6	2,4	2,5	28,8	20,9	29,3
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	26,9	11,9	33,3
2004 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	1,7	4,4	-	2,8	27,8	21,9	29,3
lug.	106,0	2,9	2,2	4,2	0,8	1,5	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	5,3	-	3,5	25,5	11,0	34,1
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	30,5	6,9	35,0
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	35,1	3,7	39,4

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

	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2000	100,0	3,1	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	3,1	2,9	3,3	2,7	2,4
2003 2° trim.	110,2	3,3	3,1	3,7	3,5	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	2,7	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.	112,6	2,1	2,2	1,9	2,3	2,0	2,1	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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>								
2000	100,0	1,4	0,9	-0,3	1,7	0,3	3,8	1,7
2001	102,6	2,6	2,3	2,7	3,8	0,8	3,3	2,7
2002	104,8	2,2	-0,2	0,9	2,7	1,9	3,7	2,5
2003	107,0	2,0	3,7	1,3	3,8	1,7	2,0	2,5
2003 2° trim.	107,1	2,5	5,6	2,6	3,8	2,2	2,4	2,5
3° trim.	107,3	2,3	5,5	1,9	4,1	1,3	1,2	3,4
4° trim.	107,2	1,6	3,1	0,3	3,7	2,0	1,9	1,7
2004 1° trim.	107,2	1,0	-4,4	0,8	2,6	0,3	1,5	1,6
2° trim.	107,4	0,3	-5,9	-2,4	0,8	-0,6	1,1	2,1
Redditi per occupato								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,7	2,4	2,8
2001	102,8	2,8	1,8	2,6	3,0	2,7	2,4	3,0
2002	105,4	2,5	2,7	2,5	2,8	2,6	2,0	2,8
2003	107,9	2,4	2,2	3,3	3,5	1,9	1,8	2,4
2003 2° trim.	107,7	2,5	3,9	3,4	4,1	2,4	2,3	1,9
3° trim.	108,3	2,5	1,8	3,3	3,8	1,4	1,5	3,2
4° trim.	108,6	2,1	1,7	3,2	3,4	1,4	1,7	2,1
2004 1° trim.	109,3	2,1	-2,1	4,2	3,0	0,7	1,3	2,3
2° trim.	110,0	2,1	-1,8	3,2	1,7	0,5	1,3	3,3
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2000	100,0	1,3	1,1	3,7	0,9	1,4	-1,3	1,1
2001	100,2	0,2	-0,5	-0,1	-0,8	1,9	-0,9	0,2
2002	100,5	0,3	2,9	1,6	0,1	0,7	-1,6	0,3
2003	100,9	0,4	-1,5	2,0	-0,3	0,1	-0,1	-0,1
2003 2° trim.	100,5	0,1	-1,6	0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,6
3° trim.	100,9	0,2	-3,6	1,4	-0,3	0,1	0,3	-0,1
4° trim.	101,3	0,5	-1,3	2,8	-0,3	-0,5	-0,3	0,4
2004 1° trim.	102,0	1,2	2,3	3,4	0,4	0,5	-0,2	0,7
2° trim.	102,4	1,9	4,3	5,7	0,9	1,1	0,2	1,2

**5. Deflatori del PIL**

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

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

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

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

## 5.2 Produzione e domanda

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale <sup>2)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>1)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>2)</sup>	Importazioni <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2000	6.579,9	6.520,7	3.767,4	1.308,5	1.418,8	26,0	59,2	2.440,4	2.381,2
2001	6.846,3	6.730,0	3.926,4	1.372,2	1.441,9	-10,5	116,3	2.555,1	2.438,8
2002	7.079,0	6.895,6	4.039,7	1.444,8	1.428,4	-17,3	183,4	2.591,5	2.408,1
2003	7.261,7	7.105,8	4.159,7	1.500,7	1.440,1	5,3	155,9	2.585,6	2.429,8
2003 2° trim.	1.804,1	1.769,1	1.035,4	373,5	358,2	1,9	35,0	634,0	599,0
3° trim.	1.822,9	1.774,6	1.043,0	379,2	359,6	-7,3	48,3	651,2	602,9
4° trim.	1.836,6	1.796,2	1.048,2	378,8	364,3	4,9	40,4	654,9	614,5
2004 1° trim.	1.857,4	1.811,7	1.059,9	381,3	366,9	3,6	45,6	665,3	619,7
2° trim.	1.878,3	1.832,5	1.068,2	387,1	371,2	6,1	45,8	691,8	646,0
<i>in percentuale del PIL</i>									
2003	100,0	97,9	57,3	20,7	19,8	0,1	2,1	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 2° trim.	-0,2	-0,1	0,0	0,4	-0,2	-	-	-0,8	-0,6
3° trim.	0,5	0,0	0,2	0,6	0,1	-	-	2,6	1,3
4° trim.	0,4	1,1	0,0	0,5	0,9	-	-	0,3	2,1
2004 1° trim.	0,7	0,3	0,7	0,1	-0,1	-	-	1,6	0,5
2° trim.	0,5	0,3	0,3	0,5	0,1	-	-	3,1	2,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,5	3,0	2,8	2,3	4,9	-	-	12,2	11,1
2001	1,6	1,0	1,9	2,4	-0,3	-	-	3,3	1,6
2002	0,8	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,8	0,4
2003	0,5	1,2	1,0	1,7	-0,5	-	-	0,3	2,2
2003 2° trim.	0,2	1,1	1,1	1,5	-0,3	-	-	-1,2	1,2
3° trim.	0,4	0,8	0,8	1,7	-0,2	-	-	0,4	1,6
4° trim.	0,7	1,5	0,5	1,5	0,1	-	-	0,5	2,6
2004 1° trim.	1,4	1,1	1,0	1,7	0,7	-	-	3,8	3,4
2° trim.	2,0	1,6	1,2	1,8	1,0	-	-	7,8	6,9
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,5	3,0	1,6	0,5	1,1	-0,1	0,5	-	-
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,8	0,3	0,3	0,6	-0,6	-0,1	0,5	-	-
2003	0,5	1,2	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,7	-	-
2003 2° trim.	0,2	1,0	0,6	0,3	-0,1	0,2	-0,9	-	-
3° trim.	0,4	0,8	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,4	-	-
4° trim.	0,7	1,4	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,7	-	-
2004 1° trim.	1,4	1,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,2	-	-
2° trim.	2,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,5	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Includere le acquisizioni nette di oggetti di valore.

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

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

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM <sup>1)</sup>	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2000	6.081,0	145,2	1.366,6	337,1	1.278,1	1.647,6	1.306,3	212,7	711,7
2001	6.343,3	150,7	1.405,0	351,4	1.348,1	1.721,9	1.366,2	222,2	725,1
2002	6.560,4	148,4	1.430,3	363,4	1.387,5	1.796,7	1.434,1	231,2	749,8
2003	6.729,3	151,8	1.437,5	374,2	1.417,1	1.869,8	1.479,0	240,0	772,4
2003 2° trim.	1.672,2	37,4	354,9	93,2	353,4	465,4	367,9	60,2	192,1
3° trim.	1.690,7	38,2	359,5	93,9	356,2	470,3	372,5	60,4	192,6
4° trim.	1.700,6	38,7	362,6	95,2	357,5	473,8	372,8	60,1	196,1
2004 1° trim.	1.720,4	38,5	366,8	96,7	361,3	479,4	377,8	60,4	197,3
2° trim.	1.743,1	38,2	373,4	98,4	364,8	485,9	382,4	61,3	196,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2003	100,0	2,3	21,4	5,6	21,1	27,8	22,0	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 2° trim.	-0,2	-1,9	-1,3	0,2	0,0	0,2	0,1	0,6	0,8
3° trim.	0,5	-0,8	0,9	-0,2	0,6	0,5	0,3	0,5	0,1
4° trim.	0,3	1,3	0,7	0,0	0,0	0,1	0,5	-0,6	0,6
2004 1° trim.	0,7	2,8	1,1	0,3	0,9	0,4	0,3	-0,4	0,2
2° trim.	0,7	-0,2	1,1	0,4	0,6	0,8	0,4	0,8	-1,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,8	-0,5	4,3	2,7	4,5	4,5	2,7	7,1	1,8
2001	1,9	-1,1	0,3	-0,4	3,4	3,0	1,7	4,7	0,4
2002	0,9	0,7	0,2	-0,6	1,1	0,7	2,1	-0,2	-0,2
2003	0,5	-3,4	0,0	-0,7	0,7	1,2	0,9	1,8	0,8
2003 2° trim.	0,2	-4,1	-1,2	0,0	0,6	0,9	0,8	2,8	1,4
3° trim.	0,4	-5,1	-0,6	-0,5	0,9	1,4	0,8	2,2	0,5
4° trim.	0,7	-2,2	0,7	-0,5	0,5	1,0	1,0	0,5	0,7
2004 1° trim.	1,3	1,3	1,3	0,3	1,5	1,3	1,2	0,1	1,7
2° trim.	2,2	3,1	3,7	0,5	2,1	2,0	1,5	0,3	-0,6
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2000	3,8	0,0	1,0	0,2	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	0,4	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,2	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.	1,3	0,0	0,3	0,0	0,3	0,3	0,2	-	-
2° trim.	2,2	0,1	0,8	0,0	0,5	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

in perc. del totale <sup>1)</sup>	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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	5,1	100,1	5,2	5,2	6,2	8,2	1,7	6,1	0,9	1,9	2,5	5,6
2001	0,6	100,5	0,4	0,1	-0,6	1,7	0,3	-2,0	0,8	1,3	0,8	0,3
2002	-0,3	100,0	-0,5	-0,7	0,1	-1,7	-0,3	-5,6	0,7	1,1	0,8	-0,7
2003	0,3	100,3	0,3	-0,1	0,4	-0,2	-0,6	-4,4	0,1	2,9	-0,1	0,0
2003 3° trim.	-0,3	100,2	-0,3	-0,7	-0,7	-1,3	0,1	-3,4	0,7	2,0	0,2	-0,6
4° trim.	1,3	101,2	1,4	1,3	1,7	1,7	-0,2	-1,4	0,1	2,7	0,4	1,4
2004 1° trim.	1,2	101,3	1,0	0,9	1,0	0,6	0,4	1,0	0,3	2,1	1,3	0,9
2° trim.	2,6	102,2	2,9	3,0	2,8	4,7	1,1	3,1	0,7	2,6	-1,0	3,2
2004 mar.	1,3	101,6	1,7	1,1	0,2	1,8	1,6	2,1	1,5	5,0	-1,5	1,3
apr.	1,2	101,9	1,7	1,7	2,1	2,5	0,4	2,5	0,0	2,0	-2,6	1,9
mag.	3,1	102,4	3,7	3,9	3,1	5,6	2,2	5,1	1,7	3,5	-1,9	4,1
giu.	3,3	102,3	3,3	3,5	3,2	5,9	0,6	1,9	0,4	2,2	1,7	3,8
lug.	.	102,5	2,2	2,3	3,5	3,7	-0,5	0,3	-0,6	0,7	.	2,5
ago.	.	101,9	1,6	2,6	3,1	4,6	0,3	-1,2	0,5	0,2	.	2,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2004 mar.	-0,1	-	0,2	0,0	-0,9	0,9	0,2	-0,2	0,3	0,2	-2,9	0,2
apr.	0,1	-	0,3	0,5	1,4	0,9	-0,1	0,5	-0,2	-1,9	-0,7	0,6
mag.	0,5	-	0,5	0,6	-0,1	1,0	0,3	0,2	0,3	0,3	-0,2	0,6
giu.	0,1	-	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,6	-1,3	-0,5	0,7	2,9	-0,1
lug.	.	-	0,2	0,3	0,9	0,2	0,3	0,8	0,2	-1,2	.	0,3
ago.	.	-	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-2,6	0,1	0,2	.	-0,2

### 4. Nuovi ordinativi e fatturato nell'industria, vendite al dettaglio e immatricolazioni di autovetture

in perc. del totale <sup>1)</sup>	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia <sup>2)</sup> (dest.)	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2000	100,2	12,2	100,0	10,8	4,0	100,0	2,1	1,8	2,1	0,8	4,1	977	-1,8
2001	98,5	-1,5	102,0	1,9	4,0	101,6	1,6	1,6	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	98,0	-0,6	101,3	-0,6	1,8	101,7	0,0	0,9	-0,5	-2,0	-1,9	925	-4,4
2003	98,5	0,6	100,9	-0,3	1,7	102,0	0,3	1,2	-0,5	-2,9	-0,1	912	-1,4
2003 4° trim.	101,5	4,2	101,8	0,4	1,1	101,8	-0,3	-0,1	-0,4	-3,4	0,0	924	-2,4
2004 1° trim.	101,5	4,9	103,9	2,5	1,3	102,5	0,6	0,6	0,6	-1,5	2,3	912	0,9
2° trim.	107,6	11,8	105,9	6,3	1,1	102,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	2,1	924	3,0
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	901	-3,5
2004 apr.	104,9	6,4	106,8	4,3	1,1	103,2	0,3	0,1	0,1	0,3	2,0	927	4,6
mag.	112,0	16,5	102,5	3,3	0,7	100,6	-2,0	-1,8	-2,0	-3,4	0,3	922	4,1
giu.	106,0	12,7	108,3	11,2	1,4	102,9	1,5	0,8	1,7	2,1	3,8	924	0,6
lug.	105,4	5,2	105,6	2,0	1,2	102,8	0,8	0,5	1,0	0,8	2,5	907	-1,7
ago.	104,7	10,5	105,1	9,2	1,6	101,2	-0,7	-2,2	0,4	1,6	1,8	872	-9,5
set.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	924	-0,6
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 apr.	-	1,7	-	-0,6	0,7	-	1,5	0,8	0,9	4,0	0,9	-	1,8
mag.	-	6,8	-	-3,9	-0,7	-	-2,6	-1,7	-2,0	-4,3	-1,8	-	-0,5
giu.	-	-5,4	-	5,6	1,1	-	2,3	1,4	2,3	4,6	2,1	-	0,2
lug.	-	-0,6	-	-2,5	-0,2	-	-0,1	0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-	-1,9
ago.	-	-0,6	-	-0,5	0,0	-	-1,5	-1,7	-1,3	-2,2	-1,0	-	-3,8
set.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	6,0

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) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 62,6 per cento dell'intero settore nel 2000.

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

**5.2 Produzione e domanda**

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3) 4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	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.	100,6	-4	-12	8	9	81,6	-14	-4	-13	29	-8
2004 mag.	100,1	-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	81,6	-14	-4	-14	30	-9
ago.	100,9	-4	-12	7	8	-	-14	-4	-14	30	-7
set.	101,0	-3	-12	8	11	-	-13	-3	-12	28	-7
ott.	101,3	-2	-11	7	11	81,7	-14	-4	-13	29	-8

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2000	-5	-13	3	-2	-1	17	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	6	11	18
2004 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	4	9	20
ott.	-14	-23	-5	-6	-13	14	8	11	6	11	17

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 calcolata a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,2	15,8	4,7	18,8	7,1	25,2	14,5	29,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	131,427	2,2	2,5	0,6	-1,5	0,6	1,9	3,1	5,9	1,6
2001	133,275	1,4	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,6	1,5	3,9	1,4
2002	133,976	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,4	2,4	1,8
2003	134,151	0,1	0,1	0,2	-1,9	-2,0	-0,2	0,5	1,2	1,0
2003 2° trim.	134,076	0,2	0,2	0,1	-2,4	-2,0	0,1	0,4	1,0	1,3
3° trim.	134,111	0,2	0,1	0,4	-1,6	-2,0	-0,2	0,9	1,1	0,9
4° trim.	134,174	0,2	0,1	0,6	-0,8	-2,0	-0,3	1,1	1,2	0,6
2004 1° trim.	134,170	0,1	0,0	0,4	-1,0	-2,1	-0,1	1,0	1,2	0,4
2° trim.	134,325	0,1	0,0	0,9	-1,1	-1,8	-0,2	0,9	1,5	0,3
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
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.	0,155	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 <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0		78,3		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 <sup>1)</sup>  
(in percentuale del PIL)

## 1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1995	46,9	46,4	11,5	9,1	2,0	13,3	0,9	17,3	8,4	5,5	2,4	0,4	0,3	42,4
1996	47,6	47,3	11,9	9,2	2,3	13,4	0,8	17,5	8,7	5,6	2,4	0,4	0,3	43,1
1997	47,9	47,4	12,1	9,2	2,6	13,6	0,7	17,5	8,7	5,5	2,4	0,5	0,4	43,6
1998	47,3	47,0	12,4	9,7	2,3	14,2	0,7	16,4	8,5	4,9	2,4	0,3	0,3	43,3
1999	47,8	47,5	12,8	9,8	2,6	14,4	0,6	16,4	8,4	5,0	2,3	0,3	0,3	43,8
2000	47,5	47,2	13,0	10,0	2,7	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2001	46,8	46,6	12,6	9,8	2,5	13,9	0,6	16,0	8,4	4,8	2,2	0,3	0,3	42,8
2002	46,3	45,9	12,2	9,6	2,3	13,8	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,3	0,3	42,3
2003	46,3	45,7	11,8	9,3	2,2	13,9	0,4	16,2	8,5	4,8	2,3	0,7	0,5	42,4

## 2. Area dell'euro: spese

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

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

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

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) <sup>5)</sup>

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	0,2	1,3	-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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

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

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

	Totale	Emesso da <sup>4)</sup>				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 <sup>3)</sup>	Altre valute
1994	70,7	58,9	5,3	5,9	0,6	12,3	58,3	7,2	17,8	27,1	25,7	68,3	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	72,7	2,1
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,0	2,1
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	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	71,9	1,9
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	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	68,6	1,8
2001	69,5	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	57,8	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	28,6	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	65,8	53,3	44,6
2001	108,0	59,4	114,7	57,5	56,5	35,9	110,6	5,5	52,9	66,1	55,8	43,8
2002	105,4	60,9	112,5	54,4	58,8	32,7	107,9	5,7	52,6	65,7	58,4	42,6
2003	100,0	64,2	109,9	50,7	63,7	32,1	106,2	5,3	54,1	64,5	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 sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da Amministrazioni pubbliche non residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	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	1,7	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 (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo – debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>11)</sup>	
		Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle Amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume		
			Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli <sup>10)</sup>	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	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	0,5
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	0,3

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
		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.	44,1	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	43,7
3° trim.	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
4° trim.	52,0	51,3	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 1° trim.	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2° trim.	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
3° trim.	44,9	44,5	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,2
4° trim.	51,3	50,7	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	12,5	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	45,3
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.	46,4	45,8	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	40,5
4° trim.	50,6	50,0	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,4
2003 1° trim.	42,7	42,2	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	12,9	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	9,9	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.	47,7	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	24,2	21,2	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	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,2
3° trim.	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
4° trim.	50,8	46,9	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	24,1	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	21,3	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	11,2	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.	47,5	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	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	21,9	1,4	3,7	2,5	1,1	-3,2	0,5
4° trim.	52,2	47,7	11,3	5,7	3,5	27,2	23,5	1,5	4,5	2,8	1,6	-1,5	2,0
2003 1° trim.	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	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	22,2	1,4	3,6	2,6	1,0	-4,1	-0,7
4° trim.	52,6	47,8	11,3	5,7	3,3	27,5	23,9	1,5	4,8	3,3	1,5	-1,5	1,8
2004 1° trim.	46,7	43,4	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

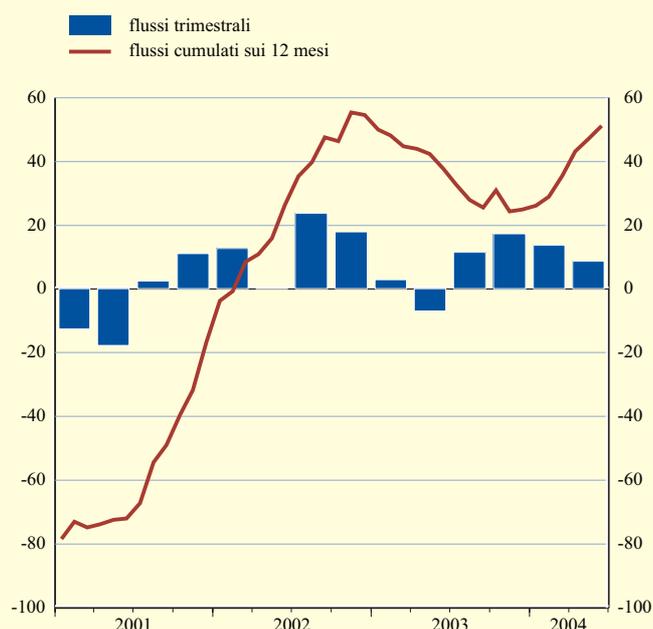
(miliardi di euro; transazioni nette)

### 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.	13,6	28,6	0,1	-8,0	-7,0	3,6	17,2	-12,2	-23,6	-3,1	6,6	-1,5	9,4	-5,0
2° trim.	8,7	32,7	8,8	-16,4	-16,4	4,1	12,7	-11,7	-19,2	20,9	-0,6	-9,9	-2,9	-1,1
2003 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.	-2,7	5,3	-1,0	-8,6	1,7	0,3	-2,4	-18,7	-7,2	-9,1	1,8	-1,1	-3,0	21,1
feb.	5,4	9,8	0,4	-0,1	-4,7	2,1	7,5	18,2	9,1	13,3	1,3	-14,1	8,6	-25,7
mar.	11,0	13,6	0,7	0,7	-4,0	1,2	12,2	-11,7	-25,5	-7,2	3,5	13,8	3,7	-0,4
apr.	0,2	10,2	1,5	-7,5	-4,0	0,8	1,0	-23,3	-4,7	-9,9	0,5	-6,4	-2,7	22,3
mag.	2,4	10,5	3,8	-6,0	-5,9	2,3	4,8	9,5	-0,7	-0,8	-1,0	11,0	1,1	-14,3
giu.	6,0	12,0	3,5	-2,9	-6,6	1,0	7,0	2,1	-13,8	31,7	-0,1	-14,4	-1,3	-9,1
lug.	2,8	13,9	1,8	-6,6	-6,3	1,1	3,9	-12,0	-8,5	-30,7	-0,9	27,5	0,6	8,0
ago.	2,1	5,5	0,7	1,1	-5,2	1,6	3,7	0,1	4,4	5,1	-3,1	-8,6	2,4	-3,8
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 ago.	50,2	122,3	16,9	-34,1	-54,9	18,0	68,2	-46,2	-66,1	13,6	-1,7	-14,9	23,0	-22,0

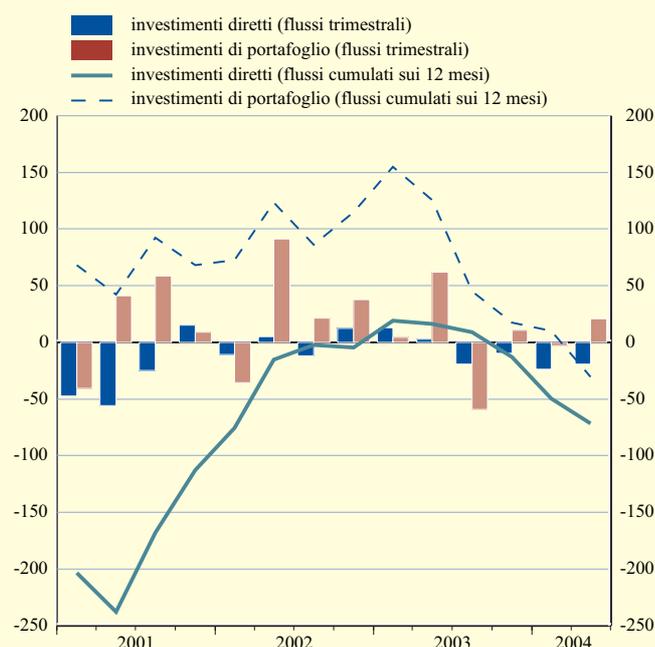
### F27 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)



### F28 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

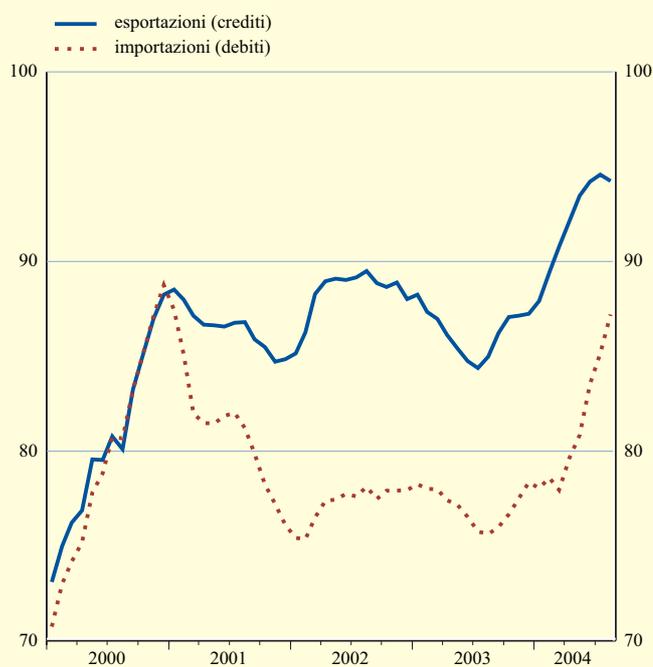
## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

### 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.	435,9	418,2	17,7	272,3	233,8	84,4	80,0	59,2	68,1	20,2	36,3
2° trim.	451,0	434,7	16,3	282,6	250,6	87,7	82,0	59,8	69,6	20,8	32,5
2003 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.	142,9	137,3	5,6	89,5	76,5	27,4	26,0	19,0	22,7	7,0	12,1
feb.	146,6	141,4	5,2	91,5	80,1	29,3	27,6	19,7	21,9	6,1	11,9
mar.	146,4	139,5	6,9	91,3	77,2	27,6	26,4	20,4	23,6	7,0	12,3
apr.	150,0	141,0	9,0	93,6	81,5	28,7	27,1	21,0	23,3	6,7	9,0
mag.	150,5	145,3	5,2	95,6	83,8	29,8	27,3	18,6	22,4	6,6	11,9
giu.	150,5	148,4	2,1	93,5	85,3	29,2	27,6	20,2	24,0	7,6	11,5
lug.	146,6	145,6	1,0	94,6	86,4	26,8	26,4	19,4	21,1	5,8	11,7
ago.	149,1	149,5	-0,4	94,6	90,0	27,8	26,3	19,4	20,7	7,3	12,4

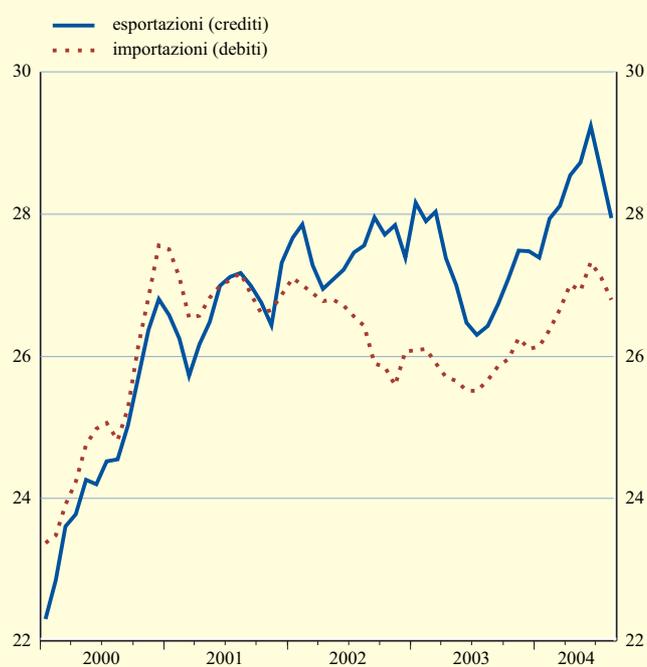
### F29 Conto dei beni

(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 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
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.	430,2	416,5	13,6	265,9	237,3	76,0	75,9	56,6	64,7	31,7	38,7	5,1	1,6
2° trim.	451,5	442,9	8,7	284,3	251,6	87,7	78,9	64,1	80,4	15,4	31,9	5,3	1,2
2003 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.	139,8	142,5	-2,7	80,9	75,7	23,9	24,9	17,5	26,1	17,5	15,8	0,8	0,5
feb.	134,9	129,5	5,4	85,7	75,9	24,9	24,5	17,5	17,6	6,7	11,5	2,6	0,5
mar.	155,5	144,6	11,0	99,3	85,7	27,2	26,5	21,6	20,9	7,4	11,4	1,8	0,6
apr.	147,9	147,7	0,2	93,2	83,1	27,7	26,1	22,1	29,6	4,9	8,9	1,1	0,4
mag.	144,3	141,9	2,4	91,8	81,3	29,1	25,4	18,4	24,4	5,0	10,8	2,7	0,3
giu.	159,3	153,3	6,0	99,3	87,3	30,9	27,4	23,6	26,4	5,6	12,1	1,5	0,5
lug.	153,2	150,4	2,8	98,4	84,5	30,7	28,9	19,2	25,7	5,0	11,3	1,7	0,6
ago.	138,2	136,0	2,1	85,9	80,4	29,2	28,5	17,4	16,3	5,6	10,9	2,0	0,4

**4. Conto dei redditi**

	Totale		Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale							
	Crediti 1	Debiti 2	Crediti 3	Debiti 4	Totale		Investimenti diretti					
					Crediti 5	Debiti 6	Totale		Su azioni e altre partecipazioni		Su debito	
					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 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.	56,6	64,7	3,7	1,3	53,0	63,3	15,1	15,0	12,0	12,6	3,1	2,4
2° trim.	64,1	80,4	3,7	1,6	60,4	78,8	20,9	18,0	17,7	15,4	3,2	2,6

	Redditi da capitale									
	Investimenti di portafoglio						Altri investimenti			
	Totale		Dividendi		Interessi		Totale		Crediti 19	Debiti 20
	Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18	Crediti 19	Debiti 20		
2001	85,0	116,9	18,0	44,8	67,0	72,1	117,0	131,3		
2002	85,7	123,3	19,7	52,4	66,0	70,9	83,2	93,1		
2003	85,2	126,0	20,8	49,7	64,4	76,3	69,6	78,2		
2003 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.	21,6	30,8	4,7	9,4	16,9	21,4	16,2	17,6		
2° trim.	24,3	43,6	8,5	25,8	15,9	17,8	15,1	17,3		

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.	-27,8	-21,3	-5,8	-15,5	-6,5	-0,1	-6,4	4,2	13,7	-0,6	14,3	-9,5	-0,3	-9,2
2° trim.	-32,6	-27,4	-3,7	-23,7	-5,2	0,0	-5,2	13,4	8,2	0,6	7,6	5,2	0,8	4,4
2003 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.	-9,4	-4,3	0,3	-4,6	-5,1	0,0	-5,1	2,2	7,8	0,2	7,5	-5,6	-0,1	-5,5
feb.	-5,8	-3,2	-1,2	-2,0	-2,6	0,0	-2,6	14,9	4,7	0,3	4,4	10,3	-0,1	10,3
mar.	-12,6	-13,8	-4,9	-8,9	1,2	-0,1	1,3	-12,9	1,2	-1,2	2,4	-14,2	-0,1	-14,1
apr.	-16,0	-7,6	-0,5	-7,1	-8,4	0,1	-8,5	11,3	5,7	0,2	5,5	5,5	0,0	5,5
mag.	-4,5	-7,9	-0,1	-7,8	3,3	0,0	3,4	3,8	5,1	0,4	4,7	-1,3	0,3	-1,6
giu.	-12,1	-12,0	-3,2	-8,8	-0,2	0,0	-0,2	-1,7	-2,6	0,0	-2,6	0,9	0,4	0,5
lug.	-11,7	-9,7	0,3	-9,9	-2,0	0,0	-2,0	3,2	5,6	0,2	5,4	-2,4	-0,1	-2,3
ago.	8,8	-7,0	0,1	-7,1	15,8	0,0	15,7	-4,4	-4,6	0,1	-4,8	0,3	0,0	0,3

### 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.	-92,4	89,3	-30,8	24,5	-61,5	-46,9	-14,6	64,8	42,1	22,7
2° trim.	-52,7	73,6	-16,2	-5,9	-36,5	-31,5	-5,0	79,5	81,1	-1,6
2003 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.	-47,2	38,0	-10,2	1,5	-37,0	-19,3	-17,6	36,5	25,8	10,7
feb.	-19,0	32,3	-9,8	20,5	-9,2	-3,0	-6,2	11,8	11,0	0,8
mar.	-26,2	19,0	-10,9	2,5	-15,3	-24,6	9,2	16,5	5,3	11,2
apr.	-26,2	16,2	1,6	-19,8	-27,7	-9,6	-18,1	36,0	36,2	-0,2
mag.	-12,9	12,1	-1,3	0,4	-11,6	-15,8	4,2	11,6	15,5	-3,8
giu.	-13,6	45,3	-16,4	13,4	2,8	-6,0	8,8	31,9	29,4	2,4
lug.	-33,7	3,0	-3,0	8,7	-30,7	-12,4	-18,3	-5,7	-1,5	-4,2
ago.	-31,5	36,6	-11,1	15,1	-20,4	-14,3	-6,1	21,5	14,8	6,7

Fonte: BCE.

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

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

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito										
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Obbligazioni e notes			Strumenti di mercato monetario					
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	
															Totale	Amministrazioni pubbliche
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	-24,8	-0,9	-24,0	-0,5	-26,3	-20,2	-0,6	-19,6	-0,2	-10,6	-3,8	-1,1	-2,7	
2° trim.	0,0	-12,4	-3,7	-0,7	-3,0	0,4	-8,8	-23,1	-0,2	-22,9	0,1	-7,2	2,1	-2,6	4,7	
2003 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	-6,8	-	-	0,0	-13,0	-6,3	-	-	0,1	-15,5	-2,3	-	-	
feb.	0,1	-3,1	-6,7	-	-	0,0	-1,6	-1,4	-	-	-0,2	-5,5	-0,4	-	-	
mar.	0,0	0,5	-11,4	-	-	-0,4	-11,6	-12,5	-	-	0,0	10,4	-1,1	-	-	
apr.	0,0	-1,0	2,5	-	-	0,2	-2,8	-7,0	-	-	0,0	-15,3	-2,8	-	-	
mag.	0,0	-1,8	0,5	-	-	0,2	-7,4	-8,6	-	-	-0,2	2,6	1,8	-	-	
giu.	0,0	-9,7	-6,7	-	-	0,0	1,4	-7,5	-	-	0,3	5,5	3,1	-	-	
lug.	0,0	-9,0	6,0	-	-	-0,3	-13,1	1,0	-	-	0,3	-18,3	-0,3	-	-	
ago.	0,0	-4,2	-6,8	-	-	0,3	-21,4	6,8	-	-	-0,1	5,0	-11,0	-	-	

**8. Altri investimenti: composizione per settore**

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															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.	-182,0	180,5	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-6,4	-156,1	158,5	-10,5	0,4	-145,6	158,1	-24,7	-20,0	29,6
2° trim.	-23,6	13,7	0,9	1,6	-4,1	-4,0	3,1	-6,5	22,3	-2,4	6,7	-4,1	15,5	-13,9	4,7	-13,2
2003 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.	-68,9	67,8	-0,5	2,6	-0,3	-0,3	-4,6	-62,6	76,4	-1,3	4,3	-61,3	72,1	-5,5	-4,1	-6,7
feb.	-28,8	14,6	-0,4	-4,3	0,4	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-5,1	-5,0	2,6
mar.	-84,3	98,1	0,2	0,5	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-66,0	68,7	-14,1	-10,8	33,7
apr.	-53,1	46,6	0,6	0,6	-1,2	-0,9	-0,3	-51,5	54,3	-6,4	0,4	-45,1	53,9	-1,0	3,2	-8,0
mag.	10,7	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,5	17,6	10,4	3,6	3,6	14,0	6,8	-6,8	4,7	-10,4
giu.	18,7	-33,2	0,5	1,3	-3,0	-3,3	2,9	27,4	-42,5	0,3	2,7	27,0	-45,2	-6,1	-3,2	5,2
lug.	57,5	-30,0	-0,3	1,7	-0,4	-0,6	-0,4	47,6	-12,5	6,8	-6,5	40,7	-6,0	10,6	5,0	-18,8
ago.	-35,3	26,6	-0,2	0,1	-0,3	-0,5	0,1	-32,0	18,8	-5,2	3,4	-26,8	15,4	-2,7	0,2	7,6

Fonte: BCE.

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

### 9. Altri investimenti: scomposizione per strumento

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

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
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 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.	-153,6	-2,6	157,0	1,6	-2,5	-20,6	-0,6	-20,0	-1,7	4,8	24,6	0,3
2° trim.	-5,9	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-9,8	-14,5	4,7	-0,9	1,3	-12,8	-1,7

### 10. Riserve ufficiali

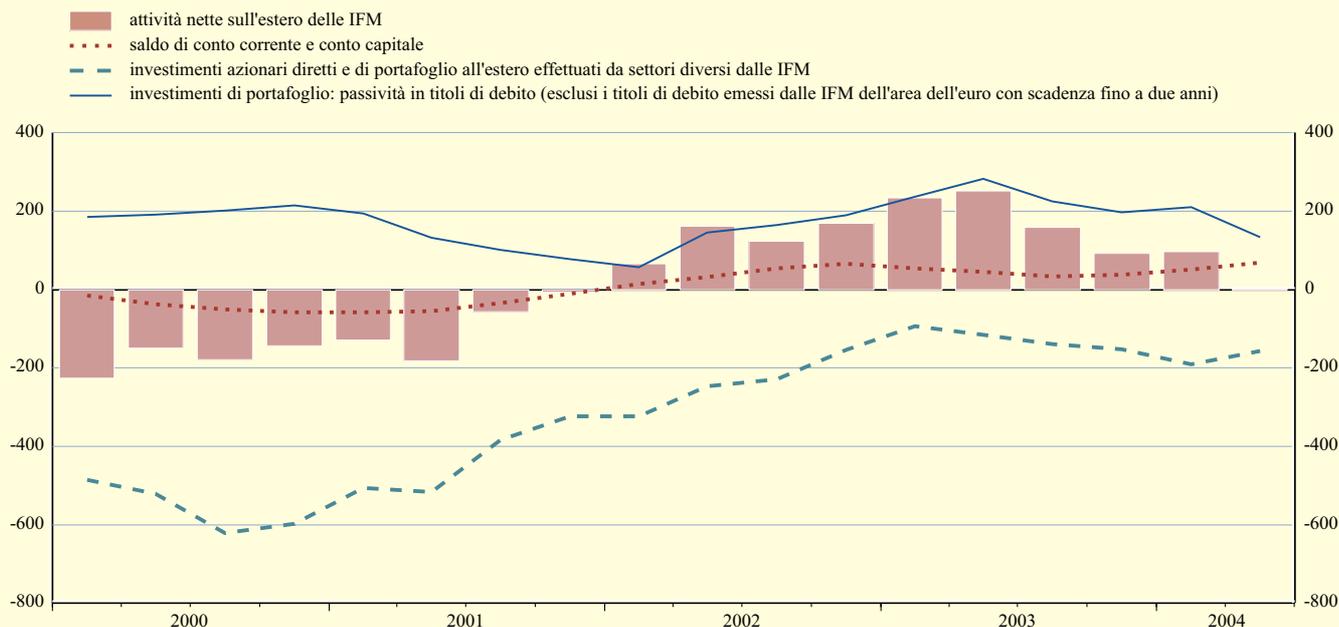
	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
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 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	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	0,0	0,0
2° trim.	-2,9	0,5	0,1	0,6	-4,1	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	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 <sup>1)</sup>	Titoli di debito <sup>2)</sup>						
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.	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,7	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,4	37,5
2° trim.	12,7	-28,9	12,6	-24,7	-5,9	68,4	-18,0	-10,1	-0,6	-1,1	4,5	0,8
2003 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.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,8	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,8	22,0
feb.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	8,7
mar.	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,4	-14,8	32,2	3,5	-0,4	-2,1	6,8
apr.	1,0	-15,6	11,2	-7,2	-22,6	28,9	-2,2	-8,3	0,5	22,3	8,1	6,3
mag.	4,8	-4,4	3,5	-6,3	3,8	8,8	-6,7	-9,9	-1,0	-14,3	-21,9	-20,3
giu.	7,0	-8,9	-2,1	-11,1	13,0	30,7	-9,1	8,0	-0,1	-9,1	18,3	14,8
lug.	3,9	-12,0	3,3	6,7	4,3	-4,4	10,2	-19,2	-0,9	8,0	0,0	-1,1
ago.	3,7	8,6	-4,3	-11,0	14,9	22,5	-3,0	7,7	-3,1	-3,8	32,1	29,8
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2004 ago.	68,2	-101,6	41,5	-129,5	82,5	178,1	-37,9	5,9	-1,7	-22,0	83,5	101,2

**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.)					
	Esportazioni	Importazioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investimento	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	1.002,2	492,4	216,4	262,8	875,3	1.023,6	590,9	182,8	220,8	743,6	122,7
2001	6,1	-0,7	1.062,3	505,8	234,8	289,1	931,9	1.014,1	579,0	178,8	228,2	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	0,2	1.055,8	497,6	220,9	298,6	918,2	985,4	550,8	162,7	239,4	710,0	108,8
2003 1° trim.	-1,0	3,7	265,4	125,7	54,9	75,5	230,6	249,8	142,6	41,4	58,7	178,1	29,9
2° trim.	-5,8	-2,6	257,1	122,4	52,6	72,4	224,6	243,4	135,3	40,0	59,8	177,4	25,2
3° trim.	-2,5	-1,2	264,5	124,8	56,0	75,0	231,4	243,2	135,0	39,5	59,9	175,3	26,8
4° trim.	-0,7	1,1	268,8	124,8	57,4	75,7	231,5	249,0	137,9	41,8	61,0	179,1	26,9
2004 1° trim.	4,9	0,0	277,2	130,6	58,3	75,2	241,4	250,2	136,9	41,0	61,9	181,8	26,2
2° trim.	11,8	8,5	286,1	134,4	59,0	78,4	246,1	261,8	144,2	43,4	61,6	185,2	29,2
2004 mar.	13,4	5,4	93,8	44,5	19,5	25,8	81,3	84,4	46,2	13,5	20,8	60,5	9,6
apr.	10,4	5,1	95,7	45,1	20,0	26,1	83,6	86,9	47,7	14,9	20,8	62,2	8,9
mag.	8,8	5,5	94,7	44,2	19,4	25,8	80,7	85,9	47,4	14,2	20,3	61,3	9,7
giu.	16,2	15,2	95,6	45,0	19,6	26,6	81,9	89,0	49,1	14,2	20,5	61,8	10,7
lug.	7,8	8,6	95,6	45,4	20,0	25,8	83,2	90,1	50,5	14,0	20,8	63,7	10,9
ago.	11,7	19,1	96,1	46,0	20,2	26,0	82,9	93,2	51,9	14,9	21,6	64,9	11,5
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	105,1	102,1	108,4	108,1	105,6	98,9	99,3	96,4	100,6	98,0	99,3
2002	2,8	-0,5	108,0	105,1	105,7	115,3	108,4	98,5	98,9	90,2	104,4	96,7	101,4
2003	0,8	3,6	108,8	105,1	106,7	114,7	108,6	101,9	100,1	95,7	110,1	99,7	104,7
2003 1° trim.	1,9	4,1	107,9	104,6	104,2	114,8	107,5	100,4	99,4	95,8	107,0	98,5	98,4
2° trim.	-2,2	2,7	106,1	103,5	102,0	111,6	106,2	101,9	100,4	94,4	110,1	99,9	104,3
3° trim.	0,7	2,3	109,5	106,1	108,7	115,6	110,0	101,3	99,4	93,4	110,3	99,1	110,0
4° trim.	2,7	5,1	111,6	106,2	111,7	116,9	110,6	103,8	101,2	99,1	113,1	101,6	106,1
2004 1° trim.	8,0	4,8	116,0	111,9	114,9	116,7	115,9	105,5	100,9	99,5	116,0	104,0	101,3
2° trim.	11,7	5,4	117,9	113,6	115,5	119,6	116,9	106,4	100,9	103,0	114,4	104,1	101,1
2004 mar.	16,1	9,1	117,4	113,8	116,2	119,9	116,8	106,2	101,0	98,4	116,9	103,5	110,2
apr.	11,4	5,8	118,9	115,0	117,7	119,8	119,4	107,8	102,5	107,0	116,9	105,5	97,2
mag.	8,8	1,2	117,2	112,2	113,9	117,7	115,0	105,0	99,4	101,5	113,0	103,3	102,1
giu.	14,9	9,2	117,7	113,5	115,0	121,2	116,2	106,4	100,9	100,4	113,3	103,5	103,9
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	102,1	97,5	.	.	.
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	100,0	99,9	100,0	99,9	99,8
2001	1,0	0,2	100,9	100,6	100,2	101,8	100,9	100,2	98,6	101,4	102,7	101,6	88,6
2002	-0,8	-2,5	100,1	99,1	99,6	102,1	100,0	97,7	95,7	99,0	101,6	99,8	84,6
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	85,0
2003 1° trim.	-2,8	-0,3	98,2	97,6	97,4	100,0	98,0	97,2	97,2	94,6	99,4	97,3	99,3
2° trim.	-3,7	-5,2	96,8	96,1	95,3	98,8	96,6	93,3	91,3	92,7	98,4	95,5	78,7
3° trim.	-3,1	-3,4	96,4	95,6	95,2	98,7	96,1	93,8	91,9	92,5	98,4	95,2	79,3
4° trim.	-3,2	-3,9	96,1	95,4	95,0	98,6	95,7	93,7	92,2	92,4	97,7	94,9	82,7
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	84,1
2° trim.	0,1	3,0	96,8	96,1	94,5	99,8	96,2	96,2	96,8	92,1	97,5	95,7	94,1
2004 mar.	-2,3	-3,4	95,6	95,2	93,1	98,1	95,4	93,1	92,8	90,3	96,7	94,4	85,4
apr.	-0,9	-0,6	96,4	95,6	94,5	99,3	96,0	94,5	94,6	91,7	96,5	95,1	89,6
mag.	0,0	4,2	96,8	96,1	94,5	100,0	96,2	95,9	96,8	91,7	97,5	95,7	92,5
giu.	1,1	5,5	97,3	96,7	94,5	100,2	96,6	98,1	98,8	92,9	98,5	96,4	100,3
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	100,4	94,0	.	.	.
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

**7.3 Commercio di beni**

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

**2. Scomposizione per area geografica**

	Totale	Altri Stati membri UE				Svizzera	Stati Uniti	Giappone	Asia escluso Giappone	Africa	America Latina	Altri Paesi
		Regno Unito	Svezia	Danimarca	Altri							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Esportazioni (f.o.b.)</i>												
2000	1.002,2	189,1	39,4	23,5	97,2	63,9	172,5	34,4	153,6	56,4	47,0	125,2
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	1.055,8	193,1	38,6	24,8	117,4	63,3	166,1	31,3	170,4	59,4	37,9	153,5
2003 1° trim.	265,4	49,1	9,6	6,3	28,3	16,6	43,1	7,8	42,7	14,7	10,4	36,7
2° trim.	257,1	47,0	9,5	6,1	29,3	15,6	40,2	7,6	41,4	14,5	9,5	36,4
3° trim.	264,5	48,0	9,6	6,3	30,2	15,3	41,4	7,8	43,3	15,2	9,1	38,4
4° trim.	268,8	49,1	9,8	6,1	29,6	15,9	41,4	8,1	43,0	14,9	8,9	41,9
2004 1° trim.	277,2	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,4	8,4	46,5	15,1	9,6	43,1
2° trim.	286,1	50,2	10,3	6,2	31,5	16,3	44,0	8,1	47,1	16,1	9,8	46,5
2004 mar.	93,8	16,1	3,4	2,0	10,6	5,2	14,6	2,8	15,4	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	14,6
mag.	94,7	16,5	3,5	2,0	10,6	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
giu.	95,6	16,9	3,4	2,1	9,8	5,4	14,6	2,8	15,8	5,7	3,2	15,9
lug.	95,6	17,1	3,5	2,1	10,0	5,9	14,4	2,8	16,9	5,5	3,4	14,0
ago.	96,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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
<i>Importazioni (c.i.f.)</i>												
2000	1.023,6	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,0
2001	1.014,1	154,5	35,6	22,0	88,9	52,9	138,7	58,5	208,2	74,0	40,9	139,9
2002	984,4	149,6	35,6	22,9	93,5	52,1	125,6	52,7	204,7	67,8	39,4	140,5
2003	985,4	137,8	36,7	23,0	102,1	50,4	110,2	51,9	215,7	69,0	39,6	149,1
2003 1° trim.	249,8	35,8	9,2	5,9	24,6	13,1	28,3	13,3	53,4	18,5	9,7	37,8
2° trim.	243,4	34,3	9,1	5,8	25,2	12,5	28,1	13,2	53,0	16,9	9,7	35,5
3° trim.	243,2	33,6	9,1	5,6	25,3	12,4	27,2	12,6	53,1	17,0	9,7	37,6
4° trim.	249,0	34,0	9,3	5,7	27,0	12,4	26,6	12,8	56,1	16,5	10,5	38,1
2004 1° trim.	250,2	33,5	9,3	5,9	27,0	12,7	26,1	13,4	55,4	16,5	10,6	39,8
2° trim.	261,8	34,4	9,7	5,8	26,2	13,2	29,7	12,6	62,6	16,8	10,6	40,1
2004 mar.	84,4	10,9	3,1	2,1	9,0	4,2	8,7	4,5	19,0	5,7	3,6	13,4
apr.	86,9	11,2	3,2	1,9	9,7	4,4	10,2	4,3	20,4	5,2	3,7	12,8
mag.	85,9	11,4	3,3	1,9	8,5	4,4	9,7	4,1	20,6	5,6	3,4	13,0
giu.	89,0	11,7	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,2	21,7	6,1	3,5	14,3
lug.	90,1	12,2	3,3	2,0	8,6	4,4	9,5	4,6	21,6	6,2	3,7	14,1
ago.	93,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<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
<i>Saldo</i>												
2000	-21,4	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,5	-17,3	6,7	-7,8
2001	48,2	47,8	1,4	2,4	17,0	13,4	41,6	-24,0	-42,8	-13,5	8,9	-3,9
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	70,4	55,3	1,9	1,8	15,4	12,9	56,0	-20,6	-45,3	-9,6	-1,7	4,4
2003 1° trim.	15,6	13,3	0,4	0,4	3,8	3,5	14,8	-5,6	-10,8	-3,8	0,6	-1,1
2° trim.	13,8	12,7	0,4	0,3	4,0	3,1	12,1	-5,6	-11,6	-2,4	-0,2	0,9
3° trim.	21,3	14,3	0,5	0,7	4,9	2,9	14,2	-4,8	-9,8	-1,8	-0,6	0,7
4° trim.	19,8	15,0	0,5	0,4	2,7	3,5	14,8	-4,7	-13,1	-1,6	-1,6	3,9
2004 1° trim.	27,0	15,6	0,7	0,2	4,2	2,8	16,3	-5,0	-8,8	-1,3	-1,0	3,3
2° trim.	24,3	15,8	0,6	0,4	5,3	3,1	14,3	-4,5	-15,6	-0,7	-0,8	6,4
2004 mar.	9,4	5,2	0,2	-0,1	1,6	0,9	5,9	-1,7	-3,6	-0,7	-0,5	2,2
apr.	8,9	5,6	0,3	0,2	1,4	1,2	4,6	-1,6	-4,6	0,4	-0,4	1,8
mag.	8,8	5,0	0,2	0,1	2,0	1,0	4,8	-1,5	-5,1	-0,7	0,0	3,0
giu.	6,6	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,9	-1,4	-5,9	-0,4	-0,4	1,6
lug.	5,5	4,9	0,2	0,1	1,5	1,5	5,0	-1,8	-4,7	-0,6	-0,4	-0,1
ago.	2,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

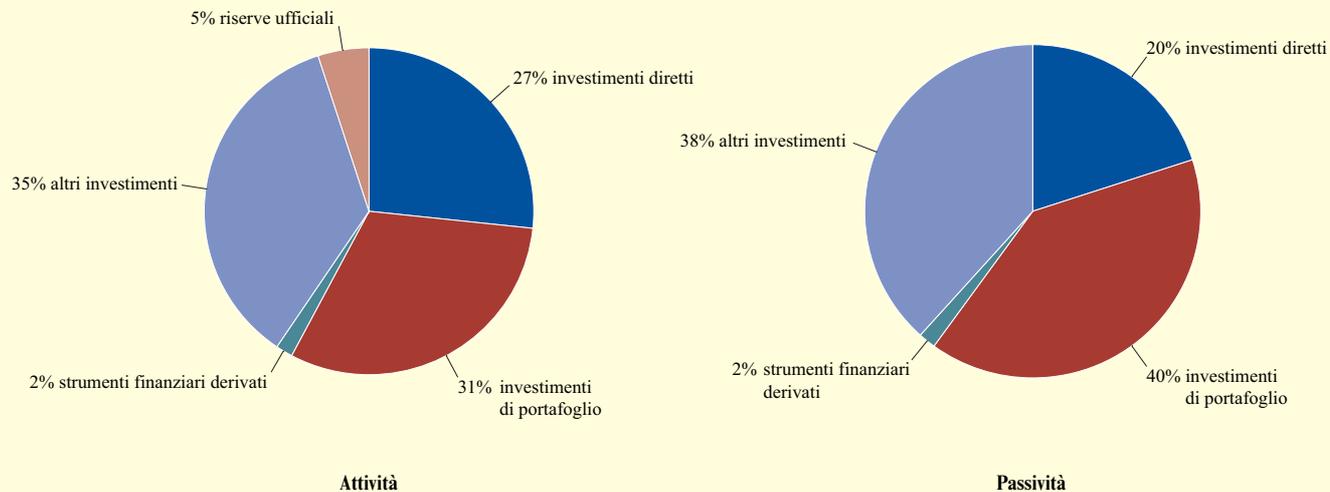
## 7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero

(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	92,4	1.174,5	2.058,0	111,1	2.070,8	382,2
2000	6.751,2	102,6	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	102,8	1.937,5	2.270,4	122,6	2.581,3	366,1
Passività							
1999	6.115,1	97,5	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	Totale	Attività			Passività		
				Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	
1	2	3	4	5	6	7	8		
1999	1.013,7	1.698,9	1.044,4	937,1	107,2	1.251,9	1.146,5	105,4	
2000	1.183,7	1.606,7	1.167,4	1.045,3	122,2	1.530,8	1.365,5	165,4	
2001	1.122,4	1.582,0	1.399,0	1.222,0	176,9	1.630,7	1.460,8	169,9	
2002	862,2	1.328,3	1.408,3	1.168,7	239,6	1.698,5	1.518,5	179,9	

**4. Investimenti di portafoglio: attività distinte per strumento e per settore detentore**

	Azioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	Obbligazioni e notes				Strumenti del mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
									Totale	Amministrazioni pubbliche			Altri settori	Totale	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
1999	0,4	25,9	987,3	4,1	983,2	4,5	257,2	675,4	6,2	669,2	2,6	68,5	36,1	0,2	35,9
2000	0,9	42,7	1.140,1	5,7	1.134,4	3,4	328,5	713,4	5,7	707,7	0,5	85,6	36,1	0,1	35,9
2001	1,3	38,1	1.082,9	6,7	1.076,3	2,2	418,7	801,1	8,3	792,8	2,8	131,9	42,2	0,2	42,0
2002	1,4	38,0	822,8	8,4	814,4	5,0	379,0	784,8	8,8	776,0	1,2	190,1	48,2	1,1	47,1

**5. Altri investimenti**

	Eurosistema						Amministrazioni pubbliche							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1999	3,1	37,0	3,0	36,6	0,1	0,3	125,5	57,3	2,5	0,1	72,4	45,4	50,6	11,8
2000	3,0	41,8	2,9	41,4	0,1	0,3	133,9	59,5	2,8	0,2	77,5	47,2	53,5	12,1
2001	3,1	40,7	3,0	40,5	0,1	0,2	127,3	61,6	3,1	0,2	68,4	49,1	55,8	12,4
2002	3,4	58,1	3,4	57,9	0,1	0,2	120,6	61,0	1,3	0,1	64,9	45,8	54,3	15,1

	IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori							
	Totale		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività		Totale		Crediti commerciali		Prestiti/banconote, monete e depositi		Altre attività/passività	
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	
1999	1.317,7	1.823,5	1.291,8	1.798,1	25,9	25,5	624,5	346,5	158,9	91,8	396,3	224,6	69,3	30,1
2000	1.458,5	2.169,0	1.421,4	2.127,1	37,1	42,0	681,1	452,4	173,9	110,9	422,9	311,8	84,2	29,6
2001	1.715,8	2.413,1	1.668,3	2.364,1	47,5	49,0	771,7	491,3	176,6	109,5	507,4	346,8	87,6	35,1
2002	1.717,0	2.274,6	1.660,1	2.227,2	56,9	47,4	740,3	503,9	176,5	105,2	485,4	354,6	78,4	44,0

Fonte: BCE.

## 7.5 Riserve ufficiali

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

	Riserve ufficiali													Per memoria:		
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altri crediti	Attività	Passività	
		Totale	In milioni di onces			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli					Strumenti finanziari derivati	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predefinite a breve termine di valuta estera
							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 set.	332,9	131,7	395,444	4,6	26,1	170,5	9,5	30,3	130,4	-	-	-	0,3	0,0	17,1	-25,5
ott.	332,4	131,4	395,284	4,6	26,2	170,2	9,4	31,5	128,6	-	-	-	0,8	0,0	17,8	-24,9
nov.	321,9	131,0	394,294	4,6	25,4	160,9	11,2	26,9	121,8	-	-	-	1,0	0,0	15,8	-17,5
dic.	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	-	-	-	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 gen.	309,7	127,0	393,542	4,5	23,5	154,7	10,2	32,5	111,7	-	-	-	0,3	0,0	19,3	-17,1
feb.	298,5	125,4	393,540	4,5	23,3	145,2	10,1	32,6	102,4	-	-	-	0,1	0,0	20,8	-10,9
mar.	308,4	136,4	393,539	4,6	23,2	144,2	9,7	29,3	105,5	-	-	-	-0,2	0,0	20,4	-10,5
apr.	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
mag.	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
giu.	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
lug.	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
ago.	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
set.	298,2	131,4	392,200	4,6	20,5	141,8	8,0	31,2	102,5	-	-	-	0,1	0,0	19,1	-8,5
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2001 dic.	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002 dic.	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003 set.	40,7	8,2	24,656	0,2	0,0	32,3	0,9	4,5	26,9	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-2,3
ott.	40,4	8,2	24,656	0,2	0,0	32,0	1,0	4,7	26,3	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-2,3
nov.	39,6	8,2	24,656	0,2	0,0	31,2	1,0	5,2	25,0	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-2,4
dic.	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 gen.	38,3	8,0	24,656	0,2	0,0	30,1	1,3	6,9	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-2,0
feb.	36,1	7,9	24,656	0,2	0,0	28,0	1,1	7,7	19,2	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
mar.	37,9	8,5	24,656	0,2	0,0	29,1	1,0	5,4	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,5	-0,4
apr.	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
mag.	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
giu.	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
lug.	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
ago.	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
set.	38,0	8,3	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,0

Fonte: BCE.

# TASSI DI CAMBIO

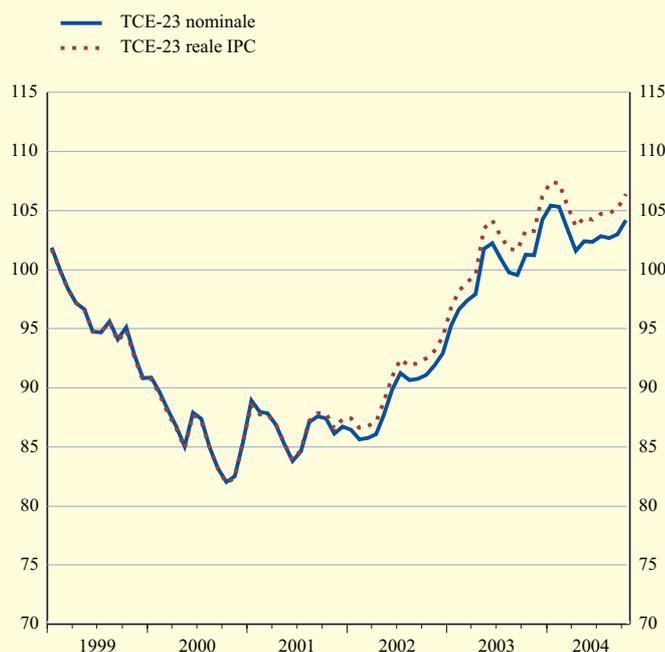
## 8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(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	104,5	.	.	.	110,1	104,5
2003 ott.	101,3	103,3	103,1	.	.	.	108,0	103,0
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	104,4
ago.	102,7	104,8	104,4	.	.	.	109,9	104,4
set.	103,0	105,1	104,8	.	.	.	110,3	104,7
ott.	104,2	106,4	106,0	.	.	.	111,5	105,8
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2004 ott.	1,1	1,2	1,2	.	.	.	1,1	1,1
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2004 ott.	2,9	3,0	2,8	.	.	.	3,3	2,8

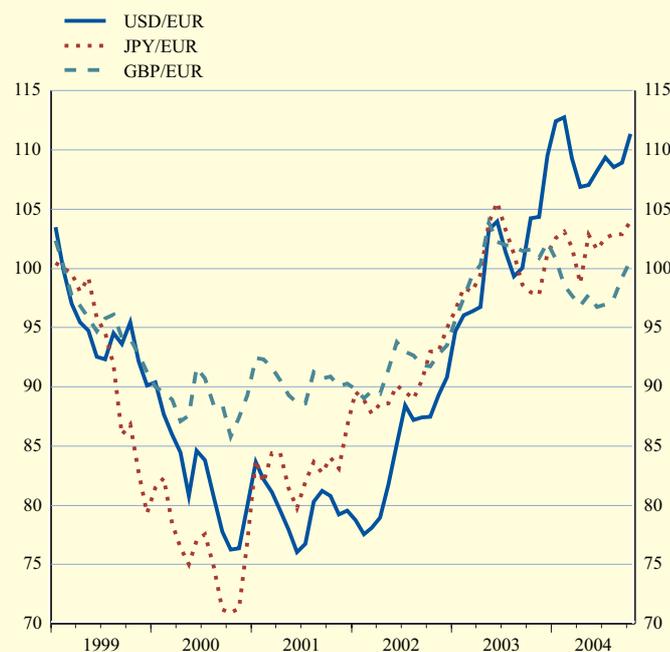
### F33 Tassi di cambio effettivi

(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 statunitense	Sterlina britannica	Yen giapponese	Franco svizzero	Corona svedese	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Corona danese	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano	Corona islandese	Dollaro neozelandese	Rand sudafricano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,8956	0,62187	108,68	1,5105	9,2551	1.154,83	6,9855	7,4521	1,6039	1,3864	8,0484	1,7319	87,42	2,1300	7,6873
2002	0,9456	0,62883	118,06	1,4670	9,1611	1.175,50	7,3750	7,4305	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376	86,18	2,0366	9,9072
2003	1,1312	0,69199	130,97	1,5212	9,1242	1.346,90	8,8079	7,4307	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379	86,65	1,9438	8,5317
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 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
ott.	1,2490	0,69144	135,97	1,5426	9,0620	1.426,19	9,7284	7,4379	2,0947	1,5600	8,2349	1,7050	87,58	1,8280	7,9861
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>														
2004 ott.	2,2	1,5	1,1	0,0	-0,3	1,6	2,1	0,0	1,1	-1,1	-1,5	-2,0	-0,1	-1,4	-0,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>														
2004 ott.	6,8	-0,9	6,1	-0,4	0,6	4,5	7,5	0,1	3,3	0,7	0,1	1,1	-1,8	-6,0	-2,1

	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 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
ott.	0,57595	31,491	15,6466	246,69	3,4528	0,6690	0,4297	4,3182	239,9067	39,997	1,9559	41,082	1.860,247
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2004 ott.	-0,2	-0,3	0,0	-0,4	0,0	1,2	0,5	-1,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	1,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2004 ott.	-1,4	-1,6	0,0	-3,6	0,0	3,2	0,4	-6,0	1,8	-3,2	0,4	5,9	10,8

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.	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
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.	2,8	0,9	3,8	1,8	7,7	3,0	6,7	3,2	4,7	3,4	6,4	1,2	1,1
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle Amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL													
2001	-5,9	2,1	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	-5,8	-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	-9,6	-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	62,0	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	62,3	41,1	29,5	43,3	52,6	38,3
2003	37,8	45,9	5,3	70,9	14,4	21,4	59,1	70,4	45,4	29,4	42,6	52,0	39,8
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 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
set.	5,02	4,38	-	6,58	4,87	4,56	8,58	4,70	6,96	4,63	5,04	4,37	4,95
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 apr.	2,06	2,17	2,62	3,94	4,49	2,69	-	2,90	5,69	4,99	5,35	2,19	4,39
mag.	2,16	2,20	2,61	5,16	4,47	2,70	-	2,90	5,99	4,76	4,91	2,20	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	2,20	4,79
lug.	2,47	2,22	2,41	5,23	4,05	2,69	-	2,94	6,34	4,03	3,96	2,20	4,86
ago.	2,57	2,21	2,41	5,16	4,12	2,71	-	2,96	6,60	4,01	3,96	2,20	4,96
set.	2,72	2,21	2,41	5,15	4,14	2,68	-	2,96	7,12	4,07	4,16	2,20	4,95
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	1,7	7,0	3,6	8,8	7,1	4,2	2,3	.	3,8	5,5	2,8	3,4
2° trim.	.	2,6	.	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	-7,6	7,9	-2,8
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2002	5,8	1,8	4,1	-	-0,4	-1,2	8,9	-	-1,6	6,0	4,4	0,8	3,4
2003	3,9	2,2	4,6	-	4,9	1,5	7,0	-	.	4,8	6,6	0,5	.
2003 4° trim.	2,7	1,0	2,7	-	-	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 1° trim.	.	1,6	4,7	-	-	.	.	.	.	.	.	.	.
2° trim.	.	0,6	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	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,2	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004 1° trim.	8,4	5,6	9,8	5,0	9,9	11,5	5,8	8,9	19,1	6,2	18,3	6,2	4,7
2° trim.	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,2	5,8	8,8	18,9	6,1	18,5	6,5	4,7
3° trim.	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,7	5,8	8,5	18,7	5,9	18,1	6,5	.
2004 mag.	8,4	5,4	9,6	4,5	9,8	11,1	5,7	8,8	18,9	6,0	18,5	6,6	4,7
giu.	8,4	5,4	9,5	4,8	9,7	11,1	5,7	8,8	18,8	6,0	18,4	6,5	4,7
lug.	8,4	5,3	9,3	4,9	9,7	11,0	5,8	8,6	18,8	5,9	18,2	6,4	4,6
ago.	8,4	5,3	9,1	5,0	9,7	10,7	5,8	8,4	18,7	5,9	18,0	6,3	.
set.	8,4	5,3	8,9	5,1	9,7	10,4	5,9	8,4	18,7	5,9	18,0	6,8	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

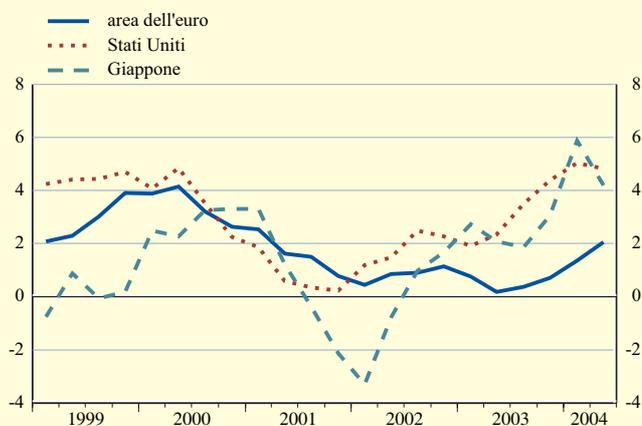
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> 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.	2,7	.	3,9	5,8	5,4	4,6	1,75	4,29	1,2220	.	.
2004 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	.	.	6,2	5,4	4,4	1,73	4,27	1,2176	.	.
set.	2,5	.	.	4,9	5,4	4,9	1,90	4,13	1,2218	.	.
ott.	.	.	.	.	.	.	2,08	4,08	1,2490	.	.
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	5,2	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.	-0,1	.	.	6,3	.	1,9	0,05	1,64	134,38	.	.
2004 giu.	0,0	-8,0	.	8,9	4,6	1,7	0,05	1,77	132,86	.	.
lug.	-0,1	-5,1	.	5,7	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	.	.
ago.	-0,2	.	.	9,8	.	1,8	0,05	1,63	134,54	.	.
set.	0,0	.	.	3,8	.	2,0	0,05	1,50	134,51	.	.
ott.	.	.	.	.	.	.	0,05	1,49	135,97	.	.

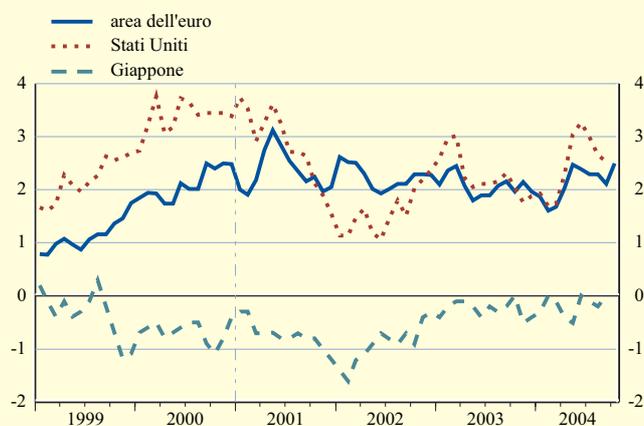
### F35 PIL a prezzi costanti

(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) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

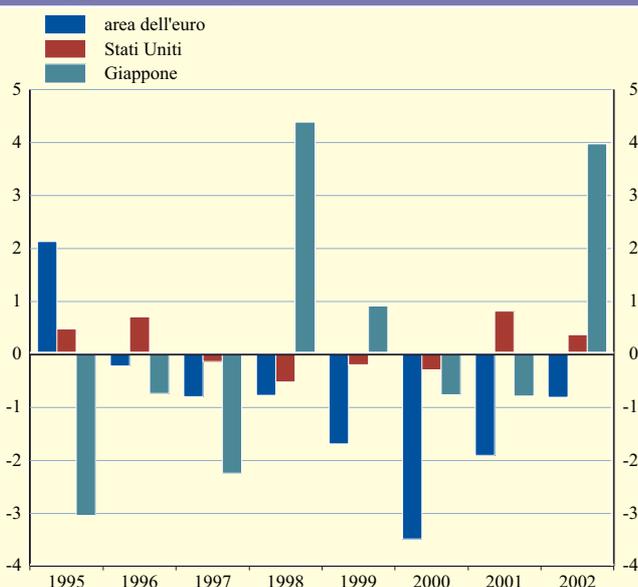
5) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

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

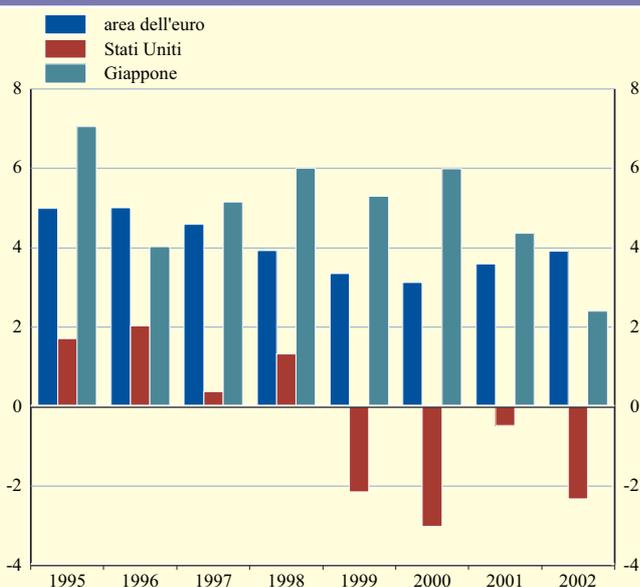
**2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari**

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento <sup>2)</sup>	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo <sup>3)</sup>	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
2000	18,0	20,8	-4,0	9,5	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<sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)



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

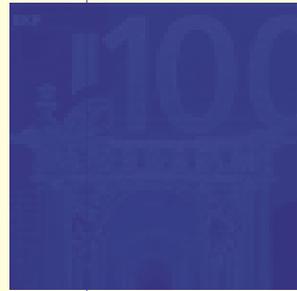
1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

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

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

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle Amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle Amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S31
F14	Consistenze di titoli non azionari distinti per settore emittente	S32
F15	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S33
F16	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:

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

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:

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

### 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:

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

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

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

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:

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

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

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 <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per

ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori di destagionalizzazione (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono revisionati con periodicità annuale o quanto richiesto.

#### RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come  $T_t$  le transazioni nel trimestre  $t$  e come  $L_t$  le consistenze al termine del trimestre  $t$ , 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 <sup>1)</sup>

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](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Monetary statistics*.

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

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

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 <sup>4)</sup>

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

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

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 3 novembre 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 <sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 <sup>2)</sup>.

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

#### CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

Le sezioni 3.1 e 3.2 riportano dati trimestrali sui conti finanziari dei settori non finanziari 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 95<sup>3)</sup>. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere nella colonna 1 della sezione 4.2 sono identici ai dati riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze dei titoli emessi da IFM (colonna 2 nella sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con quelli relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (sezione 2.1, colonna 8).

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza e per settore emittente). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale acquista o dismette attività finanziarie e contrae o ripiana una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passività, colonna 21).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della sezione 4.4 sono riportati i tassi di crescita sui dodici mesi delle consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per

settore emittente. Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto emittente vende o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. Le transazioni includono la quotazione in borsa per la prima volta di un soggetto emittente così come la creazione o cancellazione di nuovi strumenti. Il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi non tiene conto di riclassificazioni, rivalutazioni, e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni.

La sezione 4.5 presenta statistiche su tutti i tassi d'interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie 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 (S131); 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<sup>4)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001<sup>5)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabbrica* e sono comprensivi di imposte indirette a 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 sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono 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 interna-

zionale 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<sup>6)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle Amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

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<sup>7)</sup> sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

## 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<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del maggio 2003 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2003/7)<sup>8)</sup> e con la documentazione dell'Eurostat. Un'ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2003), disponibile sul sito Internet della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.

Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

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, ottenere 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](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte

7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

8) GU L. 131 del 28.5.2003, pag. 20.

dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione 7.3.1 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione per area geografica sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in 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 <sup>1)</sup>

## 3 GENNAIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

Decide inoltre che in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine del 2002 verrà aggiudicato un ammontare pari a 20 miliardi di euro. Tale ammontare è stabilito tenendo conto del fabbisogno di liquidità atteso del sistema bancario dell'area dell'euro nel 2002 e del desiderio dell'Eurosistema di continuare a fornire la maggior parte del rifinanziamento al settore finanziario attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo potrà modificare il volume in aggiudicazione nel corso dell'anno a fronte di sviluppi inattesi nelle esigenze di liquidità.

## 7 FEBBRAIO, 7 MARZO, 4 APRILE, 2 MAGGIO, 6 GIUGNO E 4 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

## 10 LUGLIO 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre da 20 a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nella seconda metà del 2002. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

## 1° AGOSTO, 12 SETTEMBRE, 10 OTTOBRE E 7 NOVEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 3,25, al 4,25 e al 2,25 per cento, rispettivamente.

## 5 DICEMBRE 2002

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale di 0,50 punti percentuali, al 2,75 per cento, con effetto dalla operazione con regolamento l'11 dicembre 2002. Decide, inoltre, di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,75 e all'1,75 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2002.

In aggiunta, decide che il valore di riferimento per il tasso di crescita annuale dell'aggregato monetario ampio M3 rimanga al 4½ per cento.

## 9 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

## 23 GENNAIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di attuare due misure volte ad accrescere l'efficienza

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2000, cfr. le pagg. 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE e le pagine 231-233 del Rapporto Annuale 2001 della BCE.

dell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

In primo luogo, il calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria sarà ridefinito, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria. Inoltre, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrà effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento.

In secondo luogo, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali sarà ridotta da due a una settimana.

Si prevede che queste misure divengano effettive nel corso del primo trimestre del 2004.

Facendo seguito al comunicato stampa del 10 luglio 2002, il Consiglio direttivo decide anche di mantenere a 15 miliardi di euro l'importo da assegnare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2003. Tale importo è stabilito tenendo conto del previsto fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro e riflette l'intento dell'Eurosistema di continuare a erogare la maggior parte delle liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali.

### **6 FEBBRAIO 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,75, al 3,75 e all'1,75 per cento, rispettivamente.

### **6 MARZO 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifi-

nanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

### **3 APRILE 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

### **8 MAGGIO 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

Annuncia altresì i risultati della sua valutazione della strategia di politica monetaria della BCE. La strategia, annunciata il 13 ottobre 1998, si impernia su tre cardini: una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, l'attribuzione di un ruolo di primo piano alla moneta nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e una valutazione di ampio respiro delle prospettive per l'andamento dei prezzi.

Il Consiglio direttivo conferma la definizione di stabilità dei prezzi formulata nell'ottobre 1998, ovvero: "La stabilità dei prezzi è definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine". Allo stesso tempo esso ha deciso che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefiggerà di mantenere l'inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

Il Consiglio direttivo ha confermato che le sue decisioni di politica monetaria continueranno a basarsi su un esame completo dei rischi per la stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo il Consiglio direttivo decide di rendere più chiaro nella sua comunicazione il ruolo svolto rispettivamente dall'analisi economica e dall'analisi monetaria nel processo che porta ad una valutazione complessiva univoca sui rischi per la stabilità dei prezzi.

Al fine di sottolineare la natura di lungo periodo del valore di riferimento per la crescita della moneta come benchmark per la valutazione degli andamenti monetari, il Consiglio direttivo ha altresì deciso di non effettuare più una revisione annuale di tale valore. Esso continuerà, tuttavia, a esaminare le condizioni e le ipotesi sottostanti alla sua derivazione.

#### **5 GIUGNO 2003**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,50 punti percentuali, al 2,0 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 9 giugno 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,50 punti percentuali, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento, a decorrere dal 6 giugno 2003.

#### **10 LUGLIO, 31 LUGLIO, 4 SETTEMBRE, 2 OTTOBRE, 6 NOVEMBRE, 4 DICEMBRE 2003 E 8 GENNAIO 2004**

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

#### **12 GENNAIO 2004**

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare

tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

#### **5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004**

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

#### **10 MARZO 2004**

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

#### **1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 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 agosto e ottobre 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.  
*I prezzi del petrolio e l’economia dell’area dell’euro*, novembre 2004.  
*Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie*, novembre 2004.  
*Sviluppi strutturali e normativi in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell’Unione europea*, novembre 2004.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Publicazione 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. Wredenberg, 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.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 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. Tapking 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.
- 395 *Fiscal sustainability and public debt in an endogenous growth model*, di I. Fernández-Huertas Moraga e J.-P. Vidal, ottobre 2004.
- 396 *The short-term impact of government budgets on prices: evidence from macroeconomic models*, di J. Henry, P. Hernández de Cos e S. Momigliano, ottobre 2004.
- 397 *Determinants of euro term structure of credit spreads*, di A. Van Landschoot, ottobre 2004.
- 398 *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities*, di Y. Altunbas e D. Marqués Ibáñez, ottobre 2004.
- 399 *Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities*, di C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov e N. Valla, ottobre 2004.
- 400 *Cross-country differences in monetary policy transmission*, di R.-P. Berben, A. Locarno, J. Morgan and J. Valles, ottobre 2004.
- 401 *Foreign direct investment and international business cycle comovements*, di W. J. Jansen e A. C. J. Stokman, ottobre 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.  
*Convergence Report 2004*, ottobre 2004.  
*Standards for securities clearing and settlement in the European Union*, ottobre 2004.  
*The European Central Bank - History, role and functions*, ottobre 2004.  
*E-payments without frontiers*, ottobre 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 inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli input e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro (*Eurozone Composite Index*) viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti i paesi della UE.

**Indice dei prezzi degli input del settore manifatturiero dell'area dell'euro [*Eurozone Manufacturing Input Prices Index (EPI)*]:** media ponderata dei dati sui prezzi degli input nel settore manifatturiero risultanti dalle indagini sulle condizioni del settore condotte in diversi paesi dell'area dell'euro.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (incluse le gratifiche di qualsiasi genere), i contributi previdenziali a carico del datore di lavoro e altri costi (quali i costi di formazione, di reclutamento e le imposte relative all'occupazione) e al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi su tutti gli occupati per il totale delle ore da loro lavorate (comprese le ore di straordinario).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

**Inerzia salariale [*wage drift*]:** misura del divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali di base (per es. a causa di elementi aggiuntivi quali gratifiche, premi di promozione e clausole previste in caso di inflazione inattesa).

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** rilevazione delle acquisizioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro di titoli emessi da non residenti ("attività") e delle acquisizioni nette da parte di non residenti di titoli emessi da residenti nell'area ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari, i titoli di debito del tipo di obbligazioni e notes e gli strumenti di mercato monetario. Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento dei diritti di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali che riflettono lo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione equivalente ad almeno il 10 per cento dei diritti di voto). Il conto degli investimenti diretti rileva le acquisizioni nette di attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le acquisizioni nette di attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro"). Gli investimenti diretti includono quelli in capitale di rischio, gli utili reinvestiti ed altri riconducibili a operazioni di prestito intersocietario.

**M1: aggregato monetario ristretto.** Include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2: aggregato monetario intermedio.** Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore ai due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le Amministrazioni centrali.

**M3: aggregato monetario ampio.** Si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, vale a dire le operazioni pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza non superiore ai due anni emessi dalle IFM.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (*exchange rate mechanism II*)]:** l'accordo di cambio che fornisce l'assetto per la cooperazione nelle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri della UE non partecipanti alla Fase Tre della UEM.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]:** operazione mensile di mercato aperto, condotta dall'Eurosistema, con scadenza solitamente a tre mesi. Le operazioni sono condotte come aste a tasso variabile con volumi di aggiudicazione preannunciati.

**Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]:** operazione settimanale di mercato aperto, condotta dall'Eurosistema. Nel 2003 il Consiglio direttivo ha deciso che a partire da marzo 2004 la durata di queste operazioni sarà ridotta da due settimane a una. Le operazioni di rifinanziamento principale sono condotte come aste a tasso variabile con tasso minimo di offerta preannunciato.

**Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]:** categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema, attraverso le quali le controparti possono ottenere credito dalle banche centrali nazionali a un tasso di interesse predefinito a fronte di attività idonee.

**Parità centrale [*central parity*]:** tasso di cambio delle valute partecipanti agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno al quale sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** includono i depositi con durata prestabilita superiore ai due anni, i depositi rimborsabili con preavviso superiore ai tre mesi, i titoli di debito con scadenza originaria superiore ai due anni nonché il capitale e le riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** il valore e la composizione delle consistenze delle attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo. Viene anche definita come posizione attiva netta verso l'estero.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** misura dei prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, escluse le importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il risultato finale dell'attività produttiva. Corrisponde alla produzione di beni e servizi dell'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le esportazioni e importazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** misura della produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. La produttività del lavoro si può misurare in diversi modi. Di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** indice del valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*debt ratio (general government)*]:** per debito pubblico si intende il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle Amministrazioni pubbliche. Il rapporto debito pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato correnti ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle Amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il disavanzo pubblico è definito come indebitamento netto e corrisponde alla differenza fra le entrate e spese totali delle Amministrazioni pubbliche. Il rapporto disavanzo pubblico/PIL viene definito come il rapporto tra il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e il prodotto interno lordo ai prezzi di mercato ed è oggetto di uno dei criteri di convergenza relativi alla finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato [*compensation per employee*]:** i redditi si definiscono come la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, pagabile dai datori di lavoro agli occupati. I redditi comprendono sia i salari e gli stipendi lordi, sia le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro. I redditi per occupato si definiscono come i redditi totali divisi per il numero totale degli occupati.

**Retribuzioni lorde mensili [*gross monthly earnings*]:** misura dei salari e degli stipendi lordi mensili degli occupati, compresi i contributi previdenziali a loro carico.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** ammontare minimo che le istituzioni creditizie devono detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri di un periodo di mantenimento di circa un mese.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** il mantenimento della stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario dell'Eurosistema. Il Consiglio direttivo definisce la stabilità dei prezzi come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Tassi di cambio effettivi dell'euro (TCE, nominali/reali) [*euro effective exchange rates (EERs, nominal/real)*]:** i TCE nominali dell'euro sono medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti delle valute di un gruppo ristretto e di un gruppo esteso di partner commerciali. I pesi utilizzati riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area. I tassi di cambio effettivi reali si ottengono dai TCE nominali, corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** i tassi di interesse che vengono fissati dal Consiglio direttivo e che riflettono l'orientamento della politica monetaria della BCE. Essi sono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Titoli azionari [*equity securities*]:** rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. I titoli azionari di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Titoli di debito [*debt securities*]:** rappresentano una promessa da parte dell'emittente (il prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (il prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Essi recano solitamente uno specifico tasso di interesse (la cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito i cui pagamenti delle cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]:** tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente il valore di riferimento per la crescita sui dodici mesi di M3 è pari al 4½ per cento.

**Volatilità implicita [*implied volatility*]:** misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad es., dei titoli di debito o delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle opzioni.