



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  
DICEMBRE**

1000





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE 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 1° dicembre 2004.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>	<b>STATISTICHE</b>	<b>S1</b>
<b>ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI</b>		<b>CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA</b>	<b>I</b>
Il contesto esterno all'area dell'euro	9	<b>IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)</b>	<b>V</b>
Gli andamenti monetari e finanziari	18	<b>DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2003</b>	<b>IX</b>
Prezzi e costi	56	<b>GLOSSARIO</b>	<b>XV</b>
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	66		
La finanza pubblica	71		
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema	78		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	83		
<b>Riquadri:</b>			
1 Le previsioni sui corsi petroliferi futuri	16		
2 L'avversione al rischio e l'andamento degli aggregati monetari	19		
3 Risparmio, fonti di finanziamento e investimenti delle famiglie e delle società non finanziarie dell'area dell'euro nel 2003	32		
4 Condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro	35		
5 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dall'11 agosto all'8 novembre 2004	42		
6 Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati obbligazionari	46		
7 Concorrenza e andamento dei prezzi nei mercati del gas naturale e dell'energia elettrica dell'area dell'euro	58		
8 Impatto potenziale della rimozione del contingentamento al commercio di prodotti tessili e di abbigliamento	61		
9 Procedure appropriate per la compilazione e la trasmissione delle statistiche sulle finanze pubbliche	74		
10 Confronto con le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel settembre 2004	81		
11 Previsioni formulate da altre istituzioni	81		

## 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 2 dicembre 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.

Le prospettive di breve periodo per l'inflazione continuano a destare preoccupazione. Allo stadio attuale gli andamenti delle quotazioni petrolifere esercitano un impatto considerevole sui prezzi al consumo nell'area dell'euro. Tuttavia, non si riscontrano indicazioni significative dell'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo a livello interno. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE sugli attuali livelli, che risultano storicamente bassi. Nel contempo, sussistono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio termine, ed è quindi fondamentale rimanere vigili.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, la crescita si è ridotta nel secondo semestre del 2004, dopo gli andamenti positivi osservati nella prima parte dell'anno. Per il terzo trimestre, si stima che il PIL sia aumentato sul periodo precedente soltanto dello 0,3 per cento, a fronte dello 0,7 e dello 0,5 dei due trimestri precedenti. Secondo l'Eurostat il contributo delle esportazioni nette è divenuto negativo, in particolare per effetto della forte espansione delle importazioni, e la dinamica dei consumi privati è stata contenuta, attenuata probabilmente dai rincari del greggio. Nel contempo, si sono osservati un'accelerazione degli investimenti e un'accumularsi delle scorte. I risultati delle indagini congiunturali disponibili per ottobre e novembre segnalano il perdurare della crescita nel quarto trimestre, sebbene a un ritmo più moderato rispetto alla prima parte dell'anno.

Continuano a sussistere i presupposti per un proseguimento dell'espansione economica. Dal

lato esterno, nonostante alcuni segnali di moderazione, la crescita a livello internazionale dovrebbe rimanere vigorosa. Le esportazioni dell'area dell'euro seguirebbero a beneficiare delle condizioni della domanda mondiale. Dal lato interno, gli investimenti dovrebbero essere ulteriormente sostenuti dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area, dall'incremento dei profitti e dalla maggiore efficienza delle imprese conseguita attraverso il processo di ristrutturazione societaria. Infine, esistono margini per un rafforzamento dei consumi privati, il quale potrebbe concretizzarsi, in particolare, grazie a un risoluto impegno sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali e alla conseguente minore incertezza circa la portata e la rapidità dei progressi conseguiti al riguardo.

Ci si attende, quindi, una graduale ripresa dell'attività nell'area dell'euro nei prossimi due anni, con tassi di crescita in qualche misura più moderati rispetto alle anticipazioni di alcuni mesi fa a causa dell'impatto dei prezzi petroliferi. Questa valutazione si riflette anche nelle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema. Il tasso di variazione del PIL dell'area dovrebbe collocarsi, in media d'anno, in un intervallo dell'1,6-2,0 per cento nel 2004, per poi situarsi all'1,4-2,4 per cento nel 2005 e all'1,7-2,7 l'anno seguente. Le previsioni pubblicate da organizzazioni internazionali e del settore privato tracciano un quadro essenzialmente analogo.

I rischi al ribasso per queste proiezioni derivano in particolare da andamenti potenzialmente sfavorevoli nel mercato del petrolio. Per contenere tali rischi, occorre evitare il prodursi di effetti di secondo impatto attraverso la formazione dei salari e dei prezzi, mentre le autorità di bilancio devono astenersi dall'attuare misure suscettibili di prolungare o distorcere il necessario processo di aggiustamento. Inoltre, il grado di concorrenza nel settore dell'energia dell'area rappresenta un fattore importante per l'assorbimento, senza distorsioni significative, dei rincari del greggio. Ulteriori progressi nell'accrescere la concorrenza in tale settore apporterebbero grandi benefici.

Passando ai prezzi al consumo, in base alla stima dell'Eurostat il tasso d'inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è sceso al 2,2 per cento in novembre, dal 2,4 di ottobre. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe continuare a registrare valori superiori al 2 per cento e un ulteriore incremento di natura temporanea dagli attuali livelli non può essere escluso. In una prospettiva di più lungo periodo, tuttavia, le informazioni finora disponibili indicano che l'inflazione armonizzata scenderebbe al di sotto del 2 per cento nel corso del 2005 in assenza di altri shock avversi, e non segnalano l'accumularsi di maggiori pressioni inflazionistiche di fondo nell'area. Gli aumenti delle retribuzioni sono rimasti contenuti negli ultimi trimestri e, in un contesto di perdurante crescita moderata e di debolezza del mercato del lavoro, questa tendenza dovrebbe proseguire in futuro. I prezzi alla produzione registrano un incremento che, restando circoscritto ai beni energetici e intermedi, avrebbe tuttavia limitate ripercussioni.

Tali valutazioni sono incluse anche nelle proiezioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema. Il tasso di inflazione misurato sullo IAPC si porterebbe, in media d'anno, su un livello compreso fra il 2,1 e il 2,3 per cento nel 2004. Esso dovrebbe situarsi all'1,5-2,5 per cento nel 2005 e all'1,0-2,2 per cento nel 2006, una volta che gli effetti derivanti dai recenti rincari del petrolio e dagli scorsi aumenti di imposte indirette e prezzi amministrati verranno gradualmente meno. Queste proiezioni sono sostanzialmente coerenti con le previsioni pubblicate di recente da organizzazioni internazionali e del settore privato.

È necessario tenere in considerazione diversi rischi al rialzo. Destano preoccupazione, in particolare, i futuri andamenti dei corsi petroliferi e, più in generale, il potenziale rischio di effetti di secondo impatto nell'intera economia attraverso la formazione di salari e prezzi. Inoltre, occorre seguire attentamente gli ulteriori sviluppi riguardanti le imposte indirette e i prezzi amministrati.

L'analisi monetaria consente di trarre ulteriori indicazioni circa le prospettive per l'evoluzione

dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo. I dati più recenti sugli andamenti monetari confermano che la tendenza discendente osservata per il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 dalla metà dello scorso anno si è arrestata negli ultimi mesi, mostrando persino un'inversione.

Nel corso del 2004 due fattori dagli effetti contrapposti hanno inciso sulla dinamica della moneta. Da un lato, il livello storicamente molto contenuto dei tassi di interesse nell'area ha stimolato la dinamica di M3, in particolare la domanda relativa alle sue componenti più liquide, incluse nell'aggregato ristretto M1. Dall'altro lato, i comportamenti relativi alla composizione dei portafogli si sono tendenzialmente normalizzati durante lo scorso anno, a fronte della preferenza eccezionalmente marcata per le attività liquide che ha caratterizzato il periodo di maggiore incertezza economica e finanziaria compreso fra il 2001 e la metà del 2003. Tuttavia, la preferenza degli investitori per le attività liquide sembra rimanere maggiore di quanto ci si attenderebbe normalmente in questa fase del ciclo, forse perché l'incertezza economica e finanziaria degli ultimi anni è stata piuttosto forte e prolungata.

Il livello molto contenuto dei tassi di interesse alimenta inoltre la domanda di credito da parte del settore privato. In particolare, la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni continua a essere sostenuta, favorita anche dalla vigorosa dinamica dei prezzi delle abitazioni in diversi paesi dell'area dell'euro. La crescita dei prestiti alle società non finanziarie è aumentata ulteriormente negli ultimi mesi.

A seguito dell'espansione persistentemente elevata di M3 negli anni scorsi, il livello di liquidità nell'area dell'euro resta significativamente superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica. Ciò potrebbe generare rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che le spinte inflazionistiche di fondo a livello interno sono contenute, tuttavia occorre tenere sotto

stretta osservazione alcuni rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. La verifica incrociata con l'analisi monetaria conferma la necessità di rimanere vigili circa il concretizzarsi di rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine. È fondamentale evitare che gli andamenti di breve periodo dei prezzi al consumo abbiano una qualsiasi incidenza sulle aspettative di inflazione a lungo termine.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, i prossimi piani di bilancio e programmi di stabilità devono inviare forti segnali volti a rafforzare la fiducia, indicanti la volontà di conseguire solide finanze pubbliche e di operare adeguamenti strutturali atti a favorire la crescita. Con riguardo al quadro istituzionale europeo, il Patto di stabilità e crescita e la procedura per i disavanzi eccessivi rappresentano i cardini dell'UEM per le politiche di bilancio, i quali devono rimanere saldi. Il patto e la procedura devono essere

rispettati appieno nella loro formulazione corrente; tuttavia, la loro applicazione potrebbe essere migliorata, in specie per quanto concerne il meccanismo di prevenzione del patto.

Infine, il Consiglio direttivo appoggia l'invito espresso nel rapporto del Gruppo ad alto livello presieduto da Wim Kok a imprimere un rinnovato impulso al processo di Lisbona e a definirne meglio gli obiettivi. In tale contesto, il Consiglio direttivo riafferma il suo pieno sostegno ai governi, ai parlamenti e alle parti sociali, impegnati ad attuare il programma di riforme e a realizzare innanzitutto quelle misure che promuoveranno l'incremento dell'occupazione, gli investimenti, l'innovazione e la produttività. I passi avanti compiuti in questa direzione non solo faranno aumentare il potenziale di crescita dell'economia dell'area nel medio termine, ma contribuiranno anche a rafforzare la fiducia dei consumatori e delle imprese nel breve periodo.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

La crescita dell'economia mondiale ha continuato a moderarsi pur restando vigorosa in gran parte delle regioni. Parte del rincaro del petrolio, un fattore importante nella recente decelerazione dell'attività, è stata riassorbita a partire da ottobre anche se i prezzi restano alti. In media, le pressioni inflazionistiche connesse al petrolio restano contenute e limitate alle componenti dell'indice dei prezzi direttamente connesse ai prodotti energetici. Su tale sfondo, le prospettive generali dell'economia mondiale e della domanda estera dell'area dell'euro restano relativamente favorevoli benché soggette a significativi rischi verso il basso determinati dall'eventuale persistere di elevati corsi petroliferi o da una correzione destabilizzante degli squilibri mondiali.

## 1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

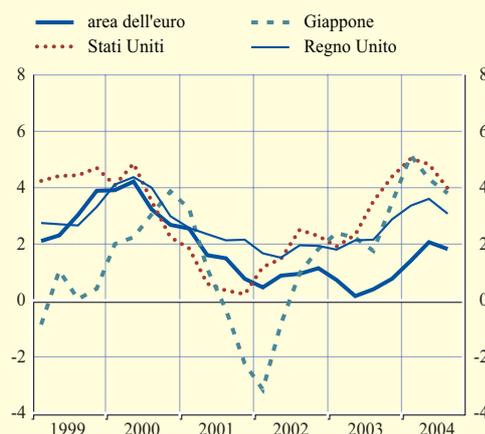
Dopo i ritmi sostenuti della prima metà dell'anno, la crescita mondiale ha continuato a ridursi per effetto di ulteriori diminuzioni del tasso di incremento del PIL reale nel terzo trimestre in numerosi paesi (cfr. figura 1). Ciò nonostante, l'attività complessiva è rimasta vivace e particolarmente vigorosa in America latina e nei paesi asiatici escluso il Giappone. Sebbene una lieve moderazione della crescita fosse attesa nella fase di maturazione del ciclo mondiale, i recenti aumenti dei corsi petroliferi hanno concorso in misura significativa ad accentuarla. Dopo il massimo storico della fine di ottobre, i prezzi del petrolio hanno registrato una parziale inversione di tendenza che è stata accompagnata dalla ripresa dei mercati azionari a livello mondiale.

L'impatto del rincaro del petrolio sull'inflazione complessiva, pur presente, è stato per lo più limitato all'effetto diretto sulle componenti degli indici di prezzo connesse ai prodotti energetici. Inoltre, in vari paesi i prezzi dei prodotti alimentari hanno di recente esercitato spinte al rialzo su quelli al consumo. In generale, la dinamica dei prezzi al consumo esclusi quelli dei prodotti alimentari ed energetici è stata relativamente modesta, a indicare che gli effetti indiretti e di secondo impatto del rincaro del petrolio restano per il momento piuttosto moderati.

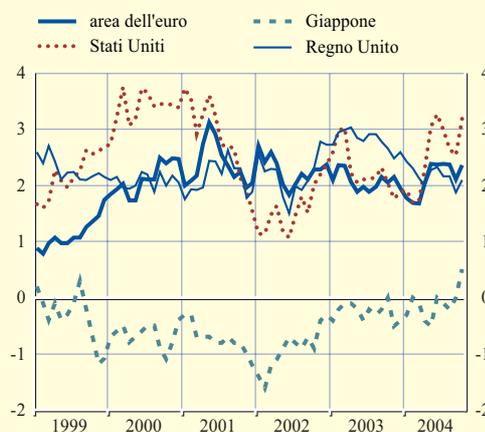
L'effetto congiunto della perdurante espansione statunitense, dell'ulteriore moderazione della crescita in alcuni paesi e delle incertezze circa l'orientamento futuro della politica di bilancio negli Stati Uniti ha recentemente riacutizzato i timori del mercato riguardo agli squilibri mon-

Figura 1 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate

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



Tassi di inflazione<sup>1)</sup>  
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito 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.

diali. Ciò ha concorso al deprezzamento relativamente generalizzato della moneta statunitense, che ha subito una perdita di valore particolarmente sensibile nei confronti dell'euro e dello yen giapponese.

#### STATI UNITI

Negli ultimi mesi l'attività economica statunitense ha registrato un'accelerazione dopo il rallentamento del secondo trimestre. In base alle stime preliminari, nel terzo trimestre del 2004 il PIL in termini reali è cresciuto a un tasso annualizzato del 3,7 per cento sul trimestre precedente, dopo il 3,3 per cento del secondo trimestre. Questa accelerazione deriva principalmente dal marcato aumento in termini reali della spesa per consumi delle famiglie in beni durevoli, in risposta agli incentivi che i fabbricanti di autoveicoli hanno offerto durante l'estate. Benché nell'insieme gli investimenti fissi abbiano subito un sensibile calo della crescita in termini reali, quelli delle imprese hanno mantenuto un robusto tasso di espansione. Le esportazioni nette hanno continuato a deprimere la crescita del PIL, con un aumento delle importazioni che è stato superiore a quello delle esportazioni. Di fatto, a seguito dei persistenti aumenti del disavanzo commerciale, nel secondo trimestre quello di conto corrente ha raggiunto un ulteriore massimo storico a 166,2 miliardi di dollari (corrispondenti al 5,7 per cento del PIL). Anche il disavanzo di bilancio si è ulteriormente ampliato. Il disavanzo federale per l'esercizio finanziario 2004, conclusosi il 30 settembre, è salito a 412,6 miliardi di dollari, un livello superiore del 9,4 per cento a quello dell'anno precedente, e tale da far prevedere a fine anno un rapporto con il PIL dell'anno attorno al 3,6 per cento.

In prospettiva, la crescita del prodotto dovrebbe restare vigorosa. Il settore produttivo, che ha finanziato l'attuale ripresa degli investimenti per lo più con mezzi interni, è contraddistinto da una situazione patrimoniale sana. Questo, assieme all'orientamento attualmente espansivo della politica di bilancio e alle condizioni finanziarie ancora favorevoli alla crescita, dovrebbe sostenere un incremento robusto in termini reali della spesa per investimenti delle imprese. Per contro, la crescita in termini reali della spesa per consumi potrebbe subire un rallentamento a causa di vari fattori quali il venir meno degli effetti dei precedenti stimoli forniti dalle politiche macroeconomiche, i livelli di indebitamento storicamente elevati e l'incidenza storicamente bassa dei risparmi sul reddito disponibile, oltreché per l'impatto frenante dei prezzi energetici persistentemente elevati sul potere d'acquisto. Le prospettive del disavanzo di conto corrente sono notevolmente incerte, in parte a causa dell'orientamento di bilancio della nuova amministrazione, soprattutto nell'ambito della previdenza sociale e della fiscalità. Nondimeno, è prevedibile che eventuali variazioni del disavanzo di conto corrente siano modeste nel breve periodo in quanto il tasso di risparmio nazionale si modifica solo lentamente e persistono differenziali di crescita rispetto ad altre importanti economie mondiali.

Nonostante il recente aumento dell'inflazione complessiva, le pressioni di fondo sui prezzi connesse agli effetti indiretti e di secondo impatto del rincaro del petrolio sembrano ancora molto contenute. In ottobre la crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo è salita al 3,2 per cento, dal 2,5 di settembre (cfr. figura 1). Ciò ha riflesso i forti rincari dei beni energetici, ai quali è riconducibile oltre la metà di questa netta accelerazione, oltreché l'aumento del prezzo dei prodotti ortofrutticoli freschi. Se si escludono i prodotti alimentari ed energetici, l'incremento dei prezzi al consumo è stato inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto a settembre. Il fatto che i recenti rincari dei prodotti alimentari sembrino riconducibili agli uragani in Florida e che i corsi petroliferi siano scesi dai massimi di ottobre dovrebbe in prospettiva concorrere a contenere le pressioni al rialzo sui prezzi.

Il 10 novembre il Federal Open Market Committee ha innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la quarta volta consecutiva, portandolo al 2,0 per cento e ribadendo la posizione secondo cui l'orientamento monetario resta accomodante e i rischi verso l'alto e verso il basso, re-

lativi al conseguimento di una crescita sostenibile e della stabilità dei prezzi nei prossimi trimestri, restano in equilibrio.

## GIAPPONE

In Giappone la ripresa economica ha continuato a perdere slancio e le pressioni deflazionistiche restano fonte di preoccupazioni. Dopo il significativo rallentamento del secondo trimestre, nel terzo la crescita del PIL si è quasi arrestata collocandosi, secondo una prima stima, attorno allo 0,1 per cento in termini reali sul periodo precedente. La decelerazione è principalmente riconducibile al deteriorarsi delle componenti di spesa che avevano fornito il principale contributo alla precedente fase di robusta espansione, vale a dire le esportazioni e gli investimenti in settori diversi dall'edilizia residenziale (questi ultimi sono addirittura in calo nel terzo trimestre). Nel contempo, la crescita dei consumi delle famiglie ha registrato un lieve incremento sulla scia del graduale miglioramento della situazione del mercato del lavoro.

Le prospettive per l'economia sono divenute più incerte poiché gli elevati corsi petroliferi, il rallentamento della domanda estera e le recenti calamità naturali sembrano avere influito sul Giappone in misura superiore alle attese. Ciò nonostante, l'andamento persistentemente robusto degli utili societari (sorretto dalla migliorata situazione patrimoniale delle imprese) dovrebbe favorire un recupero degli investimenti. Allo stesso tempo, la debolezza degli ordinativi di macchinari sta a indicare che nel breve periodo la spesa per investimenti potrebbe continuare a ristagnare. È pertanto possibile che la crescita complessiva dipenda maggiormente dal persistente vigore della spesa per consumi, che è tuttavia soggetto a rischi poiché il miglioramento della situazione per quanto riguarda i redditi, il mercato del lavoro e il clima di fiducia dei consumatori potrebbe essere contro-bilanciato dal possibile incremento della pressione fiscale.

Mentre il rincaro del petrolio ha avuto riflessi sui prezzi alla produzione dei beni venduti sul mercato interno, esistono scarsi riscontri del fatto che abbia influito sui prezzi al consumo. L'indice dei prezzi al consumo (IPC) generale e quello calcolato escludendo gli alimentari freschi sono entrambi rimasti invariati in settembre rispetto a un anno prima. Nel contempo, il calo del deflatore del PIL si è fermato al 2,1 per cento durante il terzo trimestre. In tale contesto, la Banca del Giappone ha riconfermato l'attuale orientamento monetario, che risulta invariato da gennaio. Stando al documento prospettico semestrale elaborato dalla Banca, per l'esercizio finanziario 2005 alcuni membri del *Policy Board* prevedono una crescita lievemente positiva dell'indice dei prezzi al consumo esclusi gli alimentari freschi, che rappresenta una delle pre-condizioni per l'abbandono dell'attuale assetto di politica monetaria.

## REGNO UNITO

Robusta nei primi sei mesi del 2004, durante il terzo trimestre la crescita ha subito una sensibile moderazione. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,4 per cento sul periodo precedente, dallo 0,9 del secondo trimestre. Dalle stime delle componenti della domanda emerge che tale moderazione è principalmente ascrivibile al calo degli investimenti. In particolare, gli investimenti fissi lordi sono scesi dello 0,1 per cento dopo essere cresciuti del 2,4 per cento nel secondo trimestre. La spesa delle famiglie è aumentata dello 0,5 per cento sul trimestre precedente (0,6 nel secondo trimestre), mentre i consumi collettivi hanno messo a segno un incremento dell'1,4 per cento (0,4 nel secondo trimestre). Sia le esportazioni sia le importazioni sono ulteriormente aumentate (rispettivamente dell'1,9 e dell'1,6 per cento sul trimestre precedente). Negli ultimi mesi l'attività nel mercato immobiliare si è moderata e, per la prima volta in tre anni, sia l'indice Halifax sia quello di Nationwide hanno segnalato un calo dei prezzi delle abitazioni in ottobre. Dati recenti confermano condizioni sempre più tese sul mercato del lavoro. Nel terzo trimestre l'occupazione totale è cresciuta dello 0,8 per cento rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno, mentre il tasso di disoccupazione è sceso al 4,6 per cento.



Guardando al futuro, l'economia britannica dovrebbe crescere in misura più modesta rispetto alle previsioni, soprattutto per effetto della minore espansione della spesa per consumi connessa alla rallentata dinamica del reddito disponibile in termini reali. Sulle prospettive pesano notevoli incertezze riconducibili alla recente decelerazione dell'attività nel mercato delle abitazioni e al probabile impatto della stessa sui consumi privati. Un contributo positivo alla crescita dovrebbe provenire dall'interscambio netto, stimolato dal deprezzamento della sterlina.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è rimasta inferiore all'obiettivo del 2 per cento (1,2 per cento in ottobre, dall'1,1 per cento di settembre). Il costo dell'energia ha fornito il contributo principale al rialzo, seguito dalle vacanze organizzate e dagli ortaggi. Nei tre mesi terminati a settembre, le retribuzioni medie nell'intera economia sono aumentate del 3,7 per cento (4,3 per cento se si escludono le gratifiche) rispetto al periodo corrispondente dello scorso anno. La Bank of England mantiene invariati i propri tassi ufficiali da agosto.

#### **ALTRI PAESI EUROPEI**

In Svezia gli indicatori congiunturali segnalano una crescita persistentemente robusta – seppur in via di moderazione – del prodotto durante il terzo trimestre del 2004. Nonostante il ristagno della produzione industriale, il grado di utilizzo della capacità e gli indicatori del clima di fiducia del settore manifatturiero sono rimasti su livelli elevati. Inoltre, le vendite al dettaglio hanno evidenziato un rinnovato vigore. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dell'1 per cento sul periodo precedente. A determinare questa espansione hanno continuato a concorrere in misura preponderante le esportazioni nette, in un contesto in cui anche gli investimenti hanno evidenziato una ripresa. La disoccupazione è tuttavia rimasta relativamente elevata. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita all'1,4 per cento in ottobre, da una media dell'1,2 per cento nel terzo trimestre del 2004. Vi hanno contribuito soprattutto i maggiori prezzi del petrolio, che hanno sospinto verso l'alto i costi dei trasporti. Il tasso sulle operazioni pronti contro termine, pari al 2,0 per cento, è invariato da marzo. Per i prossimi due anni è attesa una crescita del prodotto superiore a quella potenziale, mentre le prospettive per l'inflazione al consumo restano in linea con l'obiettivo di inflazione della Sveriges Riksbank (pari al 2 per cento  $\pm$  1 punto percentuale) sull'orizzonte di previsione, di riflesso soprattutto alle moderate pressioni dal lato dei costi interni.

In Danimarca gli indicatori congiunturali segnalano l'intensificarsi dell'espansione del PIL in termini reali durante il terzo trimestre del 2004. Nel secondo trimestre essa si era mantenuta pari allo 0,2 per cento sul periodo precedente. Gli investimenti fissi lordi e i consumi delle famiglie hanno fornito il contributo principale alla crescita. Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è aumentato sensibilmente (dallo 0,9 per cento di settembre all'1,6 per cento di ottobre), risentendo in larga parte dei maggiori prezzi nel settore dei trasporti e di un effetto base connesso alla riduzione delle imposte indirette attuata lo scorso anno. Il tasso sui prestiti della Danmarks Nationalbank resta immutato al 2,15 per cento dal 2003. In prospettiva è atteso un aumento della crescita del PIL, sostenuto da un rafforzamento degli investimenti e dei consumi privati. L'inflazione misurata sullo IAPC dovrebbe crescere leggermente, soprattutto a causa dell'aumento dei corsi petroliferi.

Negli Stati membri che hanno aderito all'UE a maggio del 2004, le condizioni economiche sono rimaste robuste durante gli ultimi mesi. In Polonia gli indicatori congiunturali attestano che nel terzo trimestre la crescita del PIL in termini reali potrebbe essere lievemente rallentata. Nel secondo trimestre essa era stata pari al 6,1 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003), contro il 6,9 per cento del periodo precedente. Il principale contributo alla crescita è stato fornito dalla forte espansione delle esportazioni e dalla ripresa della domanda interna a partire dall'inizio dell'anno.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC, che era notevolmente aumentata durante la prima metà del 2004, è scesa leggermente – al 4,6 per cento – in ottobre dopo il massimo del 4,9 per cento raggiunto in agosto. A determinare tale andamento hanno concorso soprattutto i minori prezzi dei prodotti alimentari e il recente apprezzamento dello zloty polacco. Il tasso di riferimento della Narodowy Bank Polski resta invariato al 6,5 per cento da agosto.

Nella Repubblica Ceca indicazioni preliminari riferite al terzo trimestre del 2004 segnalano il persistente vigore dell'attività. Nel secondo trimestre il tasso di incremento del PIL in termini reali è ulteriormente aumentato, al 4,1 per cento (rispetto al periodo corrispondente del 2003), dal 3,5 per cento nel trimestre precedente. Stimolati dai miglioramenti dal lato dell'offerta, gli investimenti fissi lordi sono diventati il principale fattore alla base della crescita. Il contributo delle esportazioni nette è rimasto negativo, mentre i volumi dell'interscambio sono notevolmente aumentati. Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC è stato pari al 3,1 per cento in ottobre, contro il 2,8 di settembre. Vi hanno influito il rincaro dei prodotti alimentari e di quelli energetici e l'aumento dell'imposizione indiretta nei primi mesi dell'anno. Il tasso di riferimento della Česká národní banka resta invariato al 2,5 per cento dal 26 agosto.

In Ungheria gli indicatori evidenziano il possibile persistere di una robusta espansione dell'attività anche nel terzo trimestre del 2004. Nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è stata pari al 4,0 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003) e interamente riconducibile alla domanda interna. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è scesa al 6,4 per cento in ottobre, dal 6,7 per cento di settembre, soprattutto per l'evoluzione favorevole dei prezzi dei beni di consumo durevoli. Il 22 novembre la Magyar Nemzeti Bank ha deciso di abbassare il tasso di riferimento di 50 punti base, al 10 per cento, in considerazione delle più favorevoli prospettive di inflazione.

Nei rimanenti Stati membri che hanno aderito all'UE in maggio la crescita del PIL in termini reali è rimasta vigorosa durante il secondo trimestre, soprattutto nei paesi baltici e in Slovacchia, mentre a Cipro e in Slovenia il prodotto ha registrato un'ulteriore espansione pur partendo da livelli inferiori. Il sensibile aumento dell'inflazione osservato in gran parte dei paesi dopo l'adesione all'UE ha iniziato a rallentare negli ultimi mesi, mentre in alcuni Stati – nella fattispecie in Slovacchia e in Slovenia – l'inflazione ha continuato a moderarsi progressivamente. La Latvijas Banka ha aumentato di 50 punti base, al 4 per cento, il suo principale tasso di riferimento e ha incluso le passività verso istituti di credito esteri e banche centrali nell'aggregato soggetto a riserva. La modifica del tasso di interesse era intesa ad ammortizzare il forte incremento della domanda interna, in risposta all'andamento recente dell'inflazione, al livello persistentemente elevato del disavanzo di conto corrente, alla robusta crescita del credito e al perdurare di incertezze relative al quadro fiscale.

In Svizzera durante il terzo trimestre del 2004 il PIL in termini reali è aumentato in misura pari a quanto fatto il trimestre precedente (2,0 per cento rispetto al corrispondente periodo del 2003). Mentre i consumi privati hanno subito una sensibile decelerazione, le esportazioni hanno continuato a crescere a ritmi sostenuti nonostante il generale rallentamento dell'interscambio mondiale. Anche la crescita delle importazioni di beni e servizi è rimasta molto vigorosa (7,5 per cento sul periodo corrispondente). Di recente, tuttavia, i risultati delle indagini hanno segnalato una lieve decelerazione della crescita nei mesi a venire. Quanto all'evoluzione dei prezzi, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata dell'1,3 per cento in ottobre, contro lo 0,9 per cento di settembre. Il 16 settembre la Banca Nazionale Svizzera ha deciso per la seconda volta nell'anno di innalzare di 0,25 punti percentuali l'intervallo obiettivo per il tasso Libor a tre mesi, portandolo allo 0,25-1,25 per cento, e di mantenere il tasso al centro dell'intervallo attorno allo 0,75 per cento.

Per quanto riguarda la Russia, l'espansione dell'economia – sorretta dagli elevati corsi petroliferi – permane robusta anche se recentemente ha mostrato alcuni segnali di moderazione. Nel secondo trimestre la crescita del PIL è lievemente diminuita rispetto al periodo precedente (al 7,3 per cento sul periodo corrispondente del 2003), sostenuta principalmente dalla spesa per consumi e investimenti, mentre le esportazioni nette hanno fornito un contributo negativo. Successivamente, i dati relativi alla produzione industriale hanno segnalato un possibile ulteriore indebolimento della crescita nella seconda metà dell'anno. Nel contempo, l'inflazione al consumo resta su valori elevati e recentemente ancora in ascesa.

#### **PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE**

Dopo un'espansione particolarmente sostenuta durante i primi due trimestri dell'anno, negli ultimi mesi l'attività economica dei paesi asiatici escluso il Giappone ha subito un progressivo rallentamento. La crescita delle esportazioni e della produzione industriale è parsa raggiungere un massimo attorno alla metà del 2004. Nel contempo, dopo l'andamento ascendente osservato a partire dalla fine dello scorso anno, l'inflazione si è stabilizzata e in varie economie della regione è persino calata.

L'economia cinese ha continuato a crescere in misura superiore rispetto al resto della regione. Nel terzo trimestre il PIL è salito del 9,1 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003), contro il 9,7 per cento dei primi sei mesi dell'anno. Le misure di inasprimento, che fino all'innalzamento del tasso di interesse attuato alla fine di ottobre erano state di natura amministrativa, sembrano aver frenato l'espansione sia degli aggregati monetari e creditizi sia degli investimenti. L'incremento di questi ultimi resta tuttavia sostenuto e le vendite al dettaglio e le esportazioni permangono molto robuste. In ottobre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 4,3 per cento, dal 5,2 per cento di settembre, principalmente per effetto delle oscillazioni dei prezzi dei prodotti alimentari.

In Corea del Sud l'attività economica ha continuato a decelerare risentendo del rallentamento della dinamica delle esportazioni e dell'andamento persistentemente debole della domanda interna. In un contesto di minore crescita e di apprezzamento del tasso di cambio, la banca centrale è intervenuta sui mercati valutari e il 10 novembre ha abbassato il tasso di riferimento al 3,25 per cento, il suo minimo storico.

Le prospettive per l'economia dei paesi asiatici escluso il Giappone restano favorevoli anche se, principalmente per effetto dell'atteso rallentamento della domanda di esportazioni e dell'impatto negativo degli elevati corsi petroliferi, è probabile che a partire dal terzo trimestre la crescita sia gradualmente diminuita. La domanda interna della regione dovrebbe mantenersi su livelli relativamente buoni, grazie alle migliori condizioni sui mercati del lavoro e allo stimolo persistentemente robusto – benché progressivamente inferiore – proveniente dal versante esterno.

#### **AMERICA LATINA**

I dati più recenti sull'America latina evidenziano che l'attività economica continua a migliorare in misura considerevole. Una vigorosa crescita del prodotto ha caratterizzato i tre maggiori paesi della regione (Brasile, Argentina e Messico). In Messico l'attività ha acquisito un certo slancio, e nel terzo trimestre il PIL in termini reali è aumentato del 4,4 per cento (rispetto al corrispondente periodo del 2003). Nello stesso periodo, sia in Brasile sia in Argentina la produzione industriale è cresciuta di circa il 10 per cento pur evidenziando una lieve decelerazione verso la fine del trimestre. L'attuale fase espansiva è sorretta tanto dalla domanda interna quanto da quella estera. Nel contempo, l'effetto congiunto della sostenuta domanda interna e degli elevati corsi petroliferi ha accresciuto le pressioni inflazionistiche e sospinto verso l'alto i tassi di interesse. Le prospettive economiche per

la regione restano favorevoli. Ciò nonostante, l'inasprirsi delle condizioni monetarie e le incertezze connesse all'andamento dei negoziati sul debito estero in Argentina costituiscono rischi verso il basso per le prospettive della regione.

### MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Negli ultimi mesi i prezzi del petrolio si sono impennati, sospinti da una combinazione di forte domanda, interruzioni dell'offerta riconducibili a fenomeni meteorologici, limitata capacità in eccesso e timori circa la sicurezza degli approvvigionamenti futuri. In termini aggregati le forniture mondiali di greggio non sono insufficienti: secondo le stime della International Energy Agency, nel secondo e nel terzo trimestre del 2004 l'offerta è stata in media superiore alla domanda rispettivamente di 1,1 e 1,4 milioni di barili al giorno. I dati aggregati nascondono tuttavia significativi squilibri nelle diverse qualità di petrolio. La domanda di greggio leggero e a basso tenore di zolfo è maggiore dell'offerta in quanto il settore mondiale della raffinazione non è in grado di lavorare la crescente quantità di materia prima di qualità inferiore. Inoltre, la riduzione della capacità in eccesso ha lasciato un margine limitatissimo per l'assorbimento di eventuali turbative sul mercato del petrolio. Di conseguenza, i mercati sono diventati estremamente sensibili alle variazioni inattese dell'equilibrio fra domanda e offerta e ai timori dal lato dell'offerta. Dopo aver raggiunto un massimo storico a 51,4 dollari alla fine di ottobre, il prezzo della qualità Brent è bruscamente sceso fino a raggiungere 45,8 dollari (34,5 euro) il 1° dicembre (cfr. figura 2). Nelle attese degli operatori, il prezzo del petrolio dovrebbe scendere gradualmente a 39,2 dollari per la fine del 2006. Il riquadro 1 analizza i principali approcci per l'elaborazione di ipotesi relative alle quotazioni petrolifere.

I prezzi delle materie prime non energetiche hanno continuato a scendere dopo i massimi di aprile. Tale andamento è riconducibile al consistente calo dei prezzi dei prodotti alimentari, mentre sia i metalli sia le materie prime agricole non alimentari sono lievemente rincarati. Nondimeno, in termini di dollari statunitensi, i prezzi delle materie prime non energetiche risultavano complessivamente cresciuti del 10,8 per cento in ottobre rispetto a un anno prima.

### PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive a medio termine per l'attività all'esterno dell'area dell'euro restano relativamente propizie. La domanda esterna dell'area dovrebbe beneficiare in particolare del perdurante vigore della crescita negli Stati membri che hanno aderito all'UE in maggio. Per quanto sia probabile che i livelli persistentemente elevati dei prezzi petroliferi abbiano un effetto negativo sull'attività mondiale, il loro recente calo dopo i massimi di ottobre e le favorevoli condizioni di finanziamento dovrebbero sostenere il protrarsi di una forte espansione economica. L'indicatore anticipatore composito dell'OCSE e l'indice mondiale dei responsabili degli acquisti segnalano un'ulteriore graduale decelerazione rispetto agli elevati tassi di attività osservati sul finire dell'anno. Nondimeno, la possibilità di un nuovo aumento dei corsi petroliferi o di una correzione disordinata degli attuali squilibri nell'economia mondiale pone significativi rischi verso il basso.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



## Riquadro 1

### LE PREVISIONI SUI CORSI PETROLIFERI FUTURI

Negli ultimi anni il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è stato influenzato in modo considerevole dalle variazioni dei prezzi petroliferi, in larga misura non previste dai mercati e dagli esperti economici. Ciò solleva il problema di quale sia il metodo più appropriato al fine di formulare le ipotesi tecniche relative ai corsi petroliferi nel contesto di previsioni macroeconomiche.

Guardando ai metodi utilizzati da varie istituzioni, esistono tre approcci principali per l'elaborazione delle ipotesi relative alle quotazioni petrolifere. Le proiezioni macroeconomiche dello staff dell'Eurosistema e le previsioni della Commissione europea si avvalgono dei contratti *future*. La logica sottostante al ricorso a questi contratti per prevedere i corsi petroliferi è che essi dovrebbero contemplare le valutazioni più accurate degli operatori di mercato, sebbene i premi per il rischio e la loro variabilità nel tempo possano comportare distorsioni. L'FMI ipotizza che il prezzo del greggio resti invariato all'ultimo valore osservato per l'intero orizzonte temporale della proiezione (la cosiddetta ipotesi *random walk*). L'OCSE ha optato di recente per un approccio basato su valutazioni qualitative, piuttosto che su valutazioni degli operatori di mercato o sull'utilizzo di modelli.

Negli ultimi anni i mercati dei contratti *future* hanno ripetutamente sottostimato gli andamenti effettivi dei corsi petroliferi, dal momento che non sono stati anticipati gli aumenti occorsi fra il 1999 e il 2004. Tuttavia, in un arco temporale più lungo, ad esempio tra i dieci e i quindici anni, tale indicatore non ha comportato errori di previsione sistematicamente positivi o negativi. L'evoluzione prevista dai *future* è stata in genere meno volatile di quella effettivamente seguita dai corsi petroliferi, ma non si sono osservati frequentemente episodi di rilevanti errori di valutazione per eccesso o per difetto (cfr. figura A). È questa una proprietà anche dell'ipotesi *random walk*.

**Figura A Prezzi del greggio qualità Brent e prezzi dei contratti *future***

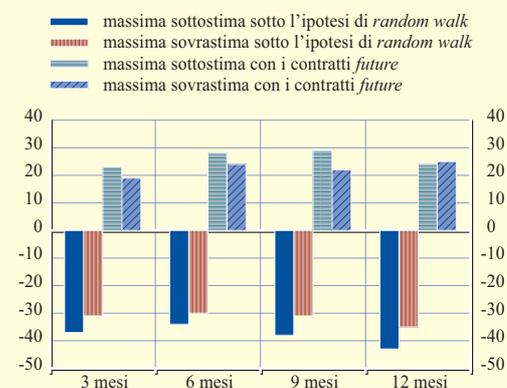
(dollari USA per barile)



Fonte: Bloomberg.  
Nota: I prezzi in figura sono quelli dei contratti *future* sul prezzo del greggio (qualità Brent) con termine compreso fra 1 e 12 mesi scambiati sull'International Petroleum Exchange di Londra.

**Figura B Errori di previsione compiuti utilizzando l'ipotesi *random walk* e quelli compiuti utilizzando i contratti *future***

(in percentuale)



Fonte: esperti della BCE.  
Nota: i dati relativi ai *future* a tre e sei mesi hanno inizio nel 1989, mentre quelli sui *future* a nove e dodici mesi, rispettivamente, nel marzo 1992 e aprile 1995. Tutti i dati sono aggiornati a luglio 2004.

È altresì vero che un'analisi relativa agli ultimi dieci anni rivela che i contratti *future* sui corsi petroliferi sono un previsore migliore dell'ipotesi *random walk*, almeno su un orizzonte fino a un anno, dal momento che l'errore di previsione compiuto è stato, in media, inferiore nei contratti *future*. In aggiunta, gli errori di previsione di particolare rilevanza sono stati in generale maggiori nelle previsioni formulate con l'ipotesi *random walk* (cfr. figura B).

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Dopo la moderazione della prima metà dell'anno, le dinamiche monetarie si sono rafforzate negli ultimi mesi. Il recente vigore della crescita di M3 è prevalentemente riconducibile all'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse sulla domanda per le componenti più liquide di M3. Tale effetto ha compensato in misura crescente l'impatto frenante esercitato sulla crescita dell'aggregato monetario ampio dalla normalizzazione in atto delle scelte di portafoglio da parte dei residenti nell'area dell'euro. Il basso livello dei tassi di interesse ha inoltre sostenuto un ulteriore rafforzamento della già vigorosa crescita sui dodici mesi 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.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

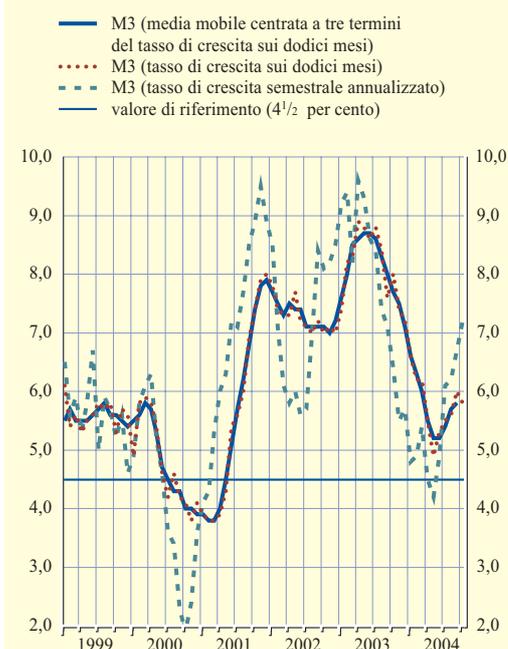
Dopo la moderazione della prima metà dell'anno, le dinamiche monetarie si sono rafforzate negli ultimi mesi. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 si è collocato al 5,8 per cento in ottobre, rispetto al 5,6 del terzo trimestre e al 5,4 del secondo. Le dinamiche a più breve termine dell'aggregato monetario ampio hanno registrato un significativo rafforzamento dall'inizio dell'estate del 2004. Ad esempio, il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno è stato pari al 7,2 per cento in ottobre, un livello notevolmente più elevato rispetto al 4,2 per cento di maggio (cfr. figura 3).

Sugli attuali andamenti monetari incidono due fattori dagli effetti contrapposti. Da un lato, il basso livello dei tassi di interesse nell'area dell'euro implica un contenuto costo opportunità di detenere attività monetarie e sta esercitando un effetto di stimolo sulla crescita monetaria, specie sulle componenti più liquide di M3. Tale effetto può essere particolarmente forte a bassi livelli di tassi di interesse, per via dell'esistenza dei costi di transazione associati con le riallocazioni di portafoglio a scapito di attività liquide.

Dall'altro lato, il proseguimento della normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte delle famiglie e delle imprese dell'area dell'euro, dopo l'eccezionale preferenza per la liquidità osservata tra il 2001 e la metà del 2003, sta esercitando un impatto frenante sulla crescita di M3. I fondi vengono ora ridiretti da attività monetarie sicure e liquide verso attività a più lungo termine. Tuttavia, tale inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio è proceduta più lentamente di quanto ci si sarebbe attesi sulla base delle regolarità osservate in passato. Sebbene l'eccezionale incertezza che ha contraddistinto l'economia e i mercati finanziari negli ultimi

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



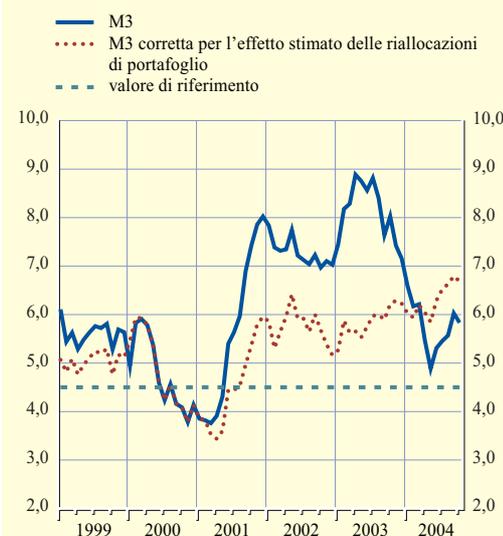
Fonte: BCE.

anni si sia attenuata, i residenti nell'area dell'euro continuano a essere relativamente cauti nelle loro scelte d'investimento. Ciò potrebbe riflettere un grado di avversione al rischio ancora elevato da parte degli investitori in seguito a un protratto periodo di perdite in conto capitale sui mercati azionari (cfr. riquadro 2 *Avversione al rischio e andamenti degli aggregati monetari*). Quest'elevata avversione al rischio potrebbe spiegare perché lo stimolo associato con il basso livello dei tassi di interesse sembri aver dominato le dinamiche monetarie negli ultimi mesi.

Le straordinarie riallocazioni di portafoglio a scapito delle azioni e a favore delle attività monetarie nel periodo compreso tra il 2001 e la metà del 2003 hanno fortemente influenzato gli andamenti monetari degli ultimi anni. Combinando informazioni ottenute da varie fonti, tra cui analisi statistiche, valutazioni soggettive e analisi istituzionali, è possibile costruire delle stime quantitative di tali riallocazioni di portafoglio e utilizzarle per correggere la serie ufficiale di M3<sup>1)</sup>. Come mostra la figura 4, la stima della crescita di M3 sui dodici mesi corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio ha superato il tasso di crescita ufficiale di M3 negli ultimi due trimestri, poiché il tasso ufficiale è stato frenato dal venir meno delle riallocazioni di portafoglio. Inoltre, il tasso di crescita di M3 corretto ha continuato ad aumentare, confermando il vigore delle dinamiche monetarie sottostanti, che nella serie ufficiale di M3 sono in parte celate dal venir meno delle passate riallocazioni di portafoglio. Va tuttavia sottolineato che le stime della crescita di M3 corretta per l'impatto delle riallocazioni di portafoglio sono caratterizzate da un considerevole grado di incertezza e dovrebbero pertanto essere interpretate con cautela.

**Figura 4 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio**

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



Fonte: BCE.

Nota: Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

1) Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, Bollettino mensile, ottobre 2004.

## Riquadro 2

### L'AVVERSIONE AL RISCHIO E L'ANDAMENTO DEGLI AGGREGATI MONETARI

Le scorse riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie sembrano ricomporsi con un ritmo molto graduale, malgrado le incertezze economiche, geopolitiche e finanziarie si siano attenuate a partire dall'estate del 2003. Il permanere di un eccesso di liquidità potrebbe essere riconducibile a un incremento dell'avversione al rischio, che avrebbe determinato un aumento della preferenza degli investitori per attività monetarie liquide e sicure. Dato il prolungato periodo di grande incertezza tra il 2001 e la metà del 2003, l'avversione al rischio degli investitori potrebbe essere rimasta elevata, ostacolando una più rapida normalizzazione del comportamento

di allocazione di portafoglio degli investitori. Questo riquadro illustra una misura intuitiva che approssima l'avversione al rischio, la quale indica come nell'area dell'euro essa sia stata superiore alla media fino a tutto novembre 2004.

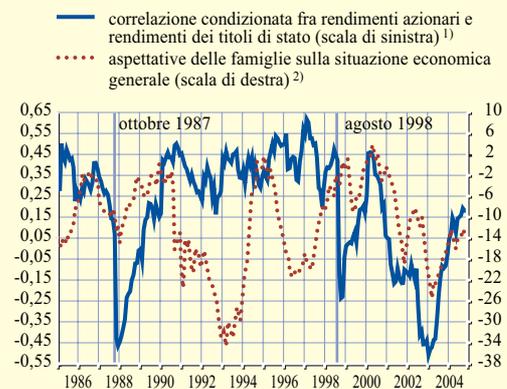
Il termine "avversione al rischio" si riferisce alla preferenza generale degli investitori per attività sicure (rispetto ad attività rischiose). Non essendo osservabile, è necessario fare affidamento su una stima dell'avversione al rischio basata su un modello teorico o una proxy empirica che si ritiene ne catturi la dinamica; questa, probabilmente, si modifica nel tempo, aumentando in particolare durante le recessioni e i periodi di inattese notizie sfavorevoli sulle variabili macroeconomiche fondamentali <sup>1)</sup>, quali gli shock negativi all'inflazione e all'attività economica.

Una misura dell'avversione al rischio è data dalla correlazione tra i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine e gli indici del mercato azionario, che dovrebbe essere una proxy ragionevole giacché i mercati dei titoli di Stato sono meno sensibili di quelli azionari ai mutamenti dell'atteggiamento verso il rischio degli investitori <sup>2)</sup>. Nei periodi di maggiore avversione al rischio, le quotazioni delle due classi di attività dovrebbero muoversi in direzioni opposte <sup>3)</sup>, mostrare cioè una correlazione negativa oppure indurre gli investitori ad abbandonare i mercati azionari per puntare sulle obbligazioni. In periodi "normali", invece, un'ordinaria allocazione delle attività suggerirebbe una correlazione positiva tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari dal momento che bassi tassi di interesse sostengono le quotazioni azionarie.

La figura A fornisce una stima della correlazione condizionata <sup>4)</sup> tra il rendimento su un indice ampio del mercato azionario e il rendimento su un indice di titoli di Stato decennali nell'area dell'euro. La misura suggerisce che l'avversione al rischio è cambiata notevolmente nel tempo, con variazioni sostanziali spesso coincise con shock occorsi in campo finanziario. Al riguardo, va detto che l'avversione al rischio è sensibilmente aumentata con il crollo del mercato azionario nell'ottobre del 1987 e con la crisi russa e dei Long Term Capital Management (LTCM) all'inizio dell'autunno del 1998, accentuandosi anche in risposta alla serie di shock economici, finanziari e geopo-

**Figura A** Aspettative delle famiglie sulla situazione economica generale e correlazione condizionata fra rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di stato a lungo termine

(dati mensili)



Fonti: stime della BCE.

1) Indice dei rendimenti del DJ EURO STOXX e indice dei rendimenti sui titoli di stato a dieci anni.

2) Valutazione delle famiglie sulla situazione economica generale sui successivi 12 mesi, saldi percentuali. Indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

- 1) Cfr. M.W. Brandt e K.Q. Wang, *Time-varying risk aversion and unexpected inflation*, Journal of Monetary Economics, volume 50, n. 7, ottobre 2003, pagg. 1457-1498; cfr. anche J.Y. Campbell e J.H. Cochrane, *By force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior*, Journal of Political Economy, volume 107, n. 2, aprile 1999, pagg. 205-251.
- 2) Cfr. anche il riquadro 2 *Il sensibile aumento della volatilità dei corsi azionari nell'area dell'euro nel 2002*, nel Rapporto annuale della BCE del 2002.
- 3) Cfr. N. Tarashev, K. Tsatsaronis, e D. Karampatos, *Investors' attitude towards risk: what can we learn from options?*, BIS Quarterly Review, giugno 2003, pagg. 57-66.
- 4) La correlazione condizionale tra i rendimenti obbligazionari e azionari viene stimata utilizzando un modello GARCH multivariato (cfr. R.F. Engle e K. K. Kroner, *Multivariate Simultaneous Generalized ARCH*, Econometric Theory, volume 11, n. 1, 1995, pagg. 122-150).

litici verificatisi tra il 2001 e la metà del 2003. Sebbene nei primi due periodi l'avversione al rischio sia tornata rapidamente ai livelli precedenti, l'inversione di tendenza dopo la metà del 2003 appare lenta.

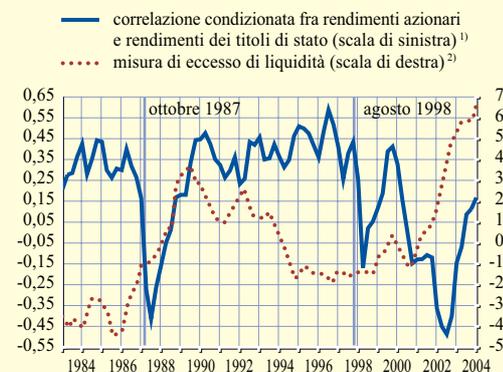
È possibile verificare la validità dell'uso della correlazione tra i rendimenti obbligazionari e azionari come misura della variazione dell'avversione al rischio confrontandola con l'indicatore delle aspettative economiche generali delle famiglie per i successivi 12 mesi tratto dall'indagine sul clima di fiducia dei consumatori della Commissione europea. Mettendo assieme le informazioni provenienti dalla correlazione condizionata e dall'indicatore delle attese delle famiglie si dovrebbe avere un quadro più completo delle variazioni nell'avversione al rischio. In particolare, una diminuzione in entrambe le misure dovrebbe essere interpretata come un segnale piuttosto forte di aumento dell'avversione al rischio. Sebbene vi siano periodi – ad esempio i primi anni novanta – in cui l'andamento della correlazione condizionata differisce sensibilmente da quello dell'indicatore delle attese, vi sono anche periodi di forte co-variazione (autunno del 1987, fine del 1988 e, soprattutto, il periodo compreso tra il 2000 e la metà del 2003). Sembra, in particolare, che il periodo tra il 2000 e la metà del 2003 sia stato caratterizzato da un notevole aumento dell'avversione al rischio tra gli investitori dell'area dell'euro.

La maggiore avversione al rischio degli investitori dell'area nel periodo citato è compatibile con alcune caratteristiche dei dati monetari: primo, una forte crescita di M3 nello stesso periodo; secondo, la ricomposizione dei portafogli a favore di strumenti negoziabili che trainava, in larga misura, la crescita di M3; e terzo, l'osservazione che l'incremento del tasso di crescita di M3 non può essere spiegato da variabili macroeconomiche fondamentali, quali l'attività e i prezzi. Come mostra la figura B, forti riduzioni della correlazione tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari coincidono con gli incrementi di un indicatore dell'eccesso di liquidità nell'area dell'euro dal 2001 alla metà del 2003, a sostegno della tesi che il maggior eccesso di liquidità nell'area dell'euro è stato associato a una maggiore avversione al rischio e quindi a forti ricomposizioni di portafoglio da attività rischiose non incluse in M3 ad attività monetarie più sicure. Questa relazione vale anche nel caso dell'autunno del 1987, quando la correlazione tra i rendimenti obbligazionari e quelli azionari è calata notevolmente mentre l'indicatore dell'eccesso di liquidità cresceva.

La figura A mostra che l'avversione al rischio nell'area dell'euro è rimasta relativamente elevata nel 2003-04. Questo potrebbe spiegare perché le allocazioni di portafoglio degli investitori dell'area dell'euro abbiano mostrato la tendenza a normalizzarsi più lentamente di quanto l'esperienza passata non lasciasse prevedere. In effetti, sembra che nel 2004 nell'area il protrarsi di un periodo di cali delle quotazioni azionarie e di forte incertezza abbia continuato a incidere sulle decisioni di portafoglio attraverso l'impatto sulla fiducia e sull'avversione al rischio.

**Figura B Liquidità in eccesso e correlazione condizionata fra rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di stato a lungo termine**

(dati trimestrali)



Fonte: stime della BCE.

1) Indice dei rendimenti del DJ EURO STOXX e indice dei rendimenti dei titoli di stato a dieci anni.

2) Misura di eccesso di liquidità basata sul modello - cfr. riquadro 3 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

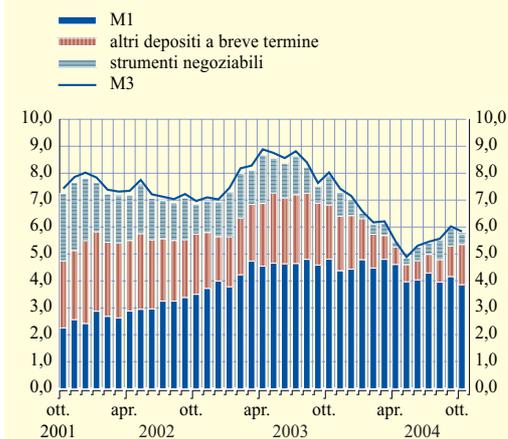
## PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

M1 ha continuato a fornire il maggiore contributo alla crescita di M3 (cfr. figura 5). In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è lievemente diminuito, pur rimanendo su un livello elevato, al 9,0 per cento, contro il 9,6 del terzo trimestre (cfr. tavola 1). Al vigore di M1 hanno contribuito entrambe le sue componenti, circolante e depositi a vista. Benché il tasso di incremento sui dodici mesi di banconote e monete in circolazione si sia stabilizzato negli ultimi mesi, esso è nondimeno rimasto molto elevato, al 19,6 per cento in ottobre. Tale espansione rispecchia il protrarsi della ricostituzione delle disponibilità detenute dai residenti nell'area dopo la sostituzione del contante in euro, oltretutto la forte domanda estera di banconote in euro. In aggiunta, il tasso di crescita dei depositi a vista si è mantenuto piuttosto sostenuto. Nel terzo trimestre il contributo derivante dai depositi a vista ha rappresentato circa la metà del tasso di incremento di M3 sul periodo corrispondente. La domanda di questi strumenti liquidi ha continuato a essere alimentata dal loro costo opportunità molto modesto, stante il livello storicamente basso dei tassi di interesse nominali nell'area.

Il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista ha evidenziato una tendenza al rialzo dal secondo trimestre del 2004, raggiungendo il 3,7 per cento in ottobre, sospinto principalmente da una continua riduzione del tasso di decremento sui dodici mesi dei depositi a scadenza (con durata prestabilita fino a due anni). Benché sia aumentato, il tasso di

**Figura 5 Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3**

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

Fonte: BCE.

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

crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è rimasto inferiore a quello dei depositi a vista. Una determinante fondamentale della modesta crescita di tali depositi è il fatto che la loro remunerazione è solo leggermente superiore a quella dei depositi a vista che perciò risultano, data la loro maggiore liquidità, comparativamente più appetibili (cfr. figura 25).

Nel complesso, sembra che la crescita sui dodici mesi della domanda di depositi da parte delle famiglie e, in misura minore, delle società non finanziarie sia stata relativamente moderata, mentre la domanda da parte degli intermediari finanziari non monetari, in particolare società di assicurazione e fondi pensione, è stata più vivace dal secondo trimestre del 2004.

Il contributo degli strumenti negoziabili alla crescita di M3 sui dodici mesi è calato in ottobre. Il tasso di incremento di tali strumenti è sceso al 2,8 per cento, dal 4,0 del terzo trimestre (cfr. tavola 1). La variabilità rispetto al mese precedente del tasso di crescita degli strumenti negoziabili è elevata e i loro andamenti dovrebbero pertanto essere interpretati con cautela. Fra le componenti degli strumenti negoziabili, il tasso di variazione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è stato pari al 4,5 per cento in ottobre, rispetto al 4,3 del terzo trimestre e al 6,0 del secondo. Il calo tendenziale fatto registrare negli ultimi trimestri dal tasso di crescita di queste attività, spesso usate dalle famiglie come strumento sicuro di risparmio nei periodi di incertezza economica e finanziaria, è riconducibile alla normalizzazione delle scelte di portafoglio di famiglie e imprese dell'area dell'euro. Tuttavia, il ritmo graduale della flessione avvalorava l'ipotesi secondo cui tale normalizzazione si stia verificando lentamente.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sui dodici mesi del credito totale delle IFM ai residenti nell'area dell'euro si è collocato al 6,1 per cento in ottobre, confermando sostanzialmente le dinamiche osservate nel corso dell'anno (con un aumento della crescita dal 5,8 per cento del primo trimestre al 6,2 nel terzo). Ciò riflette andamenti diversi nei tassi di variazione delle principali componenti nei mesi più recenti. Mentre le dinamiche del credito alle Amministrazioni pubbliche hanno registrato una tendenziale moderazione, quelle del credito al settore privato si sono rafforzate (cfr. tavola 1).

Il tasso di crescita dei prestiti delle IFM al settore privato è salito al 6,8 per cento in ottobre, contro il 6,2 del terzo trimestre e il 5,6 del secondo. Il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno, pari al 7,9 per cento in ottobre, è in aumento dal marzo 2004.

Il rafforzamento della dinamica dei prestiti nel corso di quest'anno ha interessato tutti i settori non finanziari (cfr. tavola 2). Il tasso di espansione dei prestiti alle famiglie è stato pari al 7,8 per cento in ottobre, in rialzo dal 6,6 del primo trimestre. In particolare, i prestiti per l'acquisto di abitazioni hanno registrato una crescita vigorosa in un contesto di bassi tassi di interesse sui mutui ipotecari in tutta l'area dell'euro. Il tasso di incremento del credito bancario alle società non finanziarie, seppur inferiore a quello dei prestiti alle famiglie, ha notevolmente recuperato negli ultimi mesi. In ottobre i prestiti alle società non finanziarie sono cresciuti a un tasso del 5,2 per cento sui dodici mesi, in rialzo rispetto al 3,3 del primo trimestre (cfr. sezione 2.4).

Fra le altre contropartite di M3, le dinamiche delle passività finanziarie a più lungo termine (al netto di capitale e riserve) si sono rafforzate dalla metà del 2003 (cfr. figura 6). In ottobre questi investimenti a più lungo termine del settore degli operatori diversi dalle IFM sono cresciuti a un tasso del 9,1 per cento sui dodici mesi, in aumento rispetto all'8,4 e all'8,7 per cento rispettivamente del secondo e del terzo trimestre. L'accresciuta domanda per questi strumenti a più lungo termine

**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	
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	set.	ott.
<b>Società non finanziarie</b>	41,9	3,6	3,5	3,3	4,0	4,6	5,2
Fino a 1 anno	30,7	-1,0	-0,8	-2,4	-2,1	-0,6	1,5
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,5	4,6	3,1	3,6	6,4	6,0	5,6
Oltre 5 anni	51,8	6,5	6,5	6,9	7,2	7,4	7,4
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	50,5	5,8	6,4	6,6	7,3	7,8	7,8
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,6	3,0	2,9	4,4	5,7	6,3	5,9
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	68,0	7,4	8,1	8,4	9,0	9,9	9,8
Altri prestiti	18,5	2,5	3,2	2,3	2,3	1,8	2,0
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	0,7	9,7	11,9	8,7	18,9	18,4	9,7
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	6,9	6,0	11,8	8,9	8,6	8,4	9,2

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.

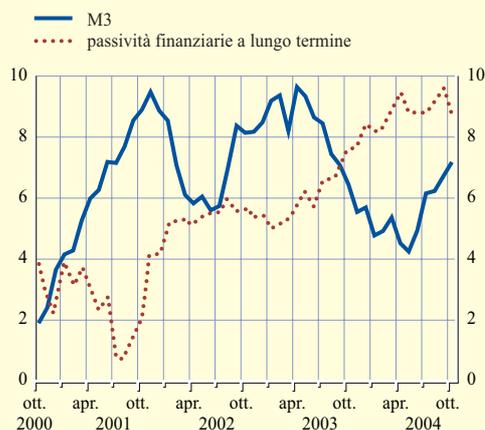
3) Le definizioni di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni non sono del tutto omogenee nei paesi dell'area dell'euro.

da parte degli investitori dell'area dell'euro convalida l'ipotesi secondo cui presso le famiglie e le imprese si sta verificando una graduale normalizzazione delle scelte di portafoglio.

Nel contempo il flusso cumulato delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area è cresciuto a 131 miliardi di euro in ottobre, a causa principalmente di una rinnovata domanda da parte degli investitori al di fuori dell'area dell'euro per attività dell'area a partire dalla metà dell'anno

**Figura 6 M3 e passività finanziarie a lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve)**

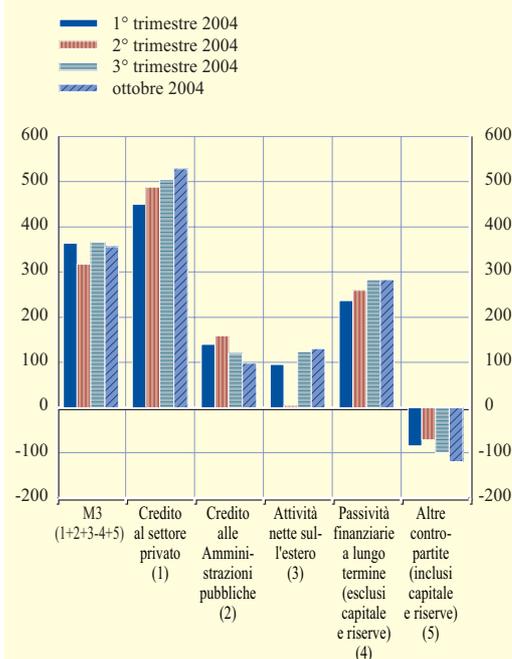
(variazioni percentuali semestrali annualizzate; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

**Figura 7 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.

(cfr. figura 7). Dal momento che gli andamenti delle attività nette sull'estero delle IFM rispecchiano transazioni fra residenti e non residenti nell'area dell'euro che sono regolate tramite il settore delle IFM dell'area, ciò indica un rinnovato interesse nelle azioni e obbligazioni dell'area dell'euro da parte di non residenti. Se tali attività sono vendute da residenti nell'area a non residenti, le disponibilità liquide dei residenti possono aumentare. Sebbene, data la volatilità di questo indicatore, non dovrebbe essere attribuito eccessivo rilievo ai suoi andamenti a breve termine, gli afflussi mensili di capitale registrati da luglio hanno invertito la precedente tendenza al ribasso del flusso cumulato delle attività nette sull'estero.

In sintesi, le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3 confermano le recenti tendenze. Da un lato, la costante espansione del credito delle IFM al settore privato, alimentata dal basso livello dei tassi di interesse, continua a esercitare una forte spinta al rialzo sulla crescita dell'aggregato monetario ampio. Dall'altro lato, la protratta forte espansione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di 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. Negli ultimi mesi il primo fattore ha esercitato un impatto complessivamente maggiore.

#### VALUTAZIONE COMPLESSIVA DELLE CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ NELL'AREA DELL'EURO

Considerata la gradualità delle ricomposizioni di portafoglio, l'economia dell'area dell'euro presenta attualmente un livello di liquidità significativamente superiore a quanto necessario per finanziare la crescita senza alimentare pressioni inflazionistiche. Ciò è illustrato dagli andamenti del *gap* monetario nominale e di quello reale (cfr. figure 8 e 9)<sup>2)</sup>. L'ampia differenza fra la misura del *gap* monetario basato sulla serie ufficiale di M3 e quella costruita utilizzando una stima della serie di M3 corretta per le riallocazioni di portafoglio suggerisce in entrambi i casi che gran parte dell'eccesso di liquidità potrebbe essere riconducibile alle passate riallocazioni di portafoglio<sup>3)</sup>. Tuttavia, dato il recente rafforzamento delle dinamiche monetarie sottostanti associato con il basso livello dei tassi di interesse, anche gli indicatori dell'eccesso di liquidità corretti per gli effetti delle riallocazioni di portafoglio sono cresciuti negli ultimi trimestri e si collocano ora al loro livello più elevato dal gennaio 1999.

Se quote significative di tale eccesso di liquidità dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi, soprattutto in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica, aumenterebbero i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Inoltre, un elevato eccesso di liquidità e una vigorosa crescita del credito potrebbero diventare una fonte di forti aumenti dei prezzi delle attività, in particolare sui mercati immobiliari.

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

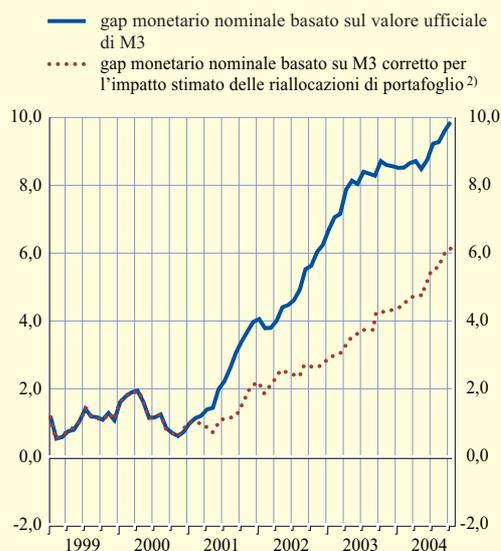
*Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente aumentato nel terzo trimestre, principalmente sotto l'impulso delle emissioni di IFM e società non finanziarie. Nello stesso trimestre, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è diminuito leggermente.*

2) Il livello assoluto delle misure di *gap* monetario dovrebbe essere interpretato con una certa cautela poiché dipende in modo determinante dalla scelta del periodo base.

3) Tale stima è caratterizzata da un considerevole grado di incertezza e dovrebbe pertanto essere interpretata con cautela. Per maggiori dettagli, cfr. la sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, Bollettino mensile, ottobre 2004.

**Figura 8 Stime del gap monetario nominale <sup>1)</sup>**

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



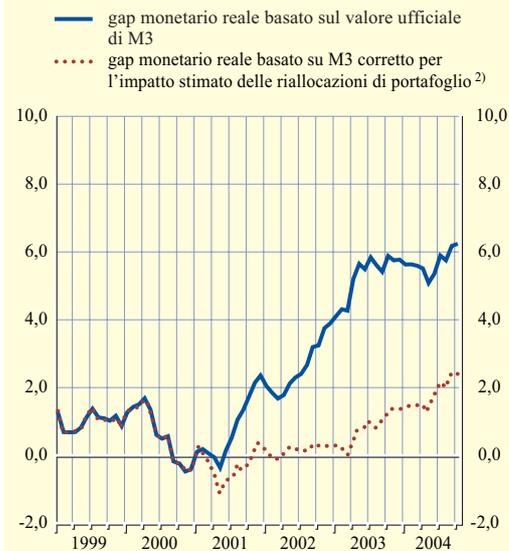
Fonte: BCE.

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

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

**Figura 9 Stime del gap monetario reale <sup>1)</sup>**

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



Fonte: BCE.

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

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

## TITOLI DI DEBITO

Nel terzo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da residenti nell'area è aumentato lievemente, al 7,4 per cento (cfr. figura 10). Alla base di tale andamento vi è stato un incremento del tasso di espansione delle emissioni di titoli di debito a breve termine, passato dall'1,6 per cento del secondo trimestre al 3,9 nel terzo, un livello ancora relativamente modesto rispetto a quello medio di crescita nel 2003, pari al 14,3 per cento. Nel contempo il tasso di variazione delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è rimasto vigoroso, al 7,8 per cento. Sembra che la tendenza ad allungare la scadenza media del debito, osservata nella prima metà del 2004, sia stata meno pronunciata nel terzo trimestre.

Per quanto attiene alla scomposizione per settore, nel terzo trimestre il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle IFM è cresciuto di 0,7 punti percentuali, all'8,7 per cento (cfr. tavola 3). L'aumento delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM a partire dalla fine del 2003 è molto probabilmente attribuibile alla forte espansione dei prestiti erogati da tale settore.

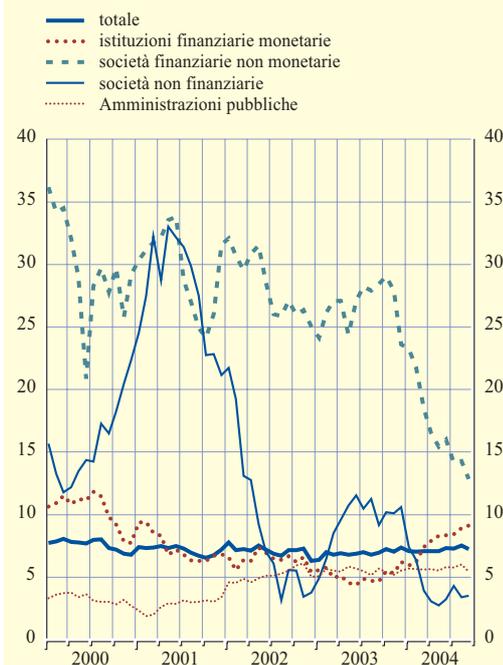
Nel comparto delle imprese diverse dalle IFM, che comprende le società finanziarie non monetarie e quelle non finanziarie, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi si è contratto leggermente nel terzo trimestre, al 9,3 per cento, una riduzione riconducibile al calo di 2,1 punti percentuali del tasso di espansione dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie. Ciò ris-

pecchia un rallentamento negli ultimi mesi del finanziamento indiretto delle IFM e società non finanziarie tramite consociate finanziarie e società veicolo (*special purpose vehicles*). Nondimeno, in settembre il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni nette delle società finanziarie non monetarie è rimasto elevato, al 12,8 per cento.

L'attività di emissione di titoli di debito delle società non finanziarie è aumentata lievemente negli ultimi tempi, come indicato da un incremento del tasso di variazione sul periodo corrispondente dei titoli emessi da tale settore, al 3,7 per cento nel terzo trimestre (contro il 3,1 per cento del trimestre precedente). Su un orizzonte temporale più lungo, la crescita dei titoli emessi da società non finanziarie nel terzo trimestre è stata considerevolmente più bassa rispetto al tasso di incremento medio dell'8,9 per cento del 2003. Diversi fattori spiegano perché l'attività di emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie è rimasta modesta malgrado condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area dell'euro. Il più importante è che gli andamenti positivi degli utili possono aver accresciuto il risparmio interno e ridotto il fabbisogno di finanziamento esterno (cfr. riquadro 4). In aggiunta, i livelli ancora elevati di indebitamento delle società non finanziarie possono aver spinto le imprese a continuare a ristrutturare i propri bilanci.

**Figura 10 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.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2004 3° trim.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>				
		2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.
		<b>Emissione di titoli di debito:</b>				
IFM	3.534	4,7	5,4	6,3	8,0	8,7
Società finanziarie non monetarie	728	28,0	27,6	22,0	16,4	14,3
Società non finanziarie	585	10,7	10,1	7,0	3,1	3,7
Amministrazioni pubbliche	4.401	5,4	5,4	5,6	5,6	5,8
di cui:						
Amministrazioni centrali	4.160	4,7	4,6	4,9	5,0	5,2
Altre amministrazioni pubbliche	241	22,9	22,5	21,5	18,4	16,4
<b>Emissione di azioni quotate:</b>						
IFM	580	0,8	1,3	1,9	2,3	1,7
Società finanziarie non monetarie	362	2,1	2,4	3,1	1,7	1,8
Società non finanziarie	2.820	1,0	0,9	0,9	0,8	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*.

Nel settore delle Amministrazioni pubbliche il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito è leggermente aumentato nel terzo trimestre, al 5,8 per cento. Tale andamento è riconducibile a un lieve incremento del tasso di crescita dei titoli di debito emessi dal settore delle Amministrazioni centrali, al 5,2 per cento nel terzo trimestre, mentre quello delle emissioni di altri comparti delle Amministrazioni pubbliche, che includono principalmente le Amministrazioni statali e locali è rimasto elevato, al 16,4 per cento. Il relativo vigore dell'attività di emissione di titoli a lungo termine da parte del settore delle Amministrazioni centrali durante il terzo trimestre, con un tasso di crescita sul periodo corrispondente pari al 5,5 per cento, rispetto al 3,2 per cento della media del 2003, è indicativo di un tentativo di riequilibrare la struttura per scadenze di tale settore, ascrivibile molto probabilmente al livello storicamente basso dei tassi di interesse a lungo termine.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da residenti nell'area è rimasto su livelli molto bassi, scendendo dall'1,1 per cento del secondo trimestre allo 0,9 del terzo (cfr. figura 11 e tavola 3).

Tale andamento è imputabile a una flessione di 0,6 punti percentuali, all'1,7 per cento, del tasso di incremento delle azioni quotate emesse dalle IFM e a un ulteriore indebolimento della crescita delle emissioni di azioni quotate da parte di società non finanziarie, passata allo 0,7 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre. Infine, nello stesso periodo il tasso di variazione delle emissioni delle società finanziarie non monetarie, comprese le società di assicurazione, è rimasto sostanzialmente invariato, all'1,8 per cento. La moderata attività sul mercato azionario primario rispecchia probabilmente il costo ancora relativamente alto del capitale di rischio, nonché gli elevati rimborsi dovuti ad ampie operazioni di riacquisto di azioni proprie e alla revoca della quotazione di diverse società (cfr. riquadro 4).

### 2.3 INVESTITORI ISTITUZIONALI

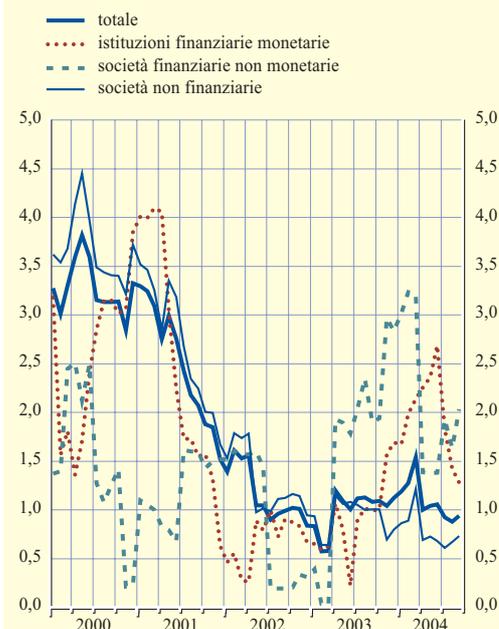
*I dati sugli investimenti finanziari di fondi di investimento, società di assicurazione e fondi pensione nel secondo trimestre indicano che le decisioni di composizione dei portafogli degli investitori istituzionali hanno continuato a normalizzarsi, indirizzandosi verso attività più rischiose.*

### FONDI DI INVESTIMENTO

Nel secondo trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente del valore delle attività totali dei fondi di investimento dell'area dell'euro è calato al 14 per cento, dal 22 del primo trimestre (cfr. figura 12). Il calo ha interessato tutti i tipi di fondi, seppur con variazioni nell'entità. Il tasso di crescita del valore delle attività totali detenute dai fondi azionari è diminuito al 25 per cento, riportan-

**Figura 11 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro**

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)

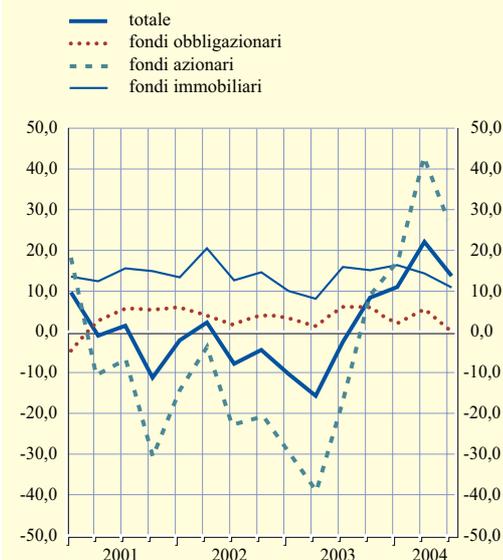


Fonte: BCE.

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

**Figura 12 Attività totali dei fondi di investimento**

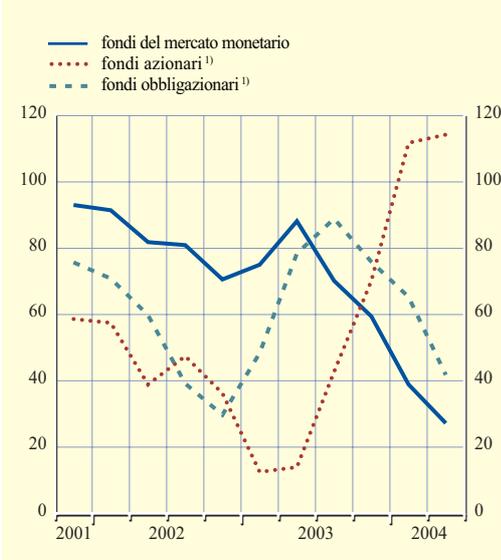
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

**Figura 13 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)**

(in miliardi di euro)



Fonti: BCE e FEFSI.

1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dalla FEFSI.

do una brusca flessione dal 43 per cento del trimestre precedente, imputabile principalmente a un effetto base associato con un forte rialzo delle quotazioni azionarie nel secondo trimestre del 2003. Nel caso dei fondi obbligazionari, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del valore delle attività totali è sceso a -0,5 per cento, dal 6 del primo trimestre, mentre quello dei fondi immobiliari si è collocato all'11 per cento, a fronte di un valore del 14 per cento nel trimestre precedente.

Le variazioni del valore delle attività totali detenute dai fondi di investimento includono gli effetti di rivalutazione causati dalle variazioni dei prezzi delle attività. Esse non sono pertanto comparabili con i dati di flusso delle statistiche di bilancio delle IFM, che sono corretti per tenere conto di tali effetti. I dati forniti dalla FEFSI<sup>4)</sup> evidenziano la presenza di un forte afflusso di capitali a favore dei fondi azionari nel primo e secondo trimestre (cfr. figura 13). Ciò indica che i tassi di variazione positivi del valore delle attività riflettono, almeno in parte, un protratto afflusso verso i fondi azionari. I dati della FEFSI mostrano inoltre una contrazione sul periodo corrispondente del flusso di capitali verso i fondi obbligazionari nel secondo trimestre, a continuazione di una tendenza calante iniziata nell'ultimo trimestre del 2003. Ciò nonostante, dato che gli afflussi sul periodo corrispondente sono rimasti positivi, il tasso di variazione negativo del valore delle attività totali dei fondi obbligazionari sembra sia stato dovuto a effetti di rivalutazione. Secondo i dati di bilancio delle IFM, l'afflusso netto sui dodici mesi di capitali a favore dei fondi comuni monetari ha continuato a diminuire nel secondo trimestre.

4) La *Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement* (FEFSI, l'associazione europea del settore dei fondi di investimento) fornisce informazioni sulle vendite nette (o afflussi netti) di fondi azionari e obbligazionari a durata indeterminata sottoposti a offerta pubblica. I paesi inclusi nelle statistiche sugli afflussi netti del FEFSI sono Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria, Portogallo, Finlandia. Per una descrizione più approfondita, cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

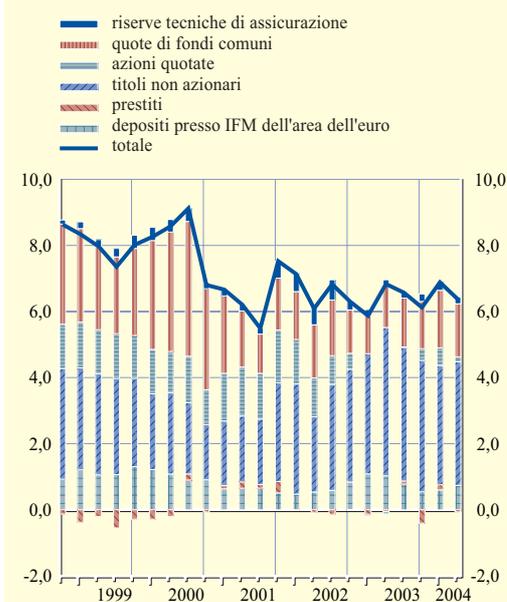
Il protratto afflusso netto verso i fondi azionari e il calo dell'afflusso netto di capitali a favore dei fondi comuni monetari nel secondo trimestre sono in linea con il protrarsi della normalizzazione delle scelte di portafoglio degli investitori dell'area dell'euro, per cui i fondi sono attualmente ridiretti dalle meno rischiose quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ad attività più rischiose, come le azioni. I dati supportano pertanto l'analisi basata sui dati monetari presentata nella sezione 2.1.

#### SOCIETÀ DI ASSICURAZIONE E FONDI PENSIONE

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro è diminuito dal 6,9 per cento del primo trimestre al 6,4 nel secondo. Tale flessione riflette andamenti contrastanti nelle singole categorie di attività. Mentre il tasso di incremento sia dei prestiti erogati da società di assicurazione e fondi pensione sia delle disponibilità di azioni quotate è diminuito, quello relativo alle acquisizioni di titoli diversi dalle azioni si è rafforzato (cfr. figura 14). Inoltre, sono aumentati i depositi detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione presso le IFM dell'area dell'euro.

**Figura 14 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione**

(tassi di crescita sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

#### 2.4 FINANZIAMENTO E INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO

La crescita dei finanziamenti totali al settore non finanziario si è stabilizzata nel secondo e nel terzo trimestre. Mentre i finanziamenti alle famiglie sono ulteriormente cresciuti, sotto l'impulso della domanda sostenuta di prestiti per l'acquisto di abitazioni, la dinamica dei finanziamenti alle società non finanziarie e alle Amministrazioni pubbliche è rimasta stabile. Quanto agli investimenti finanziari, i dati provenienti dai conti finanziari confermano che nel secondo trimestre è continuata la graduale normalizzazione delle scelte di portafoglio, a seguito di riallocazioni a favore di attività a più lungo termine.

#### FINANZIAMENTO DEL SETTORE NON FINANZIARIO

Le stime basate sulle informazioni derivate dalle statistiche monetarie e bancarie e dalle statistiche relative alle emissioni di titoli suggeriscono che i tassi di crescita dei finanziamenti totali e dei debiti finanziari del settore non finanziario sono rimasti sostanzialmente invariati nel terzo trimestre (cfr. tavola 4), rispettivamente attorno al 4½ e al 5¼ per cento.

I finanziamenti al settore delle famiglie sono aumentati ulteriormente negli ultimi mesi e si stima siano cresciuti a un tasso dell'8¼ per cento nel terzo trimestre. Quest'ulteriore incremento della crescita dei prestiti è principalmente un riflesso della vigorosa domanda di prestiti a lungo termine, in

**Tavola 4 Finanziamento del settore non finanziario dell'area dell'euro**

	Consistenze espresse in percentuale del finanziamento (del settore) <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2002	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004	2004
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim. <sup>2)</sup>
<b>Settore non finanziario</b>	<b>100</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4 ½</b>
<i>di cui:</i> a lungo termine <sup>3)</sup>	85,3	4,5	4,5	4,2	4,2	4,4	5,0	4,8	4,6	4,8	4 ½
<b>Debiti finanziari<sup>4)</sup></b>	<b>83,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5 ½</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	14,7	1,8	0,7	2,1	5,5	7,1	6,3	5,0	2,9	2,2	4 ½
a lungo termine	68,7	5,8	5,5	5,3	5,5	5,5	5,9	5,7	5,3	5,8	5 ½
<b>Famiglie<sup>4) 5)</sup> (prestiti)</b>	<b>23,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>	<b>7,1</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8 ½</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	7,3	0,7	0,2	0,8	-0,3	-1,5	-1,4	-0,8	0,4	1,6	2 ½
a lungo termine	92,7	6,5	6,7	7,1	7,4	7,3	7,9	7,8	8,0	8,5	8 ½
<b>Società non finanziarie</b>	<b>43,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2 ½</b>
<i>di cui:</i> a lungo termine	81,7	4,7	4,2	3,6	3,4	3,3	3,9	3,4	2,5	2,4	2 ½
<b>Debiti finanziari<sup>4)</sup></b>	<b>61,8</b>	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>4,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	18,3	-2,9	-3,8	-2,3	0,9	4,0	3,0	1,6	-0,7	-0,7	0
a lungo termine	43,6	9,7	7,4	7,0	7,0	5,8	6,1	5,5	3,5	3,9	4 ½
prestiti	49,7	5,1	3,2	3,9	4,6	4,3	4,5	3,3	1,6	2,0	2 ½
titoli non azionari	8,1	8,8	6,8	4,1	8,1	11,6	9,8	10,3	4,5	4,1	3 ½
riserve dei fondi pensione	4,0	4,4	4,7	5,2	5,4	5,8	5,8	6,0	5,9	5,8	5 ½
Azioni quotate	38,2	0,9	1,2	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,0	0,4	½
<b>Amministrazioni pubbliche<sup>4)</sup></b>	<b>33,1</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5</b>
<i>di cui:</i> a breve termine	15,3	12,3	10,4	11,9	17,1	16,3	15,6	13,4	9,8	7,0	12 ½
a lungo termine	84,7	2,8	3,4	3,0	3,1	4,0	4,3	4,2	4,6	5,1	3 ½
prestiti	16,8	-0,6	-0,8	-1,9	-1,5	0,9	2,8	3,6	3,7	3,2	1 ½
titoli non azionari	79,9	4,7	5,0	5,2	6,0	6,5	6,2	5,7	5,7	5,8	5 ½
passività delle Amm. centrali	3,2	15,8	15,8	12,3	14,7	13,4	13,2	8,9	7,5	4,8	11
<b>Rapporti debito/PIL (in valore percentuale)</b>											
Famiglie		50	50	51	51	52	52	53	53	54	55
Società non finanziarie		62	62	62	62	63	63	63	62	62	62
Amministrazioni pubbliche		73	74	74	76	77	76	75	77	77	76
<b>Rapporto fra debito e capitale azionario delle società non finanziarie</b>											
		142	189	184	211	185	183	166	160	162	165

Fonte: BCE.

 Nota: per ulteriori dettagli cfr. tavola 3.2 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

1) Consistenze alla fine del secondo trimestre 2004. Il finanziamento con debito a breve e a lungo termine e i finanziamenti per settore sono espressi in percentuale del totale. Il finanziamento con debito a breve e a lungo termine per settore e per strumento sono espressi in percentuale del finanziamento totale di ciascun settore. Eventuali mancate quadrature nei totali sono attribuibili ad arrotondamenti.

2) I dati relativi all'ultimo trimestre sono stati stimati sulla base delle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche sulle emissioni di titoli.

3) I finanziamenti a lungo termine, ossia con scadenza originaria di oltre un anno, includono prestiti a lungo termine, emissioni di titoli di debito a lungo termine, emissioni di azioni quotate e riserve dei fondi pensione.

4) I debiti finanziari includono prestiti, titoli di debito, riserve dei fondi pensione e passività delle amministrazioni centrali. In particolare, quelli a breve termine, ossia con scadenza originaria fino a un anno, includono prestiti a breve termine, titoli di debito a breve termine e passività delle amministrazioni centrali; quelli a lungo termine corrispondono ai finanziamenti a lungo termine con l'esclusione delle azioni quotate.

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

genere erogati per l'acquisto di abitazioni, in un contesto di esuberanza dei mercati dei mutui ipotecari in alcuni paesi. Nel terzo trimestre le dinamiche dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sono state sostenute da condizioni di finanziamento favorevoli, come indicato dai risultati dell'indagine di ottobre 2004 sul credito bancario condotta dall'Eurosistema<sup>5)</sup>. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è stato superiore a quello dei prestiti concessi dalle IFM negli

 5) Cfr. *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

ultimi trimestri, a indicazione del protrarsi di un elevato tasso di espansione dei prestiti erogati da altre istituzioni finanziarie nel contesto della cartolarizzazione dei mutui ipotecari in diversi paesi. Anche il tasso di incremento del credito al consumo ha registrato un ulteriore aumento nel terzo trimestre, mentre quello di altre tipologie di prestiti delle IFM alle famiglie è rimasto sostanzialmente stabile.

Di riflesso alla perdurante crescita dell'indebitamento, il rapporto fra il debito del settore delle famiglie e il PIL è ulteriormente cresciuto, raggiungendo il 55 per cento nel terzo trimestre. Tuttavia, malgrado questo livello di indebitamento storicamente elevato, il rapporto tra l'onere del servizio del debito totale (che comprende i pagamenti degli interessi e il rimborso del capitale) e il reddito disponibile è rimasto, secondo le stime, sostanzialmente stabile dal 2000 grazie al prevalente contesto di bassi tassi di interesse (per i dati più recenti sugli andamenti della posizione finanziaria delle famiglie e delle società non finanziarie nel 2003, cfr. il riquadro 3).

Nonostante il livello piuttosto contenuto dei tassi di interesse, si stima che il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento al settore delle imprese non finanziarie si sia stabilizzato al 2¼ per cento nel terzo trimestre, per effetto di un lieve incremento del tasso di crescita dei debiti finanziari, mentre quello delle emissioni di azioni quotate è rimasto sostanzialmente invariato. La crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali contratti dalle società non finanziarie è stimata essere aumentata al 2¾ per cento nel terzo trimestre di quest'anno. Per contro, secondo le stime, la crescita del finanziamento tramite emissione di titoli si è leggermente ridotta nello stesso periodo (cfr. anche il riquadro intitolato *Condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro*).

Si stima che nel terzo trimestre il rapporto fra debito delle società non finanziarie e PIL sia rimasto invariato su livelli relativamente elevati. Nello stesso periodo, il rapporto fra debito e utili societari (misurati dal margine operativo, che era aumentato negli ultimi trimestri) è calato lievemente.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei debiti finanziari del settore delle Amministrazioni pubbliche si è collocato, secondo le stime, attorno al 5 per cento nel terzo trimestre, un livello elevato che riflette la debolezza delle posizioni di bilancio di diversi governi dell'area dell'euro, mentre il rapporto fra debito pubblico e PIL è leggermente calato.

### Riquadro 3

#### RISPARMIO, FONTI DI FINANZIAMENTO E INVESTIMENTI DELLE FAMIGLIE E DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO NEL 2003

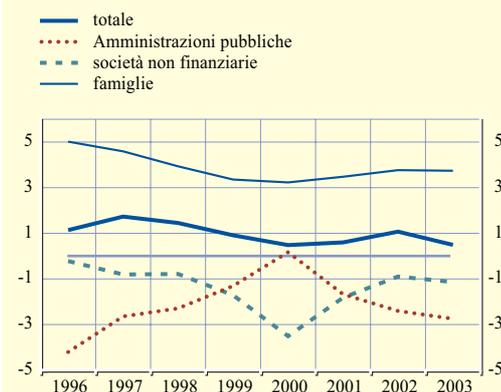
Di recente sono stati resi disponibili i dati sul conto finanziario dell'area dell'euro per il 2003, che consentono di effettuare un'analisi complessiva degli andamenti finanziari dei vari settori nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Su tale base, questo riquadro analizza gli andamenti di risparmio, fonti di finanziamento e investimenti finanziari delle famiglie e delle società non finanziarie nel 2003.

Nel complesso, a fronte del cospicuo accreditamento netto delle famiglie, le società non finanziarie hanno mantenuto una posizione di indebitamento netto (cfr. figura A). Il saldo netto cumulato dei settori nazionali rispetto al resto del mondo (tenuto conto anche del disavanzo di bilancio dell'Amministrazione pubblica) è rimasto positivo nel 2003, benché sia lievemente calato.

1) Cfr. la sezione 3.4 delle "Statistiche dell'area dell'euro" in questo numero del Bollettino. I dati sui conti finanziari nell'area dell'euro sono basati sui conti finanziari nazionali compilati dall'Eurostat e dalla BCE.

**Figura A Saldo finanziario dei settori nell'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(in percentuale del PIL)

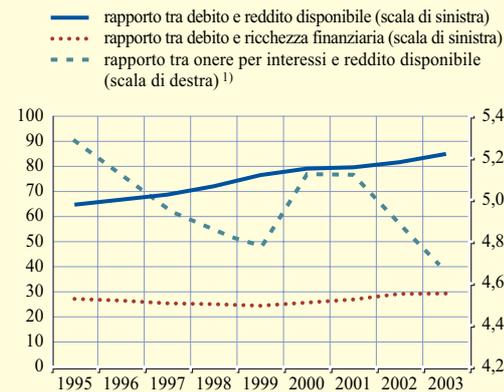


Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Il saldo finanziario è definito come differenza fra risparmio lordo e trasferimenti netti in conto capitale ricevuti da un lato, e investimenti lordi e acquisizioni nette di beni di valore dall'altro.

**Figura B Debito e onere per interessi delle famiglie**

(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) L'onere per interessi nel 2003 è stimato dalla BCE.

## Famiglie

Per le famiglie, il saldo finanziario sostanzialmente invariato ha coinciso con la sostanziale stabilità del risparmio e della spesa lorda per investimenti (principalmente l'acquisizione netta di proprietà immobiliari) in rapporto al PIL.

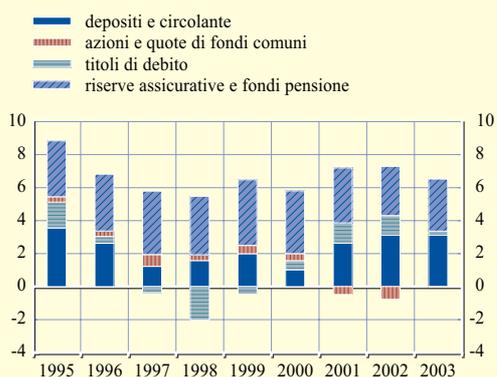
Nel 2003 le famiglie hanno aumentato ulteriormente la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni<sup>2)</sup>, determinando il prosieguo della crescita del debito del settore in rapporto al reddito disponibile (cfr. figura B). Tuttavia, l'indebitamento delle famiglie nell'area in percentuale del reddito disponibile è rimasto ben al di sotto di quello di altri paesi industrializzati, quali gli Stati Uniti, il Regno Unito o il Giappone. Inoltre, il rapporto tra debito e ricchezza finanziaria si è stabilizzato, in quanto è aumentato il valore dei titoli detenuti dalle famiglie (principalmente azioni). Inoltre, l'incremento del debito ipotecario si è accompagnato a un aumento dei prezzi delle abitazioni a partire dal 1999. Malgrado la crescita dei livelli di indebitamento, nel complesso l'onere per il servizio del debito delle famiglie dell'area è diminuito ulteriormente nel 2003 in un contesto di bassi tassi di interesse.

L'investimento finanziario delle famiglie è leggermente aumentato nel 2003 (cfr. figura C). I flussi verso contanti e depositi sono rimasti sostanzialmente stabili. L'investimento in riserve assicurative e fondi pensione, che negli anni scorsi si era tendenzialmente attestato su livelli relativamente elevati, è leggermente aumentato nel 2003. Un andamento degno di nota è il rinnovato interesse delle famiglie, per la prima volta dal 2000, all'acquisto di azioni e quote di fondi di investimento (principalmente *equity-linked*), in parte a discapito di quello di obbligazioni, calato nel 2003.

2) È opportuno notare che gran parte delle transazioni immobiliari finanziate dai prestiti non si traducono in un incremento degli investimenti netti (che sono modesti o negativi dalla metà degli anni Novanta) poiché si svolgono sul mercato secondario, principalmente come transazioni tra famiglie.

**Figura C Investimenti finanziari delle famiglie**

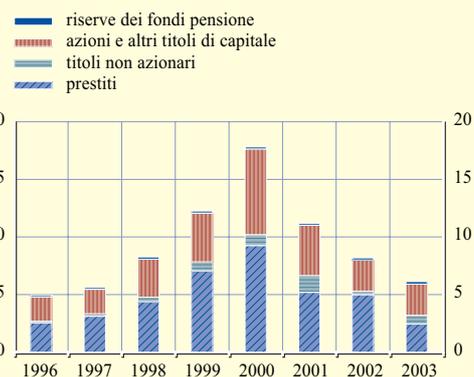
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

**Figura D Finanziamento delle società non finanziarie**

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



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Esclusi i prodotti finanziari derivati e gli altri conti passivi.

### Società non finanziarie

Nel 2003 il saldo finanziario sostanzialmente invariato delle società non finanziarie, pari a -1,1% del PIL, riflette un lieve calo dei fondi interni e degli investimenti reali.

Il lieve calo dei fondi interni è dovuto principalmente a una riduzione dei trasferimenti netti in conto capitale ricevuti, mentre il risparmio lordo è rimasto sostanzialmente stabile in rapporto al PIL. Ciò potrebbe indicare che, a livello aggregato, la redditività delle imprese non è aumentata sensibilmente nel 2003, sebbene si debba notare che il risparmio lordo non comprende le minusvalenze sui titoli detenuti<sup>3)</sup>. Nel 2003 gli investimenti reali in rapporto al PIL hanno registrato un nuovo lieve calo, riflettendo in parte il ritmo solo graduale della ripresa economica.

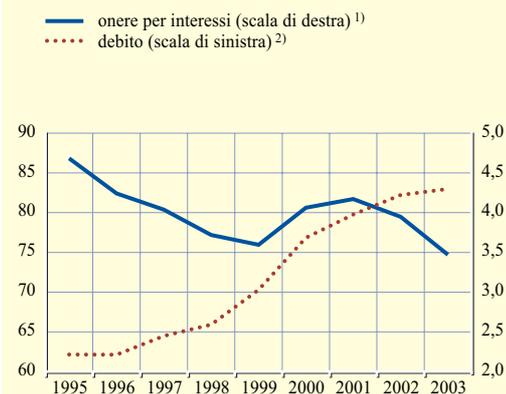
Nel complesso, il fabbisogno finanziario è aumentato solo lievemente nel 2003. Nonostante tale incremento, l'assunzione netta di passività è calata dall'8,2 per cento del PIL nel 2002 al 6,1 nel 2003. Ciò confermerebbe che le società non finanziarie hanno fatto meno affidamento sulle fonti di finanziamento esterno al fine di stabilizzare il debito.

Il calo dell'assunzione netta di passività riflette in primo luogo la riduzione del volume dei nuovi prestiti concessi alle società non finanziarie (cfr. figura D), in larga misura riconducibile ai prestiti delle IFM. I prestiti concessi da istituzioni diverse dalle IFM e quelli intersocietari sono rimasti stabili. Per contro, nel 2003 le società non finanziarie hanno accresciuto le emissioni nette di titoli di debito. Nel complesso, l'emissione di titoli azionari si è mantenuta sostanzialmente stabile nel 2003, con una predominanza delle azioni non quotate rispetto a quelle quotate, rimaste su livelli molto bassi.

3) La sostanziale stabilità del risparmio lordo nei dati di contabilità nazionale si discosta dall'aumento degli utili societari desunti dai dati di mercato nel 2003 (ad esempio, ricavati dai dati sugli utili per azione). Ciò può essere imputabile al fatto che i risparmi lordi non includono le minusvalenze (che avrebbero ridotto gli utili societari nel 2002, risultando in una crescita significativa nel 2003). Un altro motivo è che la misura degli utili societari desunti dal rapporto tra prezzi e utili riguarda esclusivamente le (grandi) società quotate e potrebbe non rispecchiare la situazione media delle società nell'area dell'euro. (Cfr. anche l'articolo intitolato *La misurazione e l'analisi della dinamica dei profitti nell'area dell'euro* nel numero di gennaio 2004 di questo Bollettino).

**Figura E Debito e onere per interessi delle società non finanziarie**

(in percentuale del PIL)



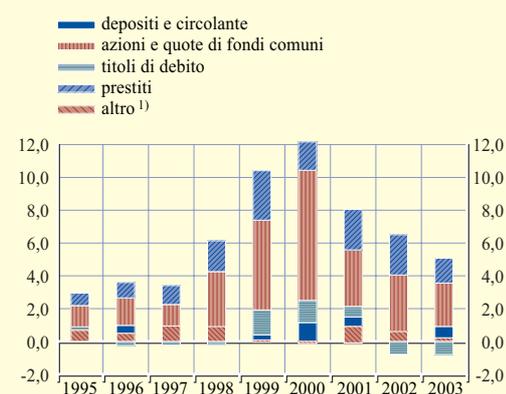
Fonti: BCE ed Eurostat.

1) L'onere per interessi nel 2003 è stimato dalla BCE.

2) Include i prestiti, i titoli non azionari (al netto dei prodotti derivati) e le riserve dei fondi pensione.

**Figura F Investimenti finanziari delle società non finanziarie**

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Comprende altri conti attivi netti, prodotti finanziari derivati netti e riserve tecniche di assicurazione.

Il rapporto tra debito e PIL delle società non finanziarie è rimasto complessivamente stabile nel 2003 (cfr. figura E). Si stima che l'onere per il servizio del debito sia ulteriormente diminuito per effetto del livello relativamente basso dei tassi di interesse.

Gli investimenti finanziari sono ulteriormente calati nel 2003, continuando la tendenza al ribasso in atto dopo il picco raggiunto nel 2000 (cfr. figura F). In particolare, la crescita dei prestiti intersocietari è calata ulteriormente, mentre quella di azioni e altre partecipazioni è rimasta stabile; tali dinamiche riflettono il protrarsi di modesti livelli di attività di fusione e acquisizione nel 2003. Le società non finanziarie, inoltre, sono risultate venditrici nette di obbligazioni, mentre hanno fortemente accresciuto le consistenze detenute di contante e depositi, in quanto la domanda di depositi a vista è stata alimentata dal costo opportunità molto basso di questi strumenti liquidi.

#### Riquadro 4

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DELL'AREA DELL'EURO

Nel complesso le condizioni di finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro sono, al momento, favorevoli; tuttavia, dall'inizio dell'anno i flussi di finanziamento verso questo settore sono stati contenuti. Questo riquadro esamina i costi di finanziamento di tali società e individua una serie di fattori che potrebbero spiegare la crescita tuttora moderata dei flussi di fondi verso il settore non finanziario dell'area dell'euro.

#### I costi dei debiti finanziari

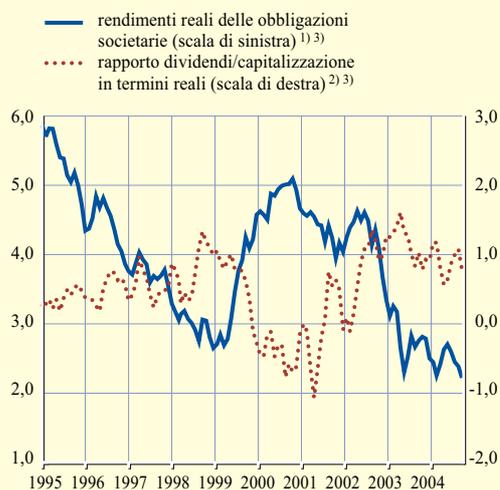
I costi in termini reali del debito finanziario delle società non finanziarie si mantengono a un livello molto contenuto. Ad esempio, attualmente il costo reale del debito basato sul mercato (o

non intermediato, misurato dalla media ponderata dei rendimenti delle obbligazioni investment grade e di quelle a rendimento elevato, deflazionati utilizzando la misura di inflazione attesa calcolata da Consensus Economics per i successivi quattro anni <sup>1)</sup> si colloca a un livello storicamente basso (figura A). Tale andamento riflette il calo generalizzato dei tassi di interesse nel periodo in esame e, più recentemente, il miglioramento delle prospettive dei rischi di credito del settore societario (che trovano anche riscontro nei bassi differenziali delle obbligazioni societarie; cfr. figura 24 nella sezione 2.6).

L'attuale costo favorevole del debito finanziario si riflette anche nei bassi tassi di interesse reali applicati dalle IFM ai prestiti alle società non finanziarie (figure B e C). Benché sia difficile effettuare un confronto storico giacché la definizione statistica di tassi di interesse bancari è cambiata dopo l'introduzione, nel gennaio 2003, delle nuove statistiche armonizzate dei tassi di interesse delle IFM, concentrando l'attenzione sulle variazioni, è possibile osservare una diminuzione dei tassi di interesse reali bancari a lungo termine di circa 4 punti percentuali tra il 1995 e la fine del 2002 (cfr. figura B). In aggiunta l'andamento calante è proseguito nel 2003 e nel 2004, sebbene a un ritmo lievemente più moderato (figura C, basata sulle nuove statistiche dei tassi di interesse delle IFM).

#### Figura A Costi reali di finanziamento non intermediato delle società non finanziarie

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

1) I rendimenti delle obbligazioni societarie si basano su un indice di Merrill Lynch che si riferisce a società finanziarie con alto merito di credito e su un indice di obbligazioni ad alto rendimento. Per il periodo precedente ad aprile 1998, sono disponibili solo dati nazionali (Belgio, Francia, Germania, Italia, Olanda e Spagna). I rendimenti sono aggregati utilizzando come pesi i PIL valutati alle parità del potere d'acquisto nel 2001.

2) Il rapporto dividendi/capitalizzazione è definito come il dividendo annuale, atteso dagli operatori di mercato, in percentuale del prezzo dell'azione.

3) Deflazionato con le attese di inflazione di Consensus Economics.

Per quanto attiene alle dinamiche più recenti, nel terzo trimestre del 2004 i tassi di interesse reali sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie sono lievemente aumentati, pur rimanendo a un livello complessivamente molto

#### Figura B Tassi di interesse reali al dettaglio praticati dalle banche alle imprese <sup>1)</sup>

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

1) I tassi bancari praticati alle società sono deflazionati con l'IAPC effettivo.

1) Per una discussione delle misure di deflazione, cfr. anche il riquadro 3 *La misurazione dei tassi di interesse reali nei paesi dell'area dell'euro*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino.

basso. Esiste inoltre qualche evidenza empirica secondo la quale benché il settore non finanziario abbia recentemente allungato la scadenza del proprio debito, è aumentata nel contempo la percentuale relativa di prestiti a breve termine, sia a tasso fisso che variabile.

Inoltre, nel corso del 2004 i differenziali tra i tassi di interesse applicati dalle IFM sui prestiti alle imprese non finanziarie e i tassi di mercato confrontabili sono rimasti stabili o sono lievemente calati, riflettendo molto probabilmente la percezione delle banche di migliori prospettive per il rischio di credito societario (come confermato anche dall'Indagine sul credito bancario di ottobre<sup>2)</sup>). Ciò nonostante, negli ultimi anni i differenziali di interesse sul credito intermediato si sono ridotti in misura più contenuta, rimanendo lievemente al di sopra di quelli sul credito non intermediato, soprattutto per quanto attiene ai differenziali sui prestiti di minore entità. Ciò può indicare che le IFM sono state più riluttanti degli operatori di mercato in generale nell'assumere rischi su prestiti alle società non finanziarie in parte per via della diversa natura delle imprese che ottengono capitale di debito attraverso le banche (per lo più aziende di piccole e medie dimensioni) e attraverso i mercati dei capitali (le grandi imprese).

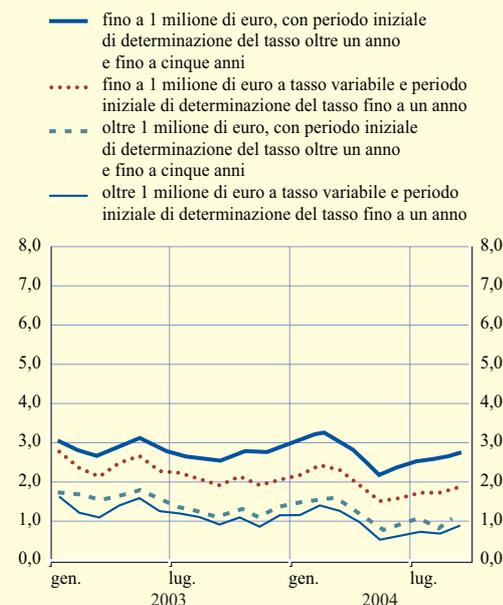
Complessivamente i costi complessivi per interessi bancari sostenuti dalle società non finanziarie sono calati negli ultimi anni. Ad esempio, in settembre 2004 il costo totale per interessi sui prestiti in essere erogati dalle IFM a tali società (misurato dall'ammontare dei prestiti in essere moltiplicato per i corrispondenti tassi di interesse) è stato pari a circa 131 miliardi di euro, a fronte dei 145 registrati a gennaio 2003.

### I costi del finanziamento mediante capitale di rischio

Diversamente dal costo in termini reali del capitale di debito, attualmente le misure del costo reale del finanziamento tramite capitale di rischio si collocano a un livello più elevato di quello registrato nel 2000 e nel 2001. Come si vede nella figura A, un indicatore del costo reale del capitale di rischio (approssimato dal rapporto dividendi reali/capitalizzazione<sup>3)</sup>, pur riducendosi

**Figura C Tassi di interesse reali sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie**

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi corretti<sup>2)</sup>)



Fonte: BCE.

1) I tassi bancari praticati alle società sono deflazionati con l'IAPC effettivo.

2) 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* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

2) Cfr. il riquadro 2 *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro*, nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

3) Un aumento del rapporto dividendi/capitalizzazione implicherebbe un maggiore costo del capitale di rischio; cfr. anche il riquadro 5 *L'attività nel mercato delle operazioni di prima quotazione nell'area dell'euro*, nel numero di dicembre 2002 di questo Bollettino.

sensibilmente rispetto al picco degli inizi del 2003, è rimasto notevolmente al di sopra del livello (molto basso) osservato nel 2000 e agli inizi del 2001. Tuttavia, in una prospettiva di più lungo termine tale indicatore è solo moderatamente superiore al livello della seconda metà degli anni novanta.

### Flussi di finanziamento

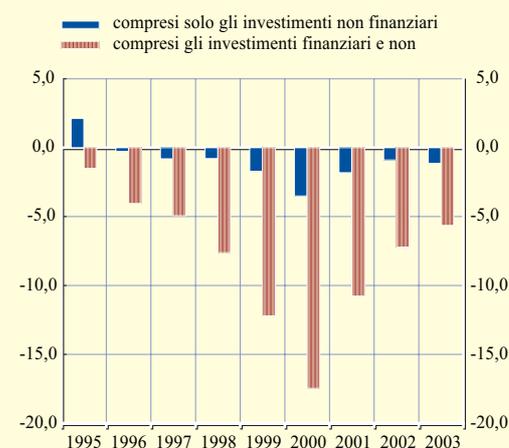
Malgrado le dinamiche complessivamente favorevoli delle condizioni applicate al debito finanziario, nel 2004 il nuovo indebitamento delle società non finanziarie è stato limitato. Pertanto, per la maggior parte dell'anno il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei debiti finanziari del settore non finanziario dell'area dell'euro è stato relativamente modesto, inferiore al 4 per cento (cfr. sezione 2.4); sebbene negli ultimi trimestri abbia recuperato, principalmente grazie a un aumento del finanziamento mediante prestiti, da un punto di vista storico esso rimane a un livello relativamente basso.

Diversi fattori possono spiegare il tasso di crescita persistentemente moderato dei flussi di finanziamento a favore delle società non finanziarie. In primo luogo, vi sono evidenze che la redditività è aumentata, stimolando il risparmio interno e riducendo la domanda di finanziamento esterno delle società (cfr. figura 27 nella sezione 2.8 e i risultati dell'indagine di ottobre 2004 sul credito bancario). In secondo luogo, è probabile che l'indebitamento societario ancora elevato (cfr. figura E nel riquadro 3) abbia indotto molte aziende a utilizzare gli utili non distribuiti per realizzare ristrutturazioni e ridurre i propri debiti, ad esempio riacquistando (riscattando) i titoli di debito in essere. Infine, le società non finanziarie potrebbero aver adottato un cauto approccio "attendista" rispetto al finanziamento di ulteriori ingenti investimenti in conto capitale. Tale interpretazione è suffragata dall'evidenza di un minore saldo finanziario rispetto al picco del 2000 (cfr. figura D); stime preliminari indicano che nel 2004 tale saldo si è ulteriormente ridotto.

Per quanto riguarda il finanziamento mediante capitale di rischio, il mercato azionario primario nell'area dell'euro ha continuato a procedere a rilento nel 2004 (cfr. figura 11 nella sezione 2.2), riflettendo sia una domanda fiacca degli investitori sia le indicazioni di un costo del capitale di rischio ancora relativamente elevato (cfr. figura A). Il contesto economico piuttosto incerto ha inoltre comportato il rinvio di alcune prime quotazioni (*initial public offerings – IPO*) già in calendario. È probabile che il basso volume di emissioni nette di azioni quotate rifletta anche, in una certa misura, il limitato fabbisogno di fonti esterne di finanziamento nell'attuale fase congiunturale, soprattutto in virtù del fatto che dall'inizio del 2004 l'attività di fusione e acquisizione è rimasta sottotono. Va segnalato, inoltre, che

**Figura D Saldo finanziario delle società non finanziarie <sup>1)</sup>**

(in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

1) Il saldo finanziario è calcolato come la somma dei risparmi e dei trasferimenti netti in conto capitale, sottraendo o soltanto gli investimenti non finanziari oppure la somma di quelli finanziari e non. Gli investimenti non finanziari comprendono gli investimenti fissi lordi e le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non producibili.

l'attività corrente del mercato azionario primario appare scarsa rispetto al periodo 1999-2001, ma che tale periodo è stato fortemente influenzato da emissioni molto poderose di settori quali telecomunicazioni, media e tecnologia.

Complessivamente, negli ultimi anni si sono ridotti i costi delle diverse fonti dell'indebitamento finanziario. I flussi di finanziamento esterno rivolti al settore societario, comunque ancora modesti, sono compatibili con il quadro di una ripresa economica solo graduale, in cui le imprese hanno in media registrato profitti crescenti, ma non hanno ancora cominciato a effettuare investimenti fissi su larga scala.

### INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO

I dati più recenti sugli investimenti finanziari del settore non finanziario sono disponibili solo fino al secondo trimestre del 2004 e indicano un lieve aumento del tasso di crescita sul periodo corrispondente al 4,7 per cento, dal 4,4 del primo trimestre (cfr. tavola 5), sospinto da un incremento della crescita degli investimenti finanziari a lungo termine.

I dati relativi al secondo trimestre forniscono supporto e ulteriori chiarimenti per le conclusioni tratte in precedenza sulla base dei dati monetari. L'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio osservata dalla metà del 2003 è continuata, ancorché gradualmente, con un trasferimento di fondi da strumenti a breve termine liquidi e sicuri ad attività a più lungo termine più rischiose. In particolare, la crescita degli investimenti finanziari in strumenti a lungo termine è aumentata notevolmente, alimentata per lo più da acquisti di azioni e di titoli a lungo termine diversi dalle azioni. Nel contempo la crescita delle quote in fondi comuni monetari, detenute in genere come alternativa agli investimenti azionari in periodi di accresciuta incertezza economica e finanziaria, è ulteriormente diminuita nel secondo trimestre.

**Tavola 5 Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro**

	Consistenze in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente											
		2002		2002		2003		2003		2004		2004	
		2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>			
Circolante e depositi	38,0	4,8	4,7	5,0	5,9	6,5	6,6	5,6	5,3	5,3			
Titoli non azionari	12,5	1,8	2,4	1,3	-0,5	-2,2	-3,4	-2,2	-0,2	4,0			
<i>di cui:</i> a breve termine	1,2	-27,3	-15,6	-13,9	-17,9	-16,0	-25,6	-16,4	-4,8	15,0			
a lungo termine	11,2	6,3	5,2	3,4	1,6	-0,7	-0,7	-0,5	0,3	3,0			
Quote di fondi comuni	12,0	6,0	6,2	4,7	5,6	7,1	6,9	6,9	4,6	2,2			
<i>di cui:</i> quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9,3	4,3	4,4	3,4	4,5	5,8	6,4	6,5	5,2	2,4			
quote di fondi comuni monetari	2,7	18,0	16,5	12,0	11,8	13,4	9,1	8,3	2,7	1,7			
Azioni quotate	13,1	0,1	-0,1	0,2	0,8	1,2	2,2	2,0	2,0	3,6			
Riserve tecniche di assicurazione	24,5	7,1	7,1	6,4	6,3	6,5	6,6	6,7	6,4	6,1			
M3 <sup>2)</sup>		7,2	7,2	7,0	8,3	8,6	7,6	7,2	5,3	5,3	6,0		
Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL)		-9,8	-8,8	-13,7	-17,1	-6,4	2,0	4,0	7,5	3,5			

Fonte: BCE.

Nota: per dettagli, cfr. tavola 3.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.

1) Dati relativi alla fine del secondo trimestre 2004. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

2) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dall'IFM (ossia il settore non finanziario tranne l'Amministrazione centrale e le istituzioni finanziarie non monetarie).

**Figura 15 Investimenti finanziari a breve e lungo termine del settore non finanziario**

(variazioni percentuali nel periodo corrispondente)

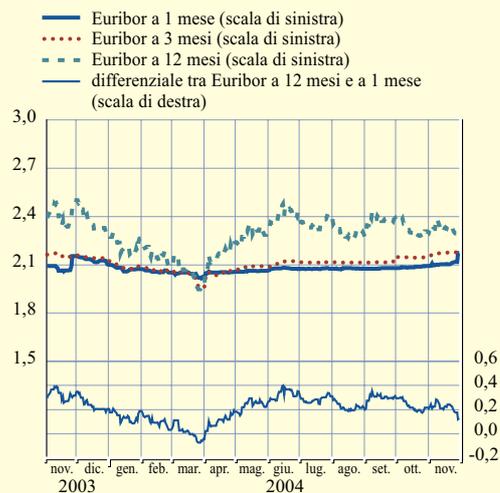


Fonte: BCE.

1) Acquisto netto di titoli di debito a lungo termine e azioni quotate.  
2) Acquisto netto di quote di fondi comuni (esclusi quelli monetari) e prodotti assicurativi.

**Figura 16 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine**

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



Fonte: Reuters.

I dati sui conti finanziari offrono ulteriori chiarimenti in merito a tali andamenti. Essi indicano che la normalizzazione delle scelte di portafoglio si è verificata tramite una ripresa degli investimenti diretti in strumenti finanziari a lungo termine (sia titoli a lungo termine diversi dalle azioni sia azioni quotate). Nel contempo il tasso di crescita delle consistenze di titoli detenuti indirettamente (tramite investimenti in quote di fondi comuni non monetari e prodotti assicurativi) ha registrato una flessione (cfr. figura 15). Ciò potrebbe essere indicativo di una ripresa della propensione al rischio dei settori non finanziari dal terzo trimestre del 2003, nel contesto di un miglioramento dei risultati nei mercati azionari e obbligazionari, cui hanno fatto seguito plusvalenze sui titoli detenuti dai settori non finanziari per quattro trimestri consecutivi (cfr. la tavola 5).

Il rialzo delle quotazioni azionarie, che ha compensato l'effetto dell'accresciuto indebitamento del settore non finanziario, ha stabilizzato il rapporto fra debito e attività finanziarie del settore a un livello prossimo al 90 per cento, indicando un lieve miglioramento della posizione patrimoniale del settore non finanziario rispetto al 2003.

## 2.5 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Dopo essere diminuiti in luglio e agosto, i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi tre mesi, mentre i tassi a più breve termine sono lievemente aumentati. Dalla fine di agosto l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è leggermente ridotta.*

Negli ultimi mesi i tassi di interesse del mercato monetario a più breve termine sono moderatamente aumentati, rimanendo tuttavia su livelli solo di poco superiori al tasso minimo di offerta del 2,0 per cento applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema (cfr. figura 16). Per contro, i tassi del segmento a più lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati, collocandosi il 1° dicembre su livelli prossimi a quelli osservati alla fine di agosto. Di conseguenza, l'inclinazione della

**Figura 17 Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro**

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



Fonte: Reuters.  
Nota: quotazioni Liffe dei contratti *future* a tre mesi con consegna alla fine del trimestre corrente e dei successivi tre trimestri.

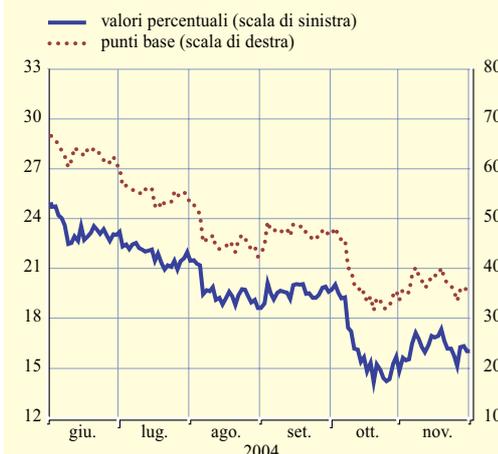
curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente ridotta negli ultimi tre mesi. Il 1° dicembre il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese era di 11 punti base (cfr. figura 16), 9 punti base in meno rispetto a fine agosto.

Gli operatori di mercato hanno rivisto al ribasso le proprie attese sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nella prima metà del 2005, come indicato dall'evoluzione dei tassi Euribor a tre mesi impliciti nei contratti *future* (cfr. figura 17). Tra la fine di agosto e il 1° dicembre i tassi impliciti nei contratti con scadenza in marzo e giugno 2005 sono diminuiti di 9 e 17 punti base, rispettivamente al 2,20 e 2,28 per cento.

Negli ultimi tre mesi la volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi si è ulteriormente ridotta, collocandosi su livelli storicamente bassi (cfr. figura 18). Ciò suggerisce che, nella fase attuale, l'incertezza degli operatori di mercato sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei prossimi mesi è relativamente contenuta.

**Figura 18 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a giugno 2005**

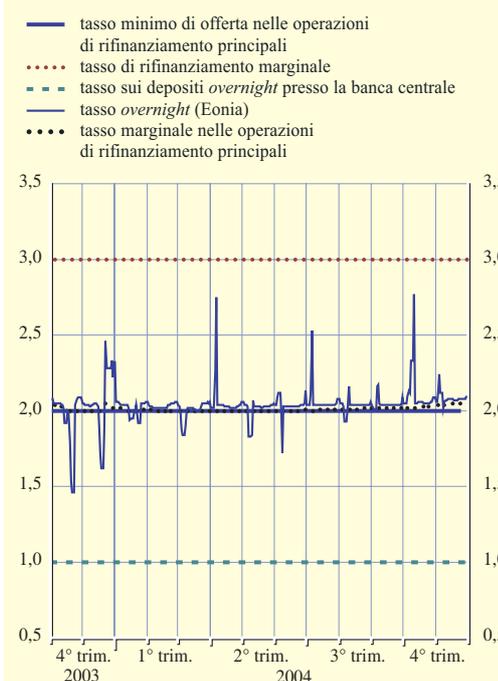
(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino).

**Figura 19 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight***

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



Fonti: BCE e Reuters.

Per la maggior parte del periodo compreso tra la fine di agosto e il 1° dicembre le condizioni di liquidità e dei tassi di interesse nel mercato monetario sono state relativamente stabili (cfr. figura 19). In tale periodo il tasso marginale e quello medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono lievemente aumentati per collocarsi sei punti base al di sopra del tasso minimo di offerta. L'Eonia (*euro overnight index average*) è rimasto sostanzialmente stabile, con l'eccezione degli ultimi giorni dei periodi di mantenimento delle riserve terminati il 7 settembre, l'11 ottobre e l'8 novembre (cfr. riquadro 5). Nelle tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolate il 30 settembre, il 28 ottobre e il 25 novembre i tassi d'asta si sono collocati tra 4 e 9 punti base al di sotto del tasso Euribor a tre mesi prevalente in tali date.

#### Riquadro 5

### CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DALL'11 AGOSTO ALL'8 NOVEMBRE 2004

Questo riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve terminati rispettivamente il 7 settembre, l'11 ottobre e l'8 novembre.

#### Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

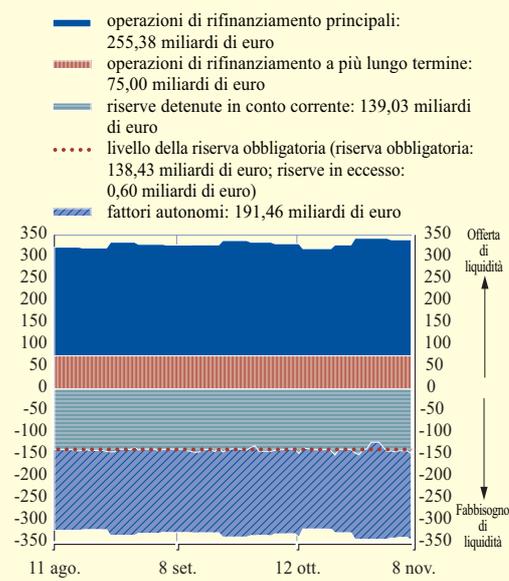
Il fabbisogno di liquidità delle banche è ulteriormente aumentato nel corso del periodo in esame (cfr. figura A). L'elemento principale che ha contribuito a tale evoluzione è rappresentato dalla crescita dei fattori autonomi netti (ossia i fattori di liquidità generalmente non influenzati dall'utilizzo degli strumenti di politica monetaria), che nella media del periodo in esame hanno assorbito 191,5 miliardi di euro, l'ammontare più elevato registrato dal gennaio del 1999. Tale incremento è riconducibile principalmente al protrarsi della crescita delle banconote in circolazione, il cui livello medio ha raggiunto un massimo storico, pari a 465,8 miliardi di euro. Anche i depositi delle Amministrazioni pubbliche sono risultati elevati durante il periodo in esame, tra circa 40 e 78 miliardi di euro. Gli obblighi di riserva sono risultati stabili, mentre le riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria) hanno oscillato in misura contenuta intorno a un livello medio di 0,60 miliardi di euro. Tale valore si colloca nell'intervallo delle medie registrate nei periodi precedenti, sebbene prossimo all'estremo inferiore (cfr. figura B).

#### Offerta di liquidità e tassi d'interesse

In linea con la crescente domanda di liquidità, si è accresciuto il volume delle operazioni di mercato aperto (cfr. figura A). L'importo di ag-

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

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



Fonte: BCE.

giudicazione nell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) regolata il 25 ottobre, pari a 268 miliardi di euro, è risultato il più elevato dall'inizio del 1999.

Nondimeno, il rapporto fra gli importi richiesti dalle controparti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) ha registrato un incremento nel periodo in esame, collocandosi in media all'1,35.

In tutte le ORP regolate nel corso del periodo in esame, la BCE ha aggiudicato l'importo di riferimento (ossia quello la cui aggiudicazione, in base alle previsioni della BCE sulla liquidità complessiva, è considerata idonea a creare condizioni di liquidità equilibrate). Il differenziale fra il tasso marginale e quello medio ponderato ai quali gli importi sono stati aggiudicati durante le aste è risultato pari o a zero oppure a un punto base, mentre è cresciuto il differenziale tra il tasso minimo di offerta e quello marginale, passando da 1 punto base alla metà di agosto a quattro punti base all'inizio di novembre.

Nel complesso, l'Eonia (*euro overnight index average*) è stato relativamente stabile nella maggior parte del periodo in esame, sebbene abbia seguito la stessa tendenza lievemente crescente del tasso marginale delle ORP (cfr. figura C). Come di consueto, l'Eonia è aumentato a fine mese e ha mostrato una maggiore volatilità nella settimana intercorsa tra l'aggiudicazione dell'ultima ORP e la fine del rispettivo periodo di mantenimento.

Dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato il 7 settembre, l'Eonia inizialmente è sceso su livelli di poco superiori al tasso minimo di offerta, pari al 2 per cento, poiché gli operatori di mercato sembravano percepire condizioni di liquidità abbondante. Negli ultimi due giorni del periodo di mantenimento l'Eonia è salito, collocandosi intorno al 2,15 per cento, sebbene le condizioni di liquidità fossero relativamente distese. Il periodo si è concluso con un ricorso netto alle operazioni di deposito presso la banca centrale pari a 2,2 miliardi di euro.

Alla fine del periodo di mantenimento successivo, nel giorno di regolamento dell'ultima ORP,

Figura B Riserve in eccesso <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



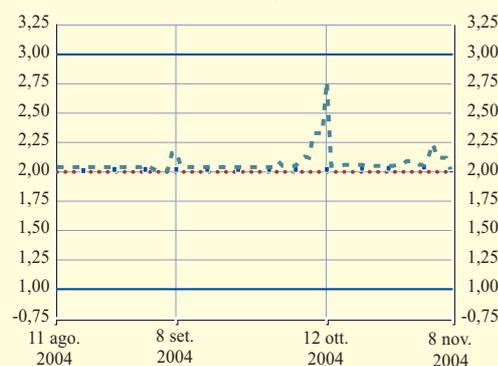
Fonte: BCE.

1) Depositi di conto corrente delle banche presso l'Eurosistema che eccedono la riserva obbligatoria.

Figura C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)

- tasso marginale sull'operazione di rifinanziamento principale
- ... tasso minimo di offerta sull'operazione di rifinanziamento principale
- - - Eonia
- corridoio fissato tra i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sulle operazioni di deposito



Fonte: BCE.

l'Eonia è balzato al 2,13 per cento, in previsione di condizioni di liquidità tese, successivamente confermatesi tali nei fatti. L'11 ottobre, ultimo giorno del periodo di mantenimento, si è registrato un ricorso netto alle operazioni di rifinanziamento marginale pari a 7,6 miliardi di euro, e l'Eonia è salito al 2,77 per cento.

Un profilo analogo quanto a volatilità e ad aspettative di mercato su condizioni di liquidità tese si è delineato dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato l'8 novembre. Giovedì 4 novembre l'Eonia è salito al 2,24 per cento. In seguito a tale andamento, il mattino successivo la BCE ha comunicato di non prevedere un ingente squilibrio di liquidità per l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, ma che si teneva pronta a fronteggiare tale evenienza attraverso un'operazione di *fine-tuning*. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento è divenuta probabile una carenza di liquidità pari a 6,5 miliardi di euro e di conseguenza la BCE ha immesso questa somma attraverso un'operazione di *fine-tuning*. In seguito a questa operazione l'Eonia è sceso, chiudendo al 2,02 per cento in tale data. La decisione di operare un *fine-tuning* ha mostrato la volontà della BCE di fronteggiare in modo più efficace gli squilibri di liquidità consistenti che inducono un'eccessiva volatilità del tasso *overnight*, e in particolare quelli che derivano da variazioni delle previsioni dell'Eurosistema relative ai fattori di liquidità autonomi alla fine del periodo di mantenimento.

## 2.6 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*L'andamento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine è andato differenziandosi nei mercati principali, soprattutto a partire dalla fine di ottobre. Nell'area dell'euro e in Giappone è proseguita la flessione iniziata a giugno di quest'anno, mentre negli Stati Uniti i rendimenti hanno invertito la tendenza al ribasso, registrando incrementi in tutto il mese di novembre. Tra i fattori principali a cui sembra riconducibile l'andamento calante dei rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro negli ultimi due mesi vi sono i timori degli operatori di mercato sulle prospettive di crescita economica a breve termine nell'area.*

### STATI UNITI

Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono complessivamente aumentati fra la fine di agosto e il 1° dicembre, per effetto soprattutto dei rialzi molto marcati di novembre (cfr. figura 20). In una prospettiva più ampia, tale evoluzione, se confermata, potrebbe segnalare la fine della tendenza calante dei rendimenti obbligazionari statunitensi iniziata lo scorso giugno. In contrasto con l'aumento dei rendimenti nominali, nello stesso periodo i rendimenti dei titoli a dieci anni indicizzati all'inflazione sono diminuiti ed è aumentato in misura significativa il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni, misurato dalla differenza fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato e quelli di titoli comparabili indicizzati all'inflazione. Questo incremento potrebbe indicare che gli operatori di mercato percepiscono un aumento dei rischi inflazionistici nel paese.

Considerando gli ultimi tre mesi, in settembre e ottobre i rendimenti nominali dei titoli di Stato a lungo termine sono inizialmente calati, a seguito di pubblicazioni di dati sull'attività economica e sull'inflazione negli Stati Uniti inferiori alle attese dei mercati. I rendimenti hanno risentito, in particolare, dei rapporti sull'occupazione ritenuti deludenti dagli operatori di mercato. Questo fatto, associato ai rincari petroliferi di settembre e ottobre, avrebbe indotto gli operatori a rivedere lievemente al ribasso le attese sull'economia statunitense. L'aumento dei tassi di riferimento deciso dalla Federal Reserve in settembre sembra aver esercitato un effetto

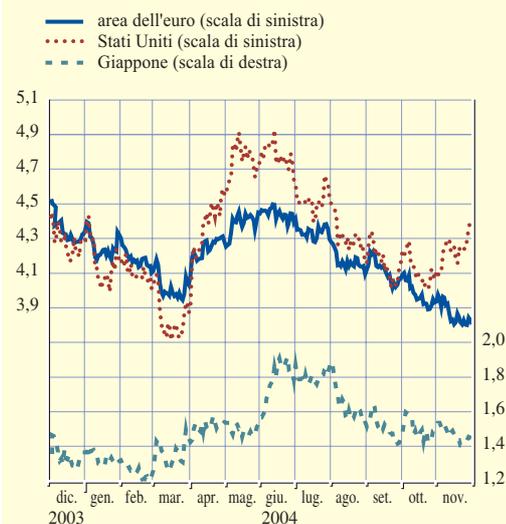
relativamente modesto sui rendimenti obbligazionari a medio e lungo termine, essendo stato ampiamente previsto dagli operatori dei mercati finanziari.

La tendenza calante dei rendimenti obbligazionari, tuttavia, ha subito un'inversione in novembre dopo la pubblicazione di dati sull'occupazione che indicavano un miglioramento nelle condizioni del mercato del lavoro nonché incrementi dei prezzi al consumo e alla produzione superiori alle attese. I crescenti timori legati all'inflazione tra gli operatori di mercato e le loro attese di un'accelerazione degli aumenti dei tassi di riferimento avrebbero indotto in tutto il mese di novembre un incremento dei rendimenti obbligazionari sull'intero ventaglio delle scadenze. I rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni sono aumentati di circa 30 punti base negli Stati Uniti tra la fine di ottobre e il 1° dicembre, per collocarsi in tale data intorno al 4,4 per cento. Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati all'inflazione sono lievemente aumentati, collocandosi il 1° dicembre intorno all'1,2 per cento, mentre il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni ha subito un incremento di circa 30 punti base, portandosi al 2,8 per cento.

Negli ultimi mesi l'incertezza degli operatori del mercato obbligazionario sui movimenti futuri dei rendimenti obbligazionari a lungo termine è apparsa in lieve diminuzione. La media mobile a dieci giorni della volatilità implicita nei contratti *future* sui titoli di Stato decennali ha continuato a calare nel periodo in esame, portandosi il 1° dicembre su un livello inferiore a quello medio dal 1999 (cfr. figura 21 e riquadro 6 *Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati obbligazionari*).

**Figura 20 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

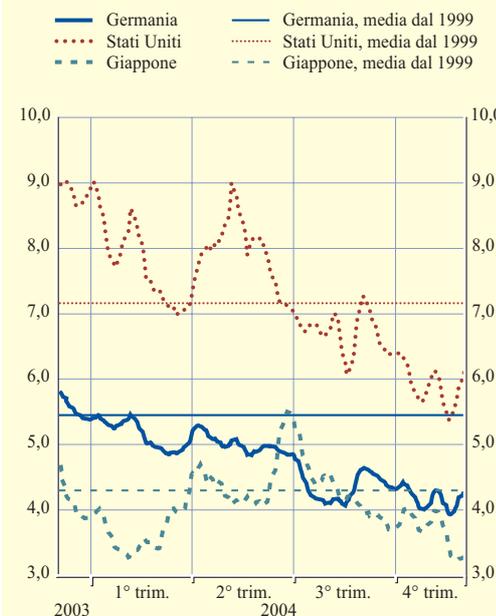
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

**Figura 21 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.

## TENDENZE RECENTI NELLA VOLATILITÀ IMPLICITA DEI MERCATI OBBLIGAZIONARI

Negli ultimi trimestri la volatilità implicita calcolata in base alle opzioni è notevolmente diminuita per una vasta gamma di attività finanziarie, quali azioni, titoli di Stato e tassi di cambio. Vi è chi teme che la diminuzione possa essere stata eccessiva, comportando maggiori rischi di una successiva correzione al rialzo. Nel numero precedente di questo Bollettino, tale questione è stata analizzata con riferimento ai mercati azionari, utilizzando come esempio il mercato degli Stati Uniti <sup>1)</sup>. Il presente riquadro vi fa seguito prendendo in esame l'andamento della volatilità implicita dei titoli di Stato statunitensi a lungo termine.

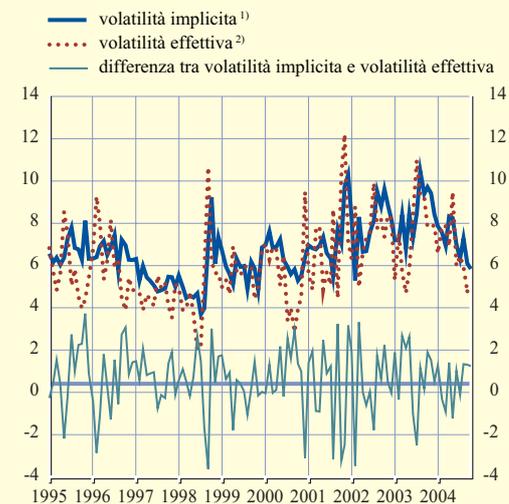
La figura A riporta, a partire dal gennaio 1990, la volatilità implicita – che costituisce una misura delle attese a breve termine degli operatori riguardo alla futura volatilità del mercato obbligazionario ricavata dai prezzi delle opzioni – nei contratti *future* sui titoli di Stato decennali statunitensi con 22 giorni alla scadenza, nonché la volatilità effettiva del mercato obbligazionario nei 22 giorni seguenti. Pertanto, il raffronto tra le due serie fornisce informazioni circa presenza ed entità di scostamenti della volatilità attesa dagli operatori rispetto alla volatilità effettivamente osservata in ciascun mese.

Dalla figura possono essere tratte diverse conclusioni. In primo luogo, né la volatilità implicita né quella effettiva si collocano al momento su livelli insolitamente bassi in termini storici. In secondo luogo, la volatilità implicita e quella effettiva evidenziano un grado di comovimento piuttosto elevato. In particolare, nei periodi caratterizzati da un'alta volatilità implicita è generalmente alta anche quella effettiva, e viceversa <sup>2)</sup>. Infine, sia la volatilità implicita sia quella effettiva si sono ridotte costantemente da più di un anno.

La figura A mostra altresì la differenza tra la volatilità implicita e quella effettiva per il mercato obbligazionario statunitense a lungo termine. Un andamento sistematico in tale differenza, evidenziato ad esempio da una serie relativamente lunga di errori di previsione dello stesso segno, potrebbe indicare una possibile anomalia nella fissazione del prezzo. Come si evince dalla serie temporale, non vi sono indicazioni che la volatilità implicita ne-

**Figura A Volatilità implicita e volatilità effettiva nel mercato delle obbligazioni a lungo termine negli Stati Uniti**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili; gennaio 1995-ottobre 2004)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni BCE.

1) Ogni mese la volatilità implicita è estratta dalle opzioni con vita residua pari a 22 giorni sui contratti *future* sui titoli di Stato a dieci anni.  
2) Calcolata come deviazione standard delle variazioni giornaliere del logaritmo dei prezzi *future* durante il periodo di vita residua.

- 1) Cfr. il riquadro intitolato *Tendenze recenti nella volatilità implicita dei mercati azionari* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.
- 2) La serie della volatilità implicita tende, in media, a essere leggermente al di sopra della 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. 125-50.

gli ultimi anni abbia fornito una stima sistematicamente troppo bassa o troppo alta della volatilità effettiva, cosa che dovrebbe avvenire se la volatilità implicita fosse determinata da fattori diversi dalle aspettative degli operatori. Il calo della volatilità implicita sembra piuttosto ascrivibile al fatto che questi ultimi si sono attesi una diminuzione della volatilità effettiva, attesa rivelatasi, almeno finora, corretta.

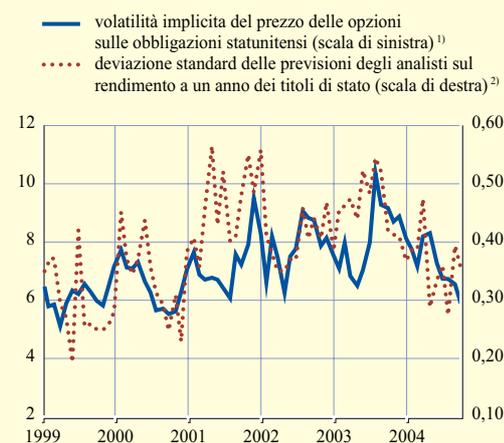
La recente flessione della volatilità implicita dei mercati obbligazionari va di pari passo con una misura dell'incertezza di tali mercati desunta dalle indagini ed espressa come deviazione standard di una serie di previsioni a un anno formulate dagli analisti riguardo ai rendimenti dei titoli di Stato decennali statunitensi. Per quanto tale indice fornisca una misura del livello di disaccordo degli operatori piuttosto che dell'incertezza aggregata, la figura B mostra un comovimento abbastanza pronunciato tra questo indicatore e l'andamento della volatilità implicita dei mercati obbligazionari, in particolare dalla metà del 2003 <sup>3)</sup>.

In sintesi, le evidenze empiriche qui presentate sulla base del contenuto previsionale della volatilità implicita non indicano alcuna rilevante anomalia nella fissazione del prezzo delle opzioni sulle obbligazioni a lungo termine statunitensi. Esse suggeriscono piuttosto che il recente calo della volatilità implicita sui mercati obbligazionari è riconducibile al fatto che gli operatori hanno previsto correttamente una diminuzione della futura volatilità effettiva. Ciò, a sua volta, è coerente con un processo di normalizzazione successivo a un periodo contrassegnato da una volatilità implicita ed effettiva superiori alla media.

3) Per una discussione relativa a disaccordo e incertezza, cfr. Lahiri, Teigland e Zaporowski (1988), "Interest Rates and the Subjective Probability Distributions and Inflation Forecasts", *Journal of Money, Credit and Banking*, 20, pagg. 233-248.

**Figura B Misure di incertezza nel mercato delle obbligazioni a lungo termine negli Stati Uniti**

(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili; da gennaio 1999 a ottobre 2004)



Fonti: Bloomberg, Consensus Economics ed elaborazioni della BCE.  
1) Estratta dalle opzioni sui contratti *future* sui titoli di stato a 10 anni il quindicesimo di ogni mese.  
2) Le date dell'indagine non coincidono necessariamente con le date in cui viene estratta la volatilità implicita.

## GIAPPONE

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono lievemente diminuiti nel complesso degli ultimi tre mesi, con alcune oscillazioni significative nel corso del periodo (cfr. figura 20). Dopo le modeste flessioni di settembre, riconducibili in parte ai timori dei mercati circa le ripercussioni dei rincari petroliferi sugli andamenti economici, i dati pubblicati alla fine di settembre e all'inizio di ottobre sono stati accolti con favore dal mercato e hanno sorretto l'aumento dei rendimenti obbligazionari, successivamente tornati a calare in ottobre.

Più di recente, i dati diffusi in novembre sulla crescita del PIL nel terzo trimestre, molto inferiori alle attese, sembrano aver indotto revisioni al ribasso delle previsioni di crescita a breve termine degli operatori di mercato, producendo nuove flessioni dei rendimenti obbligazionari. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono scesi di circa 5 punti base tra la fine di ottobre e il 1° dicembre, collocandosi in tale data intorno all'1,5 per cento.

L'incertezza degli operatori sugli andamenti futuri dei rendimenti obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita del mercato obbligazionario, è costantemente diminuita negli ultimi tre mesi e rimane su livelli inferiori a quello medio dal gennaio 1999.

### AREA DELL'EURO

Fra la fine di agosto e il 1° dicembre i rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro hanno continuato a diminuire, proseguendo la tendenza calante iniziata a metà giugno. Per effetto dei diversi andamenti del tasso di interesse negli Stati Uniti e nell'area, il corrispondente differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni si è notevolmente ampliato, collocandosi il 1° dicembre a circa 60 punti base. Si tratta del differenziale più ampio da agosto 2000.

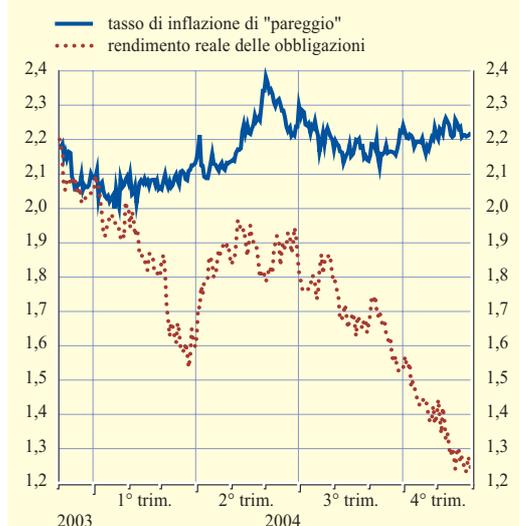
La flessione dei rendimenti obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro sembra per lo più riflettere una lieve riduzione delle attese a breve termine degli operatori sulla crescita nell'area, dovuta ai rincari petroliferi, ai dati sulla crescita dell'area inferiori alle attese e, forse, all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense. Parallelamente, anche i rendimenti obbligazionari reali a lungo termine, misurati dai rendimenti dei titoli di Stato francesi a dieci anni indicizzati allo IAPC dell'area (al netto dei prezzi del tabacco), sono sensibilmente diminuiti nel periodo in esame (cfr. figura 22), raggiungendo il livello minimo dal 2001, quando è stato emesso il primo di questi titoli. Per contro, dalla fine di agosto sono rimaste sostanzialmente invariate le attese degli operatori sull'inflazione a lungo termine misurate dal tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni (calcolato dal differenziale fra i rendimenti nominali di titoli di Stato francesi e quelli di titoli dello stesso tipo indicizzati). Pur rimanendo inferiore ai picchi raggiunti all'inizio di giugno, l'inflazione "di pareggio" si colloca su livelli relativamente elevati.

Più di recente, fra la fine di ottobre e il 1° dicembre i rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni sono diminuiti di circa 15 punti base, così come quelli dei titoli di Stato a dieci anni indicizzati, che si sono portati intorno all'1,2 per cento a fine periodo. Nel contempo, il tasso di inflazione "di pareggio" a dieci anni è rimasto stabile, collocandosi il 1° dicembre al 2,2 per cento.

Il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine è stato accompagnato da uno spostamento verso il basso dell'intera curva dei tassi a termine impliciti, più pronunciato nel segmento a lunga scadenza (cfr. figura 23). Nel contempo il grado di incertezza prevalente sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro, misurato dalla volatilità implicita nei contratti *future* sui titoli di Stato tedeschi a lungo termine, è lievemente diminuito negli ultimi tre mesi collocandosi il 1° dicembre su un livello relativamente basso, sensibilmente inferiore a quello medio dal 1999.

**Figura 22 Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro**

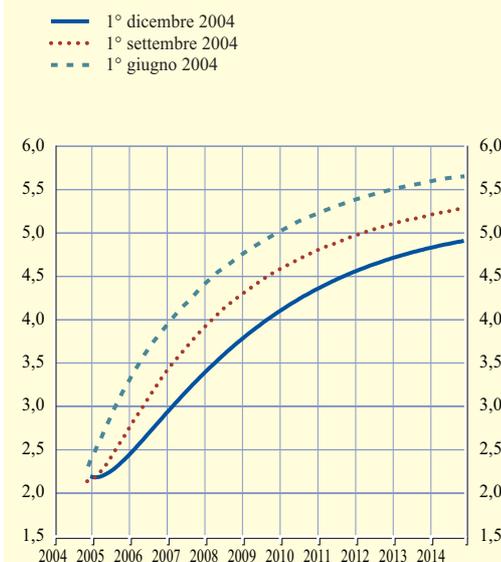
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: i rendimenti reali dei titoli sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (esclusi i prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012. Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto nel riquadro 2 del Bollettino mensile di febbraio 2002.

**Figura 23 Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap**

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

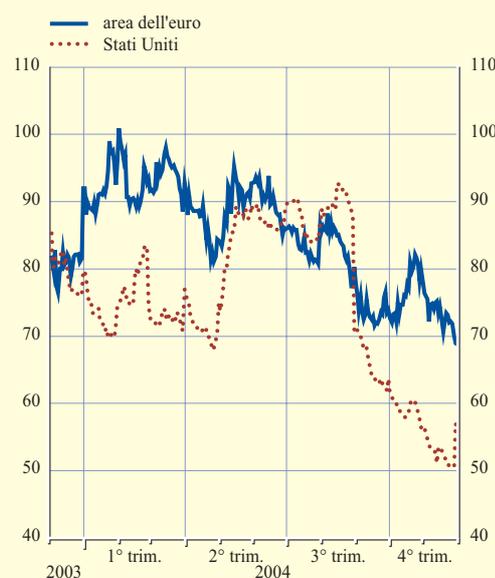


Fonte: stima della BCE.

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

**Figura 24 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

(in punti base; dati giornalieri; titoli con rating BBB)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Nota: i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie sono calcolati come differenze tra i rendimenti delle obbligazioni societarie con scadenza fra sette e dieci anni e quelli dei titoli di Stato con pari scadenza.

Nel mercato delle obbligazioni societarie dell'area dell'euro il livello dei differenziali di rendimento ha mostrato alcune oscillazioni negli ultimi tre mesi; nel complesso esso è lievemente diminuito dalla fine di agosto, rimanendo su un livello relativamente basso (cfr. figura 24). Più di recente, il differenziale fra i rendimenti sulle obbligazioni emesse da società con rating BBB e quelli su titoli di Stato comparabili dell'area dell'euro è calato fra la fine di ottobre e il 1° dicembre intorno ai 70 punti base. Questa recente evoluzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie potrebbe riflettere in parte il basso livello di volatilità dei mercati finanziari nonché indicare che gli operatori di mercato percepiscono come relativamente contenuto il rischio di credito societario nell'area dell'euro.

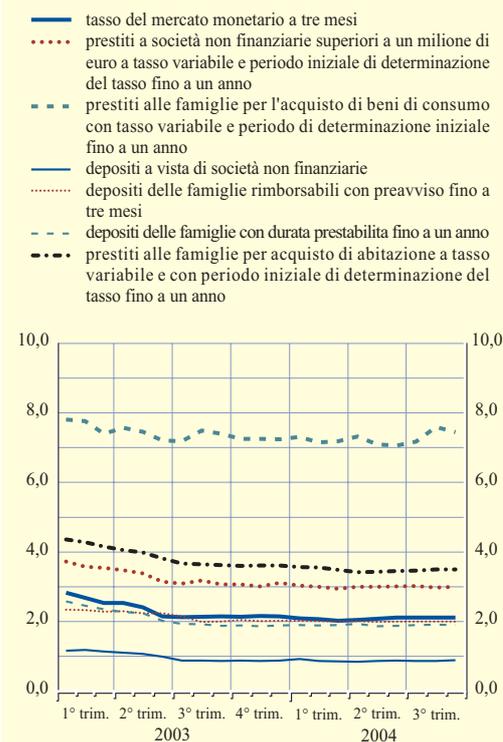
## 2.7 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*Nel terzo trimestre la maggior parte dei tassi di interesse applicati dalle IFM alle nuove operazioni è rimasta sostanzialmente invariata o è lievemente calata.*

Nel terzo trimestre dell'anno la maggior parte dei tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM è rimasta sostanzialmente invariata, con l'eccezione di un incremento dei tassi sul credito al consumo a breve termine di circa 40 punti base. Tale incremento sembra prevalentemente imputabile a un maggiore ricorso, in alcuni paesi, a strumenti relativamente costosi, quali le carte di credito, per nuove operazioni di finanziamento dei consumi (cfr. figura 25 e tavola 6).

**Figura 25 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>)

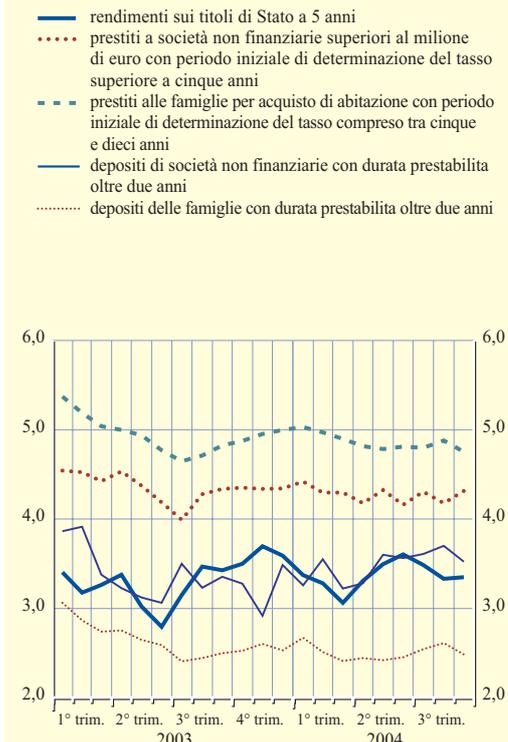


Fonte: BCE.

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* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

**Figura 26 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>)



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* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

Considerando un orizzonte temporale più lungo, i tassi a breve delle IFM sui depositi sono rimasti in gran parte sostanzialmente invariati nei primi tre trimestri del 2004. Questo andamento è analogo a quello dei tassi del mercato monetario nello stesso periodo (il tasso a tre mesi del mercato monetario è sceso solo di qualche punto base).

Per contro, i tassi sui prestiti a breve sono per lo più lievemente calati fra dicembre 2003 e settembre 2004. Ad esempio, i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) nonché quelli sui prestiti di importo elevato a società non finanziarie (oltre il milione di euro, a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono scesi di oltre 10 punti base nel periodo in esame. Nel contempo, il tasso sui conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie ha subito una flessione ancora più marcata, di 20 punti base. Il calo relativamente pronunciato di questi tassi sui prestiti a breve termine comporta una riduzione dei margini bancari per le categorie di credito corrispondenti, probabilmente a seguito di una diminuzione dei rischi di credito per queste categorie di prestito. Una riduzione minore, solo di alcuni punti base, ha riguardato i tassi sui pre-

stiti di importo contenuto a società non finanziarie (fino al milione di euro, a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno; cfr. anche riquadro 4).

I tassi a lungo termine delle IFM sono lievemente diminuiti nel terzo trimestre (cfr. figura 26). L'unica eccezione di rilievo è stato l'aumento, di 15 punti base, del tasso applicato a prestiti di importo elevato a società non finanziarie (oltre il milione di euro, a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno). Nel complesso i tassi di interesse a lungo termine sono scesi di meno di 10 punti base nel terzo trimestre, in misura inferiore alla flessione dei tassi di mercato comparabili (il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è diminuito di 25 punti base nello stesso periodo). Le variazioni meno volatili di gran parte dei tassi di interesse su prestiti a lun-

**Tavola 6 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 settembre 2004			
	2004 apr.	2004 mag.	2004 giu.	2004 lug.	2004 ago.	2004 set.	2003 gen.	2003 dic.	2004 giu.	2004 ago.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>										
<b>Depositi delle famiglie</b>										
con durata prestabilita fino a un anno	1,94	1,86	1,88	1,90	1,92	1,90	-69	1	2	-2
con durata prestabilita oltre due anni	2,44	2,42	2,45	2,54	2,61	2,48	-58	-5	3	-13
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,01	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	-34	-2	0	0
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,57	2,55	2,54	2,54	2,53	2,52	-76	-16	-2	-1
<b>Depositi a vista detenuti da società non finanziarie</b>										
con durata prestabilita fino a un anno	1,97	1,96	1,99	1,99	1,98	2,00	-72	0	1	2
con durata prestabilita oltre due anni	3,28	3,60	3,56	3,61	3,70	3,52	-34	3	-4	-18
<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	7,32	7,09	7,06	7,18	7,59	7,44	-37	20	38	-15
<b>Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,42	3,43	3,45	3,46	3,49	3,50	-86	-11	5	1
con determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni	4,82	4,79	4,81	4,80	4,88	4,75	-62	-25	-6	-13
<b>Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	5,52	5,46	5,44	5,37	5,40	5,38	-82	-20	-6	-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	3,94	3,99	3,97	4,02	4,02	3,99	-88	-3	2	-3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,74	4,64	4,72	4,68	4,71	4,70	-45	-11	-2	-1
<b>Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie</b>										
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,00	3,00	3,01	3,03	2,98	3,00	-73	-11	-1	2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,18	4,32	4,16	4,31	4,18	4,31	-23	-3	15	13
<b>Per memoria</b>										
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,05	2,09	2,11	2,12	2,11	2,12	-71	-3	1	1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,39	2,55	2,74	2,70	2,53	2,60	-4	2	-14	7
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,31	3,50	3,60	3,49	3,33	3,35	-5	-24	-25	2

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* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

go termine rispetto ai tassi di mercato con scadenze analoghe (cfr. figura 26) riflettono la reazione tipicamente lenta dei tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM, e segnalano il comportamento delle banche volto a evitare brusche variazioni dei tassi su queste categorie di prestito.

Considerando un orizzonte temporale più lungo, nei primi tre trimestri del 2004 i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sui depositi sono nel complesso lievemente diminuiti, ma in misura nettamente inferiore rispetto ai tassi di mercato per scadenze comparabili, più volatili (il rendimento dei titoli di Stato a cinque anni è diminuito di 25 punti base nello stesso periodo). Ad esempio, i tassi a lungo termine sui depositi delle famiglie sono diminuiti di 5-15 punti base nel periodo in esame, mentre i tassi a lunga applicati ai depositi delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati da dicembre 2003. Quanto ai tassi a lungo termine sui prestiti, quello sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra cinque e dieci anni) è diminuito di 25 punti base fra dicembre 2003 e settembre 2004, in linea con l'andamento dei tassi di mercato comparabili. Nello stesso periodo, i tassi a lungo termine su prestiti a società non finanziarie (con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) ha registrato una flessione lievemente più contenuta, di circa 5-10 punti base. Il fatto che la flessione dei tassi di interesse e dei margini corrispondenti sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sia stata più marcata rispetto a quella riguardante i prestiti a società non finanziarie riflette probabilmente la percezione da parte delle IFM di un miglioramento delle garanzie associate alla prima categoria di prestito. Questa ipotesi è corroborata, ad esempio, dall'allentamento in termini netti dei criteri applicati alla concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni rilevato dall'indagine di ottobre sul credito bancario (cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di ottobre sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino).

## 2.8 MERCATI AZIONARI

*Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentate dopo i minimi dell'anno raggiunti a metà agosto, probabilmente riflettendo in larga misura ulteriori miglioramenti della redditività delle imprese. Nel contempo nella percezione degli operatori l'impatto dell'andamento dei corsi petroliferi sulle prospettive degli utili societari è rimasto presumibilmente contenuto in entrambi i mercati. La volatilità implicita dei mercati azionari, indicatore dell'incertezza degli operatori sugli andamenti futuri delle quotazioni, è diminuita sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti negli ultimi mesi, continuando a rimanere su livelli relativamente contenuti rispetto agli ultimi anni.*

### STATI UNITI

Nel complesso, le quotazioni azionarie negli Stati Uniti sono aumentate dalla metà di agosto, quando il mercato ha toccato il livello minimo dell'anno (cfr. figura 28), presumibilmente sospinte dagli aumenti degli utili effettivi registrati da società quotate in borsa. Secondo la Thomson Financial Datastream, gli utili delle società appartenenti all'indice Standard and Poor's 500 continuano a crescere rapidamente (cfr. figura 27). L'aumento complessivo si è verificato nonostante i vari timori per la crescita che sono emersi fra gli operatori di mercato a seguito dei rincari petroliferi e dei dati macroeconomici statunitensi inferiori alle attese in settembre e ottobre.

Più di recente, i corsi azionari, misurati dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentati del 5 per cento fra la fine di ottobre e il 1° dicembre. Questo incremento ha coinciso con un calo delle quotazioni petrolifere dopo i massimi dell'anno raggiunti nell'ultima parte di ottobre. Inoltre, i dati sul mercato del lavoro statunitense superiori alle attese avrebbero migliorato la percezione dei

mercati sulla crescita economica nel paese. Nel contempo, è probabile che alcune pressioni al ribasso sui corsi azionari siano venute dall'incremento dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti.

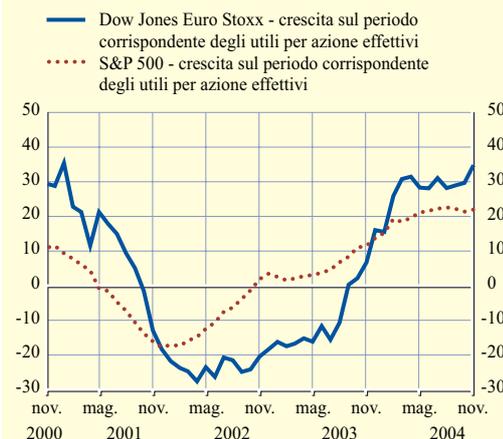
Nel complesso, l'incertezza sul mercato azionario, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500, è diminuita negli ultimi tre mesi, rimanendo su un livello molto inferiore a quello medio dal 1999 (cfr. figura 29).

### GIAPPONE

In Giappone i corsi azionari sono scesi negli ultimi tre mesi facendo registrare oscillazioni relativamente ampie, nonostante gli aumenti osservati in altri importanti mercati. Il complessivo rincaro del petrolio nel periodo considerato

**Figura 27 Crescita degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

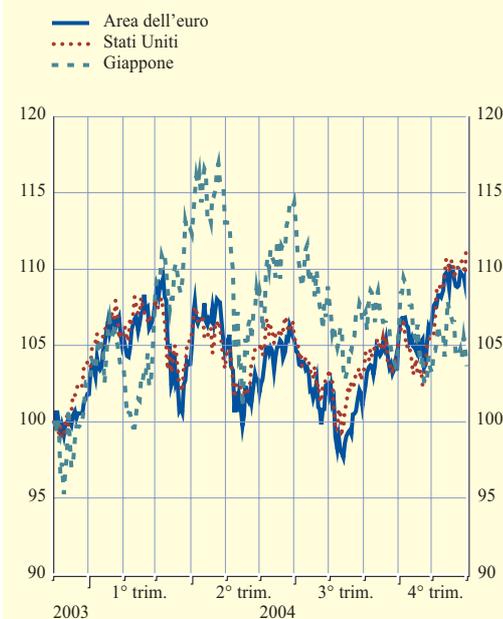
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream I/B/E/S ed elaborazioni BCE.

**Figura 28 Indici dei corsi azionari**

(indice: 1° dicembre 2003 = 100; dati giornalieri)

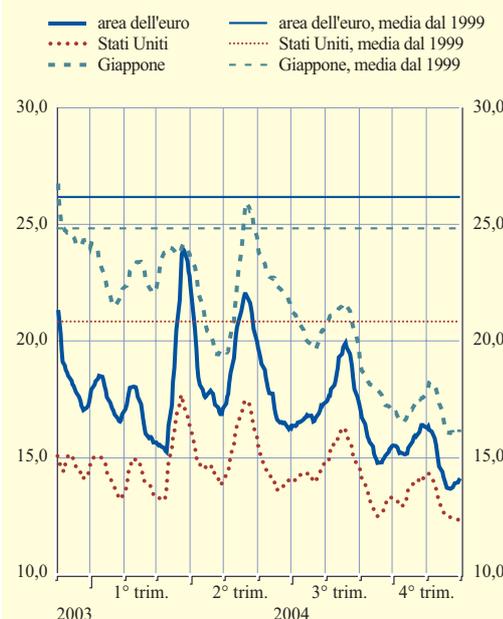


Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

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 29 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.

avrebbe esercitato pressioni al ribasso sulle quotazioni azionarie a causa dei timori degli operatori del mercato circa l'impatto sull'economia nipponica e, in particolare, sulle esportazioni giapponesi. Tali effetti sembrano avere più che compensato il sostegno ai corsi azionari derivante dal miglioramento degli utili societari, dalla flessione dei rendimenti obbligazionari e dalla pubblicazione di vari dati macroeconomici superiori alle attese degli operatori di mercato, soprattutto intorno alla fine di settembre e all'inizio di ottobre.

Più di recente, fra la fine di ottobre e il 1° dicembre i corsi azionari nipponici, misurati dall'indice Nikkei 225, sono rimasti sostanzialmente invariati per effetto di fattori che si sono compensati tra loro. Da un lato la redditività delle imprese sarebbe migliorata e, inoltre, i corsi azionari sarebbero stati favoriti dal calo dei tassi di interesse a lungo termine e dalla riduzione del prezzo del petrolio di novembre. Dall'altro, la crescita del PIL nel terzo trimestre è stata nettamente inferiore alle attese degli operatori; ciò, a sua volta, avrebbe indotto correzioni al ribasso delle attese di crescita da parte dei mercati. Inoltre, il rafforzamento dello yen giapponese nei confronti del dollaro statunitense nel periodo in esame può aver aggravato i timori degli operatori in merito alla competitività delle imprese nipponiche.

La volatilità implicita calcolata dal prezzo delle opzioni sull'indice Nikkei 225, una misura dell'incertezza del mercato azionario giapponese, è complessivamente diminuita negli ultimi tre mesi rimanendo al 1° dicembre su un livello inferiore a quello medio dal 1999.

#### **AREA DELL'EURO**

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate dalla fine di agosto. Al pari di quanto accaduto negli Stati Uniti, la maggiore redditività delle imprese dell'area avrebbe costituito il principale fattore alla base di tale andamento. Questa ipotesi è corroborata dai dati di Thomson Financial Datastream, che indicano continui incrementi della crescita degli utili societari effettivi. Inoltre, i corsi azionari dell'area dell'euro potrebbero aver beneficiato del calo dei tassi di interesse a lungo termine. Tuttavia, gli elevati corsi petroliferi potrebbero aver esercitato pressioni al ribasso sulle prospettive degli utili societari percepite dagli operatori di mercato.

Più di recente, tra la fine di ottobre e il 1° dicembre i corsi azionari, misurati dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, hanno continuato a registrare nel complesso un rialzo. Il calo dei prezzi petroliferi in novembre potrebbe aver contribuito a questo aumento dei corsi azionari nell'area dell'euro, in aggiunta alla maggiore redditività delle imprese e alla riduzione dei tassi di interesse a lungo termine citata in precedenza. L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla media mobile a dieci giorni della volatilità implicita calcolata dai prezzi delle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, è ulteriormente diminuita in novembre e il 1° dicembre si collocava su un livello molto inferiore a quello medio dal 1999 (cfr. figura 29).

Per quanto riguarda i recenti sviluppi settoriali, fra la fine di settembre e il 1° dicembre le quotazioni azionarie sono cresciute in tutti i dieci principali settori economici dell'indice Dow Jones Euro Stoxx, eccetto uno (cfr. tavola 7) e, nel complesso, gli aumenti risultano generalizzati. L'andamento nel comparto tecnologico e in quello delle telecomunicazioni è stato nettamente superiore rispetto al totale dell'indice di mercato durante il periodo, con aumenti di oltre il 10 per cento. Per contro, il settore sanitario ha conseguito risultati inferiori alla media registrando un lieve calo, che potrebbe essere in parte riconducibile alle inchieste statunitensi sulla sicurezza dei medicinali prodotti da gran parte delle case farmaceutiche. L'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense in novembre non sembra aver particolarmente penalizzato i settori tipicamente orientati all'esportazione (come quello tecnologico e industriale).

**Tavola 7 Variazioni dei prezzi e volatilità storica degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx**

(variazioni dei prezzi in percentuale; volatilità storica: valori percentuali in ragione d'anno)

	Materie prime	Beni di con- sumo ciclici	Beni di con- sumo non ciclici	Ener- getici	Finan- ziari	Servizi sanitari	Indu- striali	Alta tecno- logia	Tele- comu- nica- zioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	4,9	6,9	11,1	11,6	30,3	4,1	9,1	6,0	9,2	6,9	100,0
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2003 3° trimestre	4,4	2,8	5,7	-2,9	0,5	-2,1	6,2	5,9	-3,1	-3,6	1,1
4° trimestre	15,5	7,8	9,8	12,0	16,8	13,2	13,6	12,6	13,1	15,1	13,5
2004 1° trimestre	-4,7	2,0	1,0	0,4	-0,9	11,6	1,3	10,1	4,0	7,2	1,9
2° trimestre	6,7	2,4	5,1	5,2	1,5	4,2	2,5	-13,6	-0,6	5,1	1,7
3° trimestre	1,5	-6,4	-9,0	3,3	-0,8	6,0	0,1	-13,0	-1,4	0,8	-2,1
ottobre	1,5	0,2	0,4	0,3	3,8	-1,6	0,2	8,1	5,7	5,3	2,6
novembre	5,8	4,4	1,7	2,1	3,0	-0,4	3,2	1,7	5,4	-0,4	2,8
fine settembre-1° dicembre 2004	6,7	5,4	3,4	2,3	7,1	-0,1	3,6	12,7	10,3	5,6	5,8
<b>Volatilità (medie del periodo)</b>											
2003 3° trimestre	23,3	16,7	16,8	18,3	18,6	17,8	15,1	33,4	14,7	13,5	16,6
4° trimestre	17,5	14,6	15,1	13,9	14,5	17,2	12,8	23,9	13,2	11,2	14,0
2004 1° trimestre	15,2	17,2	15,0	16,6	15,6	16,4	15,3	26,9	18,3	14,3	14,3
2° trimestre	16,1	14,7	14,4	14,5	15,6	15,8	15,8	30,3	15,0	13,4	14,1
3° trimestre	13,1	13,6	12,7	12,8	11,6	12,4	11,7	25,3	11,7	8,6	11,2
ottobre	16,6	13,8	15,4	14,0	14,0	19,6	13,4	26,6	16,6	10,5	14,0
novembre	10,6	8,9	9,2	9,9	8,1	15,6	8,4	14,6	11,3	9,8	8,2
fine settembre-1° dicembre 2004	14,3	12,1	13,0	12,4	11,9	17,8	11,8	21,9	14,8	10,6	11,8

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

 Nota: le volatilità storiche sono calcolate come deviazione standard annualizzata delle variazioni percentuali giornaliere del livello dell'indice nel corso del periodo. Gli indici settoriali sono riportati nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in novembre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è scesa al 2,2 per cento, dopo essere aumentata di 0,3 punti percentuali al 2,4 per cento in ottobre. L'aumento in ottobre e la successiva flessione di novembre sembrano entrambi ascrivibili all'andamento della componente energetica, che, a sua volta, ha riflesso le oscillazioni dei prezzi petroliferi. Con riferimento ai primi stadi della catena produttiva, i dati delle indagini congiunturali indicano il perdurare delle pressioni al rialzo sui prezzi a causa delle elevate quotazioni delle materie prime. Di conseguenza, il tasso di inflazione dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento nei mesi a venire. Tuttavia, i dati più recenti sull'andamento del costo del lavoro suggeriscono che nell'area la crescita salariale sul periodo corrispondente sarebbe rimasta moderata nel terzo trimestre dell'anno. In assenza di ulteriori shock sui prezzi ciò dovrebbe contribuire a contenere le pressioni inflazionistiche interne nel medio periodo, benché persistano alcuni rischi al rialzo.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER NOVEMBRE

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in novembre l'inflazione armonizzata nell'area è discesa al 2,2 per cento dal 2,4 del mese precedente (cfr. tavola 8). Benché non siano attualmente disponibili dati disaggregati, sembra che il contributo della componente energetica si sia ridotto in seguito al recente calo dei prezzi petroliferi. Considerata la natura preliminare delle informazioni, tuttavia, tale stima rimane contornata da qualche incertezza.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA A OTTOBRE

In ottobre l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo nell'area è salita al 2,4 per cento dal 2,1 del mese precedente, principalmente a causa dell'andamento dei prezzi dei beni energetici, risultando inferiore di 0,1 punti percentuali rispetto alla stima rapida dell'Eurostat pubblicata alla fine di tale

**Tavola 8 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

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

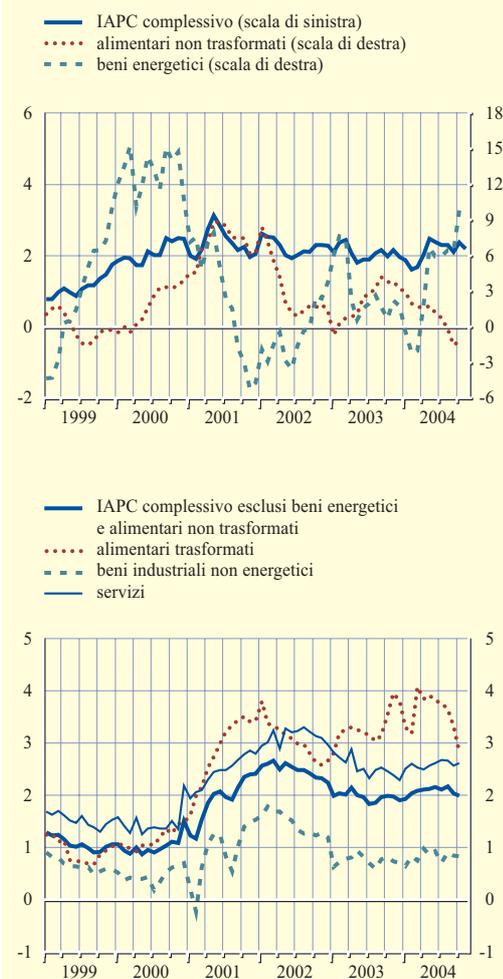
me. Nel contempo, l'inflazione armonizzata al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici è rimasta invariata al 2,0 per cento tra settembre e ottobre.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è salito bruscamente al 9,8 per cento in ottobre dal 6,4 del mese precedente. Tale aumento è ascrivibile ai rincari petroliferi di ottobre, nonché al calo dei prezzi dei beni energetici nello stesso periodo lo scorso anno (ossia a un effetto base). Un esame più dettagliato delle singole componenti mostra che i prezzi dei carburanti liquidi e per il trasporto privato hanno concorso per 3,1 punti percentuali all'aumento totale del 3,4 per cento della crescita dei prezzi dei beni energetici, mentre i prezzi dell'elettricità e del gas spiegano il restante 0,3 per cento. Il riquadro 7 esamina l'evoluzione della concorrenza nei mercati dell'energia elettrica e del gas naturale nell'area dell'euro, valutandone gli effetti sui prezzi. I prezzi degli alimentari non trasformati, a differenza di quelli dei beni energetici, hanno continuato a ridursi in ottobre, benché in misura minore rispetto a settembre.

L'invariato tasso di crescita dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici tra settembre e ottobre riflette un calo lieve o nullo nelle principali componenti. Nello stesso periodo il tasso di variazione dei prezzi degli alimentari trasformati è diminuito dal 3,3 per cento al 2,8 (cfr. figura 30): tale moderazione ha interessato tutte le componenti, incluso il tabacco, per il quale gli effetti dei recenti aumenti delle imposte cominciano a riassorbirsi. In ottobre la crescita dei prezzi dei servizi è rimasta invariata al 2,6 per cento, riflettendo oscillazioni contenute nelle singole componenti. Infine, anche il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici è rimasto sostanzialmente invariato rispetto a settembre, allo 0,8 per cento. I prezzi dei beni connessi al tempo libero (ad esempio, i beni collegati ai mezzi di comunicazione e informazione e ad attività ricreative, le attrezzature sportive e fotografiche e le apparecchiature elettroniche) hanno subito un ulteriore calo, mentre quelli dell'abbigliamento hanno continuato a crescere in maniera sostenuta, in linea con i movimenti stagionali leggermente accentuati osservati negli ultimi anni. Nel complesso, per quanto riguarda la componente dei beni industriali non energetici, non sussistono al momento chiari segnali di effetti indiretti significativi riconducibili agli scorsi aumenti dei prezzi petroliferi. Il riquadro 8 esamina il possibile impatto sui prezzi dell'abbigliamento della rimozione delle restrizioni al commercio nel gennaio 2005.

**Figura 30 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

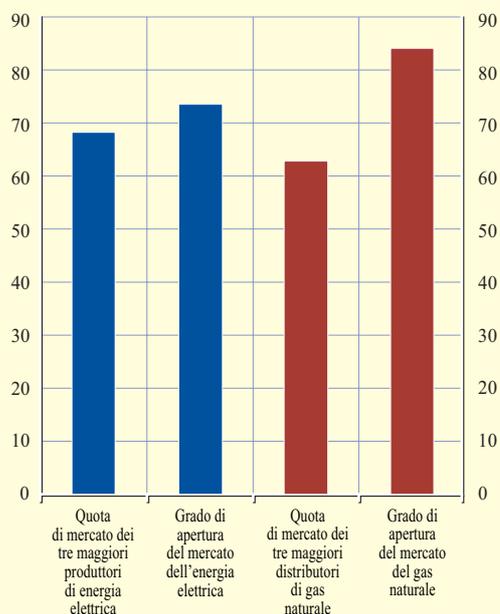
## CONCORRENZA E ANDAMENTO DEI PREZZI NEI MERCATI DEL GAS NATURALE E DELL'ENERGIA ELETTRICA DELL'AREA DELL'EURO

Secondo alcune evidenze empiriche, le riforme normative nei mercati del gas naturale e dell'energia elettrica sono in grado di indurre un ribasso dei prezzi, ma solo a condizione che il quadro regolamentare assicuri un sufficiente livello di concorrenza *de facto*. Nonostante i progressi registrati nell'apertura formale di tali mercati nell'area dell'euro, attualmente la concorrenza effettiva spesso rimane ancora limitata, in particolare nel mercato del gas, frenando dunque i potenziali effetti favorevoli sui prezzi delle riforme normative. In questo riquadro si esamina, in primo luogo, il livello della concorrenza *de jure e de facto* nei mercati del gas naturale e dell'energia elettrica dell'area dell'euro, e si analizza in seguito la recente evoluzione dei prezzi dell'energia.

I mercati dell'energia nell'area dell'euro sono stati ampiamente dominati da monopoli nazionali e regionali costituiti da imprese integrate verticalmente, che producono, vendono e distribuiscono elettricità e gas. L'Unione europea, tuttavia, ha avviato un programma per creare un mercato comune europeo dell'energia, con condizioni di concorrenza simili in tutti gli Stati membri<sup>1)</sup>. A tal fine, la Commissione europea ha fissato un calendario per liberalizzare il mercato dell'energia, con scadenza al 1° luglio 2004 per gli utenti diversi dalle famiglie e al 1° luglio 2007 per le famiglie. Alcuni Stati membri sono già andati oltre i requisiti minimi previsti per la liberalizzazione del mercato in questi due settori, e formalmente hanno aperto del tutto i propri mercati dell'energia alla concorrenza. Altri Stati membri, tuttavia, finora non sono riusciti a rispettare il programma per la liberalizzazione (parziale) obbligatoria del mercato. Sebbene le imprese avrebbero dovuto poter scegliere liberamente i propri fornitori di elettricità e di gas naturale a partire dal 1° luglio 2004, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro non ha ancora introdotto la legislazione necessaria.

La figura A mostra la quota del mercato dell'elettricità e del gas aperta alla concorrenza nel 2003. Oltre il 70 per cento del mercato dell'energia elettrica dell'area dell'euro e oltre l'80 per cento del mercato del gas naturale sono adesso formalmente aperti alla concorrenza. Tuttavia entrambi i mercati sono ancora fortemente concentrati, dato che i tre maggiori

**Figura A Quota percentuale del mercato dell'energia dell'area dell'euro aperta alla concorrenza e quota di mercato dei tre maggiori produttori di energia nel 2003**



Fonti: Commissione Europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: le elaborazioni della BCE relative alle quote di mercato sono basate su pesi di domanda di energia elettrica e gas naturale nel 2003. Per il mercato del gas naturale, i dati relativi a Grecia, Portogallo e Finlandia non sono disponibili. Per la quota di mercato dei tre maggiori distributori di gas naturale, i dati relativi al Lussemburgo non sono disponibili e, per l'Italia, sono stati utilizzati dati relativi alla quota di mercato del maggior distributore.

1) Altri obiettivi fondamentali della politica energetica dell'UE, non trattati in questo riquadro, comprendono la sicurezza delle forniture e la tutela dell'ambiente.

fornitori di elettricità e di gas naturale detengono ancora quote pari al 68 e al 63 per cento dei rispettivi mercati. Ciò indica che nonostante i progressi nella liberalizzazione formale di questi mercati, la concorrenza *de facto* è ancora abbastanza limitata <sup>2)</sup>. Nel mercato dell'energia elettrica, tale situazione è attribuibile principalmente alla presenza di operatori di grandi dimensioni che detengono posizioni dominanti – in modo particolare nel settore della produzione di elettricità – e alla insufficiente interconnessione delle reti elettriche sia a livello nazionale sia fra gli Stati membri. Nel mercato del gas naturale, gli ostacoli principali alla concorrenza sono rappresentati dalla disparità delle tariffe di accesso alle reti a livello nazionale e regionale, dalla concentrazione della produzione e dell'importazione di gas tra poche imprese e dal lento sviluppo dei mercati centralizzati del gas.

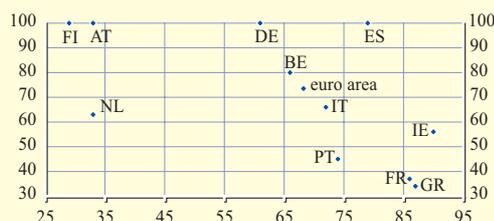
Considerando contestualmente il grado di apertura del mercato e la quota di mercato delle tre principali imprese produttrici, Francia, Portogallo, Grecia e Irlanda sembrano avere i mercati meno competitivi tra i paesi dell'area dell'euro (cfr. figura B), poiché presentano sia un basso grado di apertura formale del mercato (concorrenza *de jure*) sia una forte concentrazione della produzione di elettricità, che può essere considerata come un indicatore della concorrenza *de facto*.

La valutazione dell'impatto della concorrenza sui prezzi dell'energia elettrica e del gas naturale è particolarmente difficile, poiché i prezzi sono fortemente influenzati da fattori indipendenti dal regime normativo prescelto, quali la combinazione delle fonti primarie di energia, l'evoluzione del prezzo del greggio e gli effetti specifici a livello nazionale (causati, ad esempio, dall'imposizione indiretta). Ci si attende, tuttavia, che un aumento della concorrenza interna riduca i margini di profitto, portando i prezzi sempre più in linea con i costi e generando vantaggi per i consumatori <sup>3)</sup>.

Confrontando l'evoluzione dei sottoindici dello IAPC per l'elettricità e il gas nel periodo compreso tra il gennaio 1998 e l'ottobre di quest'anno con gli andamenti dello IAPC complessivo dell'area dell'euro, l'indice dell'elettricità mostra una tendenza al ribasso (cfr. figura C). In questo lasso di tempo, l'indice del prezzo

**Figura B Concentrazione e liberalizzazione del mercato nell'area dell'euro nel 2003**

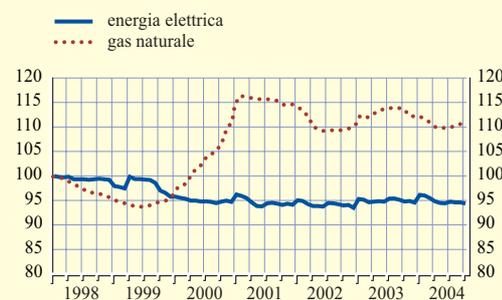
(valori percentuali; grado di apertura del mercato dell'energia elettrica sull'asse orizzontale; quota di mercato dei tre maggiori produttori di energia elettrica sull'asse verticale)



Fonti: Commissione Europea ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le elaborazioni della BCE relative alle quote di mercato sono basate su pesi di domanda di energia elettrica nel 2003. Il Lussemburgo, che ha una quota di mercato nella produzione di energia elettrica pari a zero, non è riportato nella figura.

**Figura C Indici dei prezzi dell'energia elettrica e del gas naturale rispetto allo IAPC complessivo nell'area dell'euro**

(gennaio 1998=100)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

2) Cfr. anche S. Speck e M. Mulder, *Competition on european energy markets – Between policy ambitions and practical restrictions*, CPB Document No 33, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, L'Aia, luglio 2003.  
3) Numerosi studi empirici forniscono evidenze quantitative dei benefici delle riforme normative dei mercati dell'energia sia a livello settoriale sia per l'economia nel complesso. Una maggiore concorrenza, di solito, viene associata alla riduzione dei prezzi, all'espansione della produzione e a guadagni di produttività del lavoro (per un quadro d'insieme cfr. il rapporto *Price effects of regulatory reform in selected network industries* pubblicato dalla BCE nel marzo 2001).

dell'energia elettrica per l'area dell'euro è calato del 5,6 per cento rispetto allo IAPC complessivo, suggerendo quindi che l'apertura del mercato ha innescato alcune riduzioni di prezzo. Al contrario, nello stesso periodo, l'indice relativo al gas naturale è salito dell'11,2 per cento rispetto a quello complessivo. Tale incremento, tuttavia, si è concentrato nel periodo precedente alla liberalizzazione del mercato (tra il 1998 e il 2001), mentre a partire dal 2002 l'indice del gas naturale è calato nei confronti dello IAPC complessivo. Come sopra menzionato, l'evoluzione dei prezzi del gas naturale riflette solo parzialmente le variazioni del grado di concorrenza, poiché tali prezzi vengono ampiamente influenzati dall'andamento sottostante dei prezzi energetici a livello mondiale - in particolare dei prezzi del greggio - e dal tasso di cambio dell'euro. Inoltre, l'apertura formale del mercato del gas naturale è un fenomeno recente, i cui effetti probabilmente avranno bisogno di tempo per riflettersi sui prezzi.

La creazione di un mercato unico dell'Unione europea per l'elettricità e il gas dovrebbe ridurre le differenze di prezzo tra i vari paesi. Al momento, tuttavia, le differenze di prezzo tra i paesi dell'area dell'euro<sup>4)</sup>, misurate dal coefficiente di variazione (non ponderato), appaiono considerevoli (cfr. la tavola). Inoltre, il rapporto tra il prezzo più elevato e quello più basso nell'ambito dell'area dell'euro (massimo/minimo), nel complesso è sceso in misura solo marginale tra il 1996 e il 2003, a indicazione del perdurare di notevoli differenze di prezzo in questi settori, sia tra i vari paesi che tra i diversi tipi di utente. Scarti di prezzo di tale entità indicano, come già menzionato in precedenza, differenze sostanziali nel grado di concorrenza, ed è improbabile che possano essere generati dai soli differenziali di costo.

#### Livelli dei prezzi dell'energia elettrica e del gas naturale nell'area dell'euro

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Prezzi dell'energia elettrica – utenti industriali (in euro per 100 kWh)	7,6	7,2	7,1	6,9	6,4	6,5	6,4	6,6
Coefficiente di variazione	16,4	16,9	17,2	17,0	16,4	19,9	20,4	15,9
Massimo/minimo	1,9	2,0	2,0	2,1	2,0	2,3	2,1	1,6
Prezzi dell'energia elettrica – famiglie (in euro per 100 kWh)	11,9	11,6	11,5	11,5	11,0	10,9	10,9	11,0
Coefficiente di variazione	25,7	27,0	27,4	27,3	27,0	26,9	23,9	23,3
Massimo/minimo	2,5	2,7	2,7	2,5	2,8	2,6	2,4	2,4
Prezzi del gas naturale – utenti industriali (in euro per gigaJoule)	3,9	4,3	4,1	3,6	4,8	6,4	5,7	5,8
Coefficiente di variazione	16,5	15,3	17,1	16,2	13,5	16,6	12,9	11,4
Massimo/minimo	1,6	1,5	1,7	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5
Prezzi del gas naturale – famiglie (in euro per gigaJoule)	7,2	7,6	7,5	7,0	7,9	9,6	9,1	9,4
Coefficiente di variazione	17,9	26,3	14,5	16,0	16,4	21,9	20,7	17,4
Massimo/minimo	1,8	3,3	1,6	1,7	1,7	2,1	2,0	1,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: la media ponderata per l'area dell'euro è calcolata utilizzando i dati disponibili per i singoli paesi e i pesi per paese dei sottoindici dello IAPC relativi all'energia elettrica e al gas naturale. Il coefficiente di variazione è non ponderato. La misura "Massimo/minimo" è il rapporto tra il prezzo più elevato e quello più basso tra i paesi dell'area dell'euro.

Alcune delle caratteristiche peculiari di tali settori, come i contratti di fornitura a lunga scadenza nel settore del gas naturale e i tempi lunghi necessari per creare nuova capacità produttiva nel settore dell'energia elettrica, rendono improbabili mutamenti a brevissimo termine. Più in generale, le riforme normative nei settori dell'elettricità e del gas naturale possono determinare delle riduzioni di prezzo e dei vantaggi per i consumatori, solo a condizione che il quadro regolamentare assicuri la concorrenza sia de jure sia de facto. Per il momento, tuttavia, il programma di riforme normative per queste importanti industrie di rete non è stato ancora portato a termine.

4) I prezzi sono al netto delle imposte.

Riquadro 8

**IMPATTO POTENZIALE DELLA RIMOZIONE DEL CONTINGENTAMENTO AL COMMERCIO DI PRODOTTI TESSILI E DI ABBIGLIAMENTO**

Nel gennaio del 2005 verranno abolite tutte le restanti restrizioni quantitative al commercio internazionale di prodotti tessili e di abbigliamento. Si tratta dell'ultima fase – la più significativa – nella graduale eliminazione di tali contingenti, portata avanti nell'ultimo decennio. Nell'area dell'euro la rimozione delle quote commerciali potrebbe ragionevolmente risultare in una riduzione dei prezzi al consumo per i prodotti in parola e in un calo della produzione e dell'occupazione nei relativi settori. Sebbene risulti arduo quantificare con precisione l'impatto, nel complesso i vantaggi in termini di prezzi più bassi, accresciuta efficienza e maggiori volumi di scambio dovrebbero superare gli effetti di aggiustamento negativi sulla produzione e l'occupazione del settore derivanti dalla liberalizzazione del commercio. In questo riquadro vengono considerati i probabili effetti della rimozione delle restrizioni al commercio e i fattori che potrebbero influenzare l'ampiezza dell'impatto, nonché gli insegnamenti ricavabili dall'esperienza di altri paesi che già hanno abolito le restrizioni al commercio.

Negli ultimi cinquant'anni il commercio internazionale dei prodotti tessili e di abbigliamento è stato limitato attraverso una combinazione di contingentamento e barriere tariffarie e non tariffarie. Una serie di accordi, terminata con l'Accordo multifibre, ha imposto contingenti o restrizioni quantitative agli scambi di questi prodotti. L'impatto dei contingenti risulta particolarmente inopportuno, giacché accresce i prezzi per i consumatori e provoca l'allocazione inefficiente e la frammentazione della produzione tra i paesi. Tuttavia, la tornata di negoziazioni sul commercio nota come *Uruguay Round* (conclusa nel 1994) ha aperto la strada all'eliminazione del contingentamento con l'adozione dell'Accordo sui tessili e sull'abbigliamento. In base a tale accordo, i contingenti esistenti sarebbero stati progressivamente eliminati in quattro fasi su un periodo di dieci anni; l'ultimo 49 per cento delle quote sarebbe stato rimosso nel gennaio del 2005 (cfr. la tavola).

**Rimozione del contingentamento sul commercio di tessili e abbigliamento**

Data	Percentuale del contingente iniziale da eliminare	Percentuale cumulata del contingente iniziale eliminato
Gennaio 1995	16%	16%
Gennaio 1998	17%	33%
Gennaio 2002	18%	51%
Gennaio 2005	49%	100%

Fonte: H. Nordås. *The global textile and clothing industry post the Agreement on Textile and Clothing*, WTO Discussion Paper No. 5, 2004.

La componente relativa all'abbigliamento riveste un importante ruolo nell'andamento dei prezzi al consumo, dal momento che rappresenta approssimativamente il 6 per cento dello IAPC complessivo. Esso ha altresì una rilevante dimensione esterna, poiché circa il 25 per cento della domanda interna di abbigliamento è soddisfatta da importazioni da paesi non appartenenti all'area dell'euro. Per quanto riguarda l'occupazione e la produzione, sebbene l'importanza dei settori tessile e dell'abbigliamento sia andata calando negli ultimi decenni, essi continuano a fornire circa il 10 per cento dell'occupazione e il 6 per cento della produzione dell'industria manifatturiera.

Pertanto, la rimozione dei contingenti potrebbe avere varie importanti conseguenze per l'area dell'euro. In primo luogo, dovrebbe prodursi una certa pressione al ribasso sui prezzi al consumo, e ciò perché i produttori a più basso costo, il cui accesso al mercato dell'area dell'euro era precedentemente sottoposto a restrizioni, potrebbero conquistare maggiori quote di mercato. I costi totali di produzione dovrebbero anch'essi essere spinti verso il basso dal probabile aumento dell'efficienza dei processi produttivi derivante dal venire meno della loro frammentazione. In secondo luogo, potrebbero esservi alcune ripercussioni negative per la produzione e l'occupazione nei settori tessile e dell'abbigliamento. Tuttavia, poiché i produttori hanno avuto a disposizione dieci anni per prepararsi alla rimozione dei contingenti, questo impatto dovrebbe essere attenuato.

Tuttavia, la quantificazione dell'impatto della rimozione dei contingentamenti risulta ardua per vari motivi. Da un lato, sebbene oltre il 50 per cento dei contingenti avrebbe già dovuto essere eliminato prima del 2005, sembrerebbe che la rimozione del contingentamento sia stata nei fatti posposta per la parte più sostanziale, abolendo per prime le quote sui prodotti meno sensibili all'impatto della rimozione. Ciò significa che l'eliminazione dei contingenti residui potrebbe avere in proporzione un impatto più ampio. D'altro canto, dal momento che la rimozione delle quote è stata graduale, essa dovrebbe essere già stata considerata, almeno in parte, nelle decisioni di investimento, sebbene l'ingresso della Cina nell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) possa determinare un ulteriore incremento delle importazioni dei paesi asiatici. Inoltre, la Commissione europea ha recentemente proposto sette linee di azione per accrescere la competitività dell'industria tessile europea, tra cui figurano il potenziamento di ricerca, sviluppo e formazione, la garanzia di mercati aperti e il rafforzamento della lotta contro la contraffazione<sup>1)</sup>. Nonostante queste misure, l'interscambio commerciale netto (esportazioni meno importazioni) dovrebbe continuare a scendere. Tra gli altri fattori che potrebbero condizionare gli effetti della rimozione del contingentamento figurano il fatto che le tariffe saranno mantenute e che, nonostante la prescritta rimozione, in alcune circostanze specifiche potranno essere ancora applicate misure di salvaguardia. In aggiunta, non è a priori noto in che misura e con quali tempi i dettaglianti trasferiranno ai prezzi al consumo i minori costi sostenuti. Le statistiche mostrano che storicamente vi è una certa correlazione, ritardata, tra i valori unitari delle importazioni e il successivo impatto sui prezzi al consumo. In prospettiva, il calo dei prezzi delle importazioni indotto dalla rimozione dei contingenti dovrebbe essere considerato come permanente, per cui il trasferimento dovrebbe essere maggiore rispetto al caso di variazioni di prezzo soltanto temporanee.

L'evidenza tratta da altri paesi che hanno già liberalizzato il commercio di prodotti tessili e di abbigliamento indica che, sebbene vi sia generalmente stato un impatto significativo sia sui prezzi che sul commercio, il profilo e l'ampiezza di tale impatto sono stati diversi da paese a paese, forse per effetto delle diverse forze di mercato. Nel caso della Norvegia, che oltre a eliminare i contingentamenti ha ridotto le barriere tariffarie, i prezzi al consumo dell'abbigliamento hanno segnato un calo significativo del 16 per cento tra il 1995 e il 2001<sup>2)</sup>. La Svezia, che aveva eliminato le quote all'importazione di tessili e abbigliamento nel 1991, ma ha dovuto reintrodurle prima di aderire all'UE nel 1995, ha registrato un marcato aumento delle importazioni dalla Cina. Sebbene non vi sia stato un percepibile impatto sui prezzi al consumo, ciò è forse dovuto ai cambiamenti nel sistema fiscale svedese e al deprezzamento della corona, avvenuti contemporaneamente. In Australia, dove i contingenti sono stati smantellati nel 1992-93 e le tariffe

1) Comunicazione della Commissione del 13 ottobre 2004, *Textiles and clothing after 2005 – Recommendations of the High Level Group for textiles and clothing*.

2) Per un'ulteriore discussione di questo aspetto, cfr. il riquadro *Why have clothing prices fallen?* nell'*Inflation Report 2/2002* della Norges Bank.

progressivamente ridotte nel periodo 1992-2005, le importazioni sono aumentate in misura maggiore di quanto non sia diminuita la produzione nazionale, pur in presenza di prezzi al consumo piuttosto stabili<sup>3)</sup>.

In conclusione, l'eliminazione dei contingentamenti dei prodotti tessili e di abbigliamento presenta al tempo stesso sfide e opportunità per l'industria tessile e dell'abbigliamento, i dettaglianti e i consumatori. Sebbene sia difficile quantificarne con precisione gli effetti, la fine delle restrizioni dovrebbe produrre benefici significativi per l'area dell'euro, principalmente attraverso le pressioni al ribasso sui prezzi al consumo. Inoltre, è probabile che questi guadagni si trovino massimizzati in mercati caratterizzati da un elevato grado di concorrenza, a sottolineare la necessità di costanti riforme nel mercato dei beni.

3) Study on the implications of the 2005 trade liberalisation in the textile and clothing sector, IFM and Partners, febbraio 2004.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

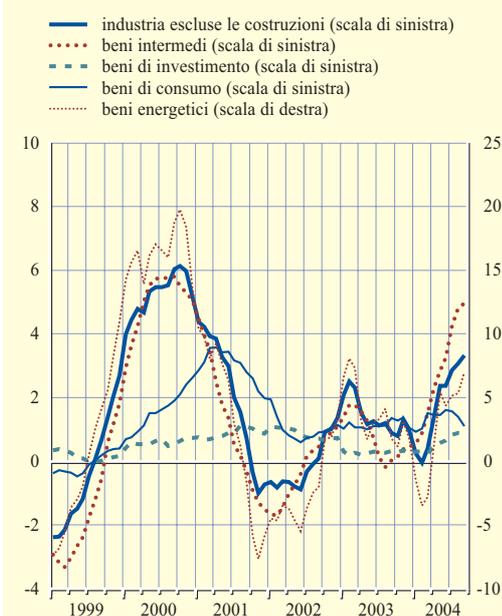
In settembre il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione (IPP) escluse le costruzioni è aumentato ancora, al 3,3 per cento dal 3,1 di agosto, riflettendo un'ulteriore accelerazione dei prezzi dei prodotti energetici e, in misura minore, dei beni intermedi (cfr. figura 31). Nel contempo, la crescita dell'IPP al netto delle costruzioni e dei beni energetici è rimasta invariata al 2,3 per cento in settembre rispetto ad agosto.

Il tasso di variazione dei prezzi alla produzione dei beni energetici è salito al 7,0 per cento in settembre dal 5,4 del mese precedente, riflettendo in parte l'aumento dei corsi petroliferi in euro osservato in settembre, rafforzato da un effetto base. Il tasso di variazione dei prezzi dei beni intermedi è ulteriormente aumentato al 5,0 per cento in settembre, contro il 4,8 di agosto. Nel settore dei beni di consumo, il tasso di crescita dei prezzi è calato ulteriormente all'1,1 per cento in settembre dall'1,4 di agosto, a causa del rallentamento dei prezzi dei beni di consumo non durevoli, in particolare degli alimentari. Tali dinamiche sono compatibili con l'andamento dei prezzi delle materie prime alimentari, che sono in discesa dal maggio di quest'anno. I tassi di variazione dei prezzi dei beni di consumo durevoli e di quelli di investimento sono entrambi rimasti invariati tra agosto e settembre.

I dati delle indagini congiunturali sui prezzi degli input segnalano la possibilità di nuovi aumenti dei prezzi alla produzione per i prossimi mesi, benché a un ritmo moderato. In novem-

**Figura 31 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

bre lo *Eurozone Input Price Index* per il settore manifatturiero, basato sulle indagini presso i responsabili degli acquisti, è diminuito, pur indicando per tale mese un ulteriore aumento dei prezzi degli input per il settore. Gli elevati corsi petroliferi e la riduzione dell'offerta sono stati indicati come i fattori che hanno spinto al rialzo i costi degli input. Nel contempo, pur continuando a indicare un aumento dei prezzi degli output, l'indice dei prezzi applicati dai produttori in novembre si è mosso verso il basso dal livello elevato del mese precedente.

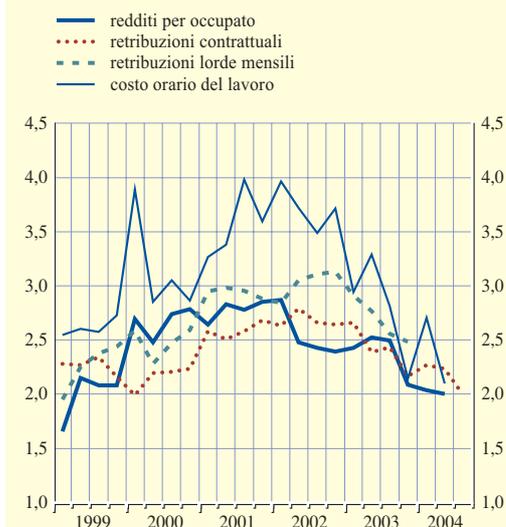
### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Il calcolo dell'indicatore delle retribuzioni contrattuali ha reso disponibile una prima indicazione sulla dinamica del costo del lavoro nell'area dell'euro nel terzo trimestre. Tra il secondo e il terzo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente di questo indicatore ha mostrato una flessione di 0,2 punti percentuali, al 2,0 per cento (cfr. tavola 9). Pertanto, gli sviluppi più recenti delle retribuzioni contrattuali forniscono una prima indicazione, seppure provvisoria, che la crescita salariale nell'area è rimasta moderata nella seconda metà dell'anno, limitando le pressioni inflazionistiche provenienti dal mercato del lavoro. Il tasso di incremento delle retribuzioni contrattuali è calato gradualmente a partire dalla metà del 2002 (cfr. figura 32). Nel 2004 (utilizzando i dati fino al terzo trimestre) la crescita delle retribuzioni contrattuali è stata pari al 2,2 per cento in media, in calo di 0,2 e 0,5 punti percentuali rispetto alle medie registrate nel 2003 e nel 2002 rispettivamente. Segnatamente, le retribuzioni contrattuali non sono mai aumentate a un tasso inferiore al 2 per cento a partire dal primo trimestre del 1992, data di inizio della serie.

Anche tutti gli altri indicatori dell'andamento del costo del lavoro disponibili confermano che la crescita salariale è rimasta moderata di recente, benché i dati non vadano oltre il secondo trimestre

Figura 32 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 9 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2002	2003	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,7	2,4	2,4	2,2	2,3	2,2	2,0
Costo orario complessivo del lavoro	3,7	2,8	2,8	2,1	2,7	2,1	.
Retribuzioni lorde mensili	3,0	2,7	2,6	2,5	.	.	.
Redditi per occupato	2,5	2,4	2,5	2,1	2,0	2,0	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,3	0,4	0,2	0,6	1,2	1,7	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	2,2	2,0	2,2	1,5	0,9	0,3	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

di quest'anno. Secondo gli ultimi dati di contabilità nazionale pubblicati dall'Eurostat, la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'area è rimasta invariata al 2,0 per cento nel secondo trimestre, mentre il costo orario del lavoro nel settore delle imprese non agricole è aumentato del 2,1 per cento sul periodo corrispondente, in calo rispetto al 2,7 del trimestre precedente. Inoltre, a seguito degli ultimi sviluppi relativi ai redditi per occupato e di un aumento nella crescita della produttività, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto ha continuato a scendere nel secondo trimestre, portandosi dallo 0,9 per cento del primo trimestre allo 0,3. In prospettiva, le pressioni sui prezzi riconducibili al costo del lavoro dovrebbero mantenersi relativamente moderate a fronte del persistere di condizioni di debolezza del mercato del lavoro e dell'andamento favorevole della produttività del lavoro.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel complesso, ci si attende che per qualche tempo l'inflazione misurata sullo IAPC sia significativamente influenzata dalla componente energetica, rimanendo al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Oltre il breve termine, tuttavia, la crescita salariale moderata, ascrivibile in parte all'assenza di pressioni dal mercato del lavoro, dovrebbe contenere l'accumularsi di pressioni inflazionistiche interne. Nel contempo, sono presenti alcuni rischi al rialzo. Le prospettive per l'inflazione sono basate sull'ipotesi che i prezzi del petrolio scendano in linea con le attuali attese del mercato. A parte l'effetto diretto sull'inflazione, un ulteriore aumento dei corsi petroliferi accrescerebbe anche il rischio di effetti indiretti e di secondo impatto attraverso il processo di determinazione di salari e prezzi. È importante notare che tale prospettiva è legata anche all'ipotesi che l'effetto delle misure fiscali sull'inflazione risulti meno marcato di quanto sia attualmente. Per un'analisi più approfondita delle prospettive economiche, cfr. la sezione 6 ("Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema").

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

La stima più recente dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro ha confermato che il ritmo della ripresa si è attenuato durante il terzo trimestre, dopo la più elevata crescita del PIL in termini reali osservata nella prima metà dell'anno. La disaggregazione delle componenti della domanda per tale trimestre mostra il contributo negativo fornito alla crescita del PIL dalle esportazioni nette e la debolezza della crescita dei consumi privati, a fronte di un rafforzamento degli investimenti e del notevole contributo positivo derivante dalla variazione delle scorte. Le informazioni disponibili indicano un proseguimento della crescita sia nell'industria sia nei servizi all'inizio del quarto trimestre, anche se a un ritmo più moderato rispetto alla prima metà dell'anno. Le condizioni sul mercato del lavoro continuano a migliorare gradualmente. Guardando al futuro, sebbene esistano rischi verso il basso per le prospettive di crescita del PIL, le determinanti principali per il perdurare della crescita nel 2005 rimangono presenti.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La stima preliminare dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro per il terzo trimestre ha confermato che la crescita del PIL in termini reali è stata pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, contro lo 0,5 del secondo e lo 0,7 per cento del primo trimestre (cfr. figura 33). Tale stima indica una moderazione, durante l'estate, della ripresa in corso.

Per quanto concerne la composizione della domanda, il contributo alla crescita dell'interscambio commerciale netto è stato notevolmente negativo, a causa della decelerazione delle esportazioni e del forte incremento delle importazioni. Anche la perdurante debolezza dei consumi privati ha contribuito al rallentamento. Nel contempo, gli investimenti hanno recuperato e le scorte hanno fornito un forte contributo positivo alla crescita del PIL. In termini di scomposizione settoriale, la più lenta crescita del PIL nel terzo trimestre è imputabile sia all'industria sia ai servizi.

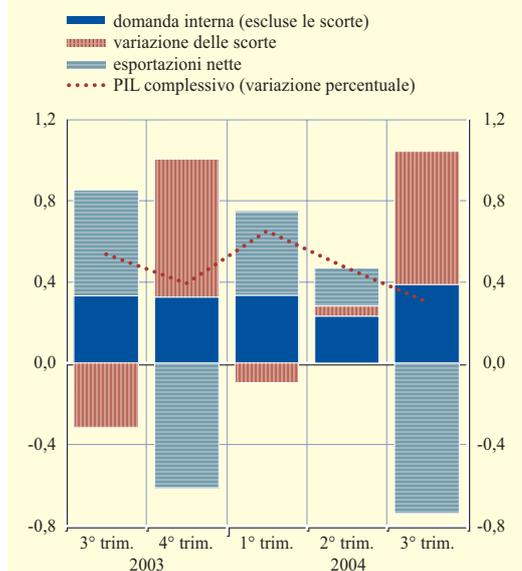
#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Secondo i dati più recenti per il settore industriale, la crescita della produzione è proseguita nel terzo trimestre dell'anno in corso, sebbene a un ritmo più moderato rispetto al secondo, in linea con i dati di contabilità nazionale sul valore aggiunto. Nonostante in settembre la produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) sia aumentata sul mese precedente, la crescita della produzione industriale nel complesso del terzo trimestre è stata inferiore rispetto a quella del secondo, a seguito del debole andamento di agosto, ascrivibile in parte a fattori straordinari che hanno interessato alcuni paesi (cfr. figura 34).

Considerando i singoli comparti, nel terzo trimestre la crescita della produzione industriale

Figura 33 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

(tasso di crescita e contributi in punti percentuali trimestrali; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 34 Crescita della produzione industriale e contributi**

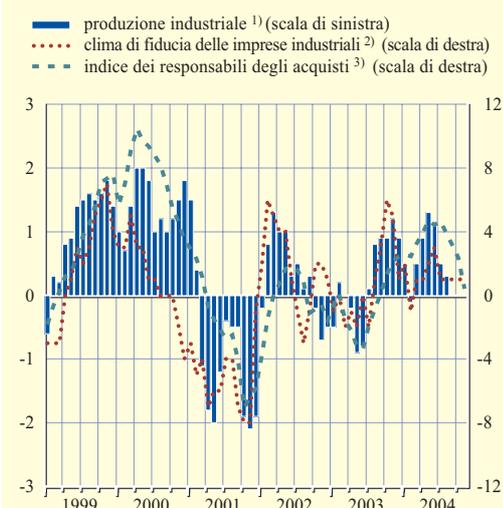
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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 35 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.

si è attenuata nei settori di produzione dei beni intermedi e di investimento. La crescita della produzione di beni di consumo è stata negativa, in gran parte per effetto dell'andamento del comparto dei beni di consumo durevoli.

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

I risultati delle indagini per il settore manifatturiero in novembre suggeriscono che la produzione industriale ha continuato a crescere nei primi due mesi del quarto trimestre, sebbene ad un ritmo contenuto. Quanto ai servizi, le ultime indicazioni restano 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 si è mantenuto invariato in novembre per il secondo mese consecutivo, rimanendo così sul livello più elevato da marzo 2001 (cfr. figura 35). La valutazione degli ordini e delle scorte ha contribuito negativamente all'indice di fiducia complessivo, mentre le aspettative sulla produzione si sono mantenute stabili. Per contro, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è calato per il quarto mese consecutivo. Tale calo è riconducibile principalmente alla forte contrazione della produzione e dei nuovi ordini. Tuttavia, il PMI resta su livelli ancora coerenti con la crescita dell'attività industriale.

Per quanto attiene al settore dei servizi, l'indicatore del clima di fiducia delle indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese è calato in novembre. Nei primi undici mesi del 2004, il clima di fiducia in tale comparto si è mantenuto sostanzialmente invariato. Alla data di chiusura di questo Bollettino, il PMI per l'attività economica nel settore dei servizi, disponibile solo fino ad ottobre, rimaneva in linea con il proseguimento della crescita nei servizi di

mercato. Ciò nonostante, la sua evoluzione da gennaio indica che la crescita negli ultimi mesi potrebbe essere stata più contenuta rispetto alla prima parte dell'anno.

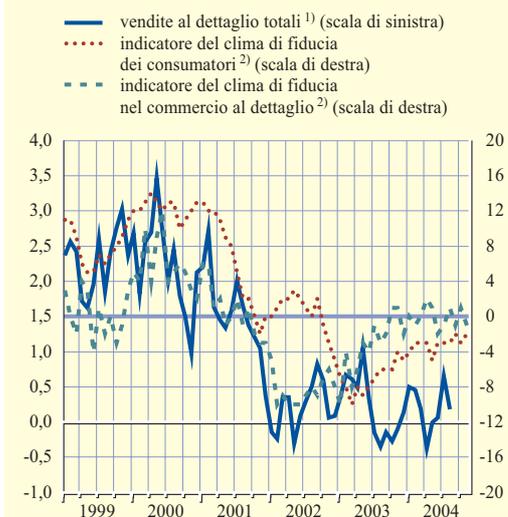
#### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Gli indicatori mensili disponibili sulla spesa delle famiglie nel terzo trimestre sono coerenti con i dati di contabilità nazionale, che mostrano la debolezza della crescita dei consumi privati in tale periodo rispetto al secondo trimestre.

In settembre le vendite al dettaglio nell'area sono rimaste stabili sul mese precedente, dopo essere diminuite dello 0,7 per cento in agosto (cfr. figura 36). Nel complesso del terzo trimestre, esse si sono ridotte dello 0,2 per cento, fornendo un contributo negativo, pari a circa 0,1 punti percentuali, alla crescita dei consumi privati. Quanto alle prime indicazioni relative al quarto trimestre, in ottobre le immatricolazioni di nuove autovetture nell'area sono aumentate del 3,1 per cento sul mese precedente, a fronte di un calo del 2,6 per cento nel terzo trimestre. In novembre il clima di fiducia dei consumatori è leggermente migliorato, compensando il peggioramento osservato in ottobre ma continuando ad essere inferiore alla propria media storica. Pertanto la debolezza del clima di fiducia dei consumatori è probabilmente stata un fattore che ha gravato sulla crescita dei consumi privati nei primi due mesi del quarto trimestre.

**Figura 36 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.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

### DISOCCUPAZIONE

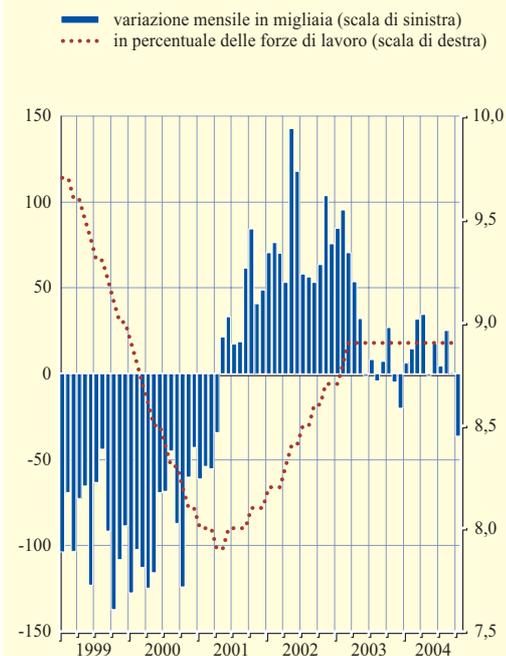
Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è rimasto all'8,9 per cento in ottobre, invariato da marzo 2003 (cfr. figura 37). Tuttavia, il numero di disoccupati è diminuito di 36.000 unità, a fronte di un incremento mensile medio di 10.000 unità nel terzo trimestre. Si tratta della prima diminuzione registrata da dicembre 2003 e fa seguito ai segnali di decelerazione del numero dei disoccupati dei mesi precedenti.

### OCCUPAZIONE

I dati rivisti sull'occupazione indicano per il secondo trimestre una crescita leggermente più elevata di quanto precedentemente stimato. In tale periodo, l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento, contro lo 0,1 del primo trimestre (cfr. tavola 10). Questo miglioramento riflette sia una stabilizzazione dell'occupazione nell'industria sia un incremento più vigoroso nei servizi. Poiché la crescita del PIL e quella della produzione industriale sono state superiori alla crescita dell'occupazione nella prima metà dell'anno in corso, in linea con la consueta reazione ritardata dell'occupazione all'attività, durante questo periodo la produttività del lavoro si è accresciuta (cfr. figura 38).

**Figura 37 Disoccupazione**

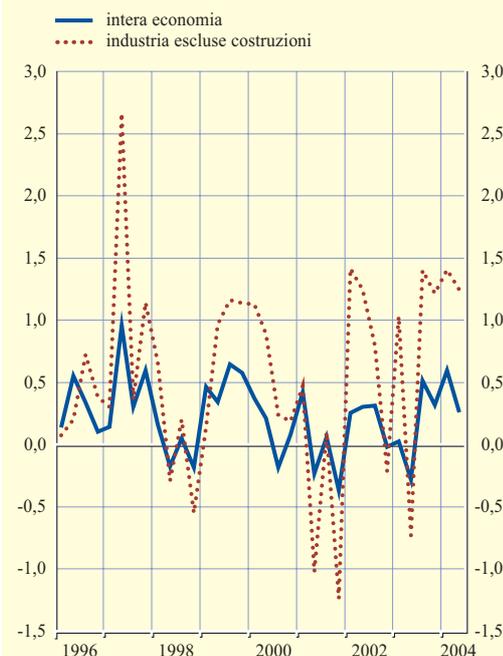
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

**Figura 38 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonte : Eurostat.

L'aumento è stato particolarmente significativo nell'industria, settore in cui la produttività è maggiormente sensibile al ciclo che in altri. Nel secondo trimestre il tasso di crescita della produttività del lavoro per l'economia nel suo complesso è stato pari allo 0,3 per cento sul trimestre precedente e all'1,7 sul periodo corrispondente.

Gli indicatori congiunturali segnalano il perdurare della crescita dell'occupazione nella seconda metà dell'anno pur senza una significativa accelerazione. Per quanto concerne il settore manifatturiero...

**Tavola 10 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	0,1	0,1	0,2
<i>di cui:</i>							
Agricoltura e pesca	-2,1	-2,2	-0,3	0,0	0,0	-0,8	-0,3
Industria	-1,2	-1,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,2	0,0
Escluse le costruzioni	-1,4	-2,0	-0,5	-0,5	-0,6	-0,4	-0,2
Costruzioni	-0,6	-0,1	0,4	-0,4	-0,1	0,2	0,4
Servizi	1,4	0,9	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3
Commercio e trasporti	0,3	0,5	0,3	0,4	0,2	0,2	0,3
Finanziari e alle imprese	2,4	1,2	0,1	0,4	0,6	0,4	0,5
Amministrazione pubblica	1,8	1,0	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

turiero, secondo le indagini della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, disponibili fino a novembre, le attese sull'occupazione sono migliorate rispetto al terzo trimestre. Tuttavia, l'indice PMI di occupazione nel settore manifatturiero non suggerisce un'espansione dell'occupazione nei primi due mesi del quarto trimestre.

Per il settore dei servizi, le indagini della Commissione europea indicano un certo deterioramento delle attese sull'occupazione nei primi due mesi del quarto trimestre. Nondimeno, l'indice PMI di occupazione nei servizi è cresciuto leggermente in ottobre, segnalando un incremento della crescita dell'occupazione in questo comparto per il terzo mese consecutivo.

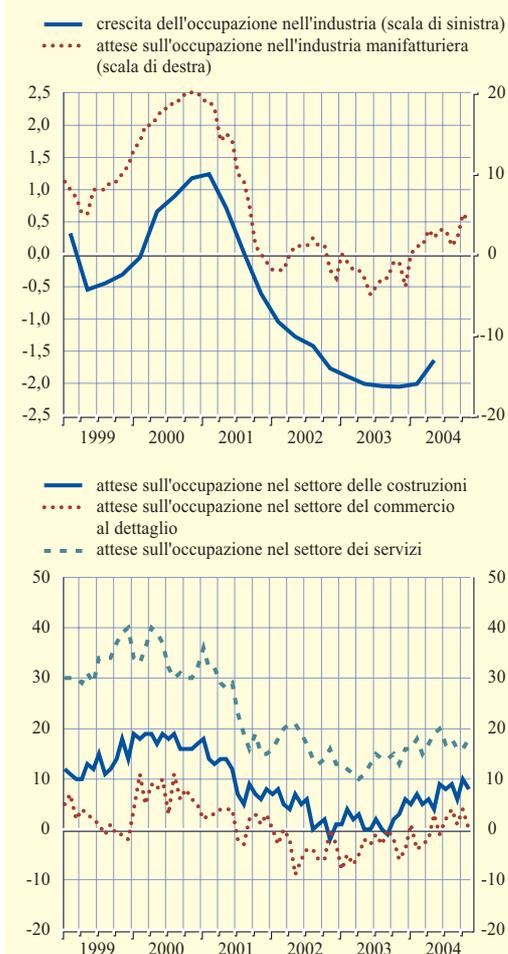
Nel complesso, le informazioni disponibili per il mercato del lavoro delineano condizioni in graduale miglioramento nella seconda metà dell'anno.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Sebbene il ritmo della ripresa si sia attenuato nel terzo trimestre, dopo l'aumento dei tassi di crescita osservato nella prima metà dell'anno, le determinanti principali per il perdurare della crescita rimangono presenti. Sul versante esterno, le esportazioni dell'area dovrebbero continuare a beneficiare delle favorevoli condizioni della domanda mondiale, nonostante qualche segnale di moderazione. Sul versante interno, gli investimenti trarrebbero vantaggio dal positivo contesto internazionale, dalle condizioni di finanziamento molto favorevoli nell'area e dall'incremento dei profitti e dell'efficienza delle imprese dovuto alle ristrutturazioni societarie. Inoltre, c'è margine per un incremento dei consumi privati nel complesso dell'area, il quale potrebbe concretizzarsi, in particolare, grazie a un risoluto impegno sul fronte del risanamento dei conti pubblici e delle riforme strutturali e alla conseguente minore incertezza circa la portata e la rapidità dei progressi conseguiti al riguardo. Permangono tuttavia dei rischi al ribasso per queste prospettive, provenienti in particolare da sviluppi potenzialmente sfavorevoli sul mercato del petrolio. Al fine di limitare tali rischi, devono essere scongiurati effetti di secondo impatto sul processo di determinazione di salari e prezzi e le autorità fiscali dovrebbero evitare di adottare misure capaci di prolungare o distorcere i necessari processi di aggiustamento. Per un'analisi più approfondita delle prospettive economiche, cfr. la sezione 6 ("Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema").

**Figura 39 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)



Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione Europea presso le famiglie e le imprese.  
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

La situazione dei conti pubblici nell'area dell'euro resta fonte di preoccupazione. Gli squilibri di bilancio dovrebbero cominciare a calare soltanto l'anno venturo, e ad un ritmo lento. Un numero significativo di paesi dell'area continuerà a presentare deficit superiori al 3 per cento del PIL nel 2004-05, mentre solo in alcuni casi ci si attende che vengano compiuti progressi in materia di risanamento delle finanze pubbliche. A piani di bilancio troppo poco ambiziosi si associano la mancanza di strategie complessive di riforma e difetti nella compilazione dei dati.

In occasione dell'attuale tornata di programmi di stabilità i paesi in situazione di squilibrio dovrebbero dar prova di impegno credibile all'adempimento degli obblighi previsti dal Trattato e dal Patto di stabilità e crescita. Nel far ciò, essi dovrebbero approfittare del migliorato contesto economico per correggere tempestivamente gli squilibri di bilancio. Il rispetto degli obblighi del Trattato, insieme alla rigorosa applicazione della procedura per i disavanzi eccessivi del Patto di stabilità e crescita, è essenziale per mantenere la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche in tutti i paesi dell'area dell'euro.

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2004

Le finanze pubbliche nell'area dell'euro continuano a deteriorarsi. In base alle previsioni autunnali della Commissione europea, il rapporto medio tra disavanzo delle Amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro aumenterà per il quarto anno consecutivo – dal 2,7 per cento nel 2003 al 2,9 per cento nel 2004 (cfr. tavola 11). Si tratta di un ulteriore peggioramento rispetto alle previsioni di primavera, secondo cui il rapporto sarebbe rimasto invariato (cfr. tavola 10 nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino). L'avanzo primario medio dovrebbe scendere allo 0,5 per cento del PIL. Tre paesi – Germania, Grecia e Francia – dovrebbero registrare un rapporto disavanzo/PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento, mentre altri tre paesi – Italia, Paesi Bassi e Portogallo – dovrebbero segna-

**Tavola 11 Previsioni sull'evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro**

(in percentuale del PIL)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Commissione europea, Economics Forecasts, autunno 2004</b>						
a. Entrate totali	47,2	46,5	46,1	46,3	45,6	45,5
b. Spese totali	48,1	48,2	48,5	49,0	48,5	48,0
di cui:						
c. Interessi	4,1	4,0	3,6	3,5	3,4	3,3
d. Spese primarie (b - c)	44,1	44,2	44,8	45,5	45,1	44,7
Saldo di bilancio (a - b)	-0,9	-1,7	-2,4	-2,7	-2,9	-2,5
Saldo primario (a - d)	3,1	2,3	1,3	0,7	0,5	0,8
Saldo corretto per gli effetti del ciclo	-1,7	-2,3	-2,4	-2,2	-2,5	-2,1
Debito lordo	70,4	69,4	69,4	70,7	71,1	71,1
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sul periodo corrispondente)	3,5	1,6	0,9	0,6	2,1	2,0
<b>Programmi di stabilità, dati calcolati dalla Commissione europea sulla base delle informazioni contenute negli aggiornamenti dei Programmi di stabilità dei paesi membri, marzo 2004</b>						
Saldo di bilancio			-2,2	-2,7	-2,3	-1,8
Saldo primario				0,8	1,0	1,5
Saldo corretto per gli effetti del ciclo				-2,1	-1,8	-1,4
Debito lordo			69,1	70,1	70,0	69,4
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sul periodo corrispondente)			0,9	0,6	2,0	2,5

Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati non includono i ricavi dalla vendita delle licenze UMTS; eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali.

lare posizioni di bilancio pari o molto prossime al valore limite. Per Germania e Francia si tratta del terzo anno consecutivo di superamento del limite, mentre nel caso della Grecia vi sono state revisioni significative dei dati dalle quali risulta che il rapporto disavanzo/PIL ha oltrepassato il valore di riferimento per molti anni.

Le previsioni della Commissione sui conti pubblici evidenziano un deterioramento significativo dei risultati di bilancio attesi rispetto alla media degli obiettivi contenuti negli aggiornamenti dei programmi di stabilità di fine 2003 e inizio 2004. Lo scostamento medio per l'area dell'euro è pari per il 2004 allo 0,6 per cento del PIL. In base alle proiezioni, la maggior parte dei paesi membri mancherà gli obiettivi. Più specificamente, per alcuni dei paesi in situazione di significativo squilibrio si prevedono ampi scostamenti.

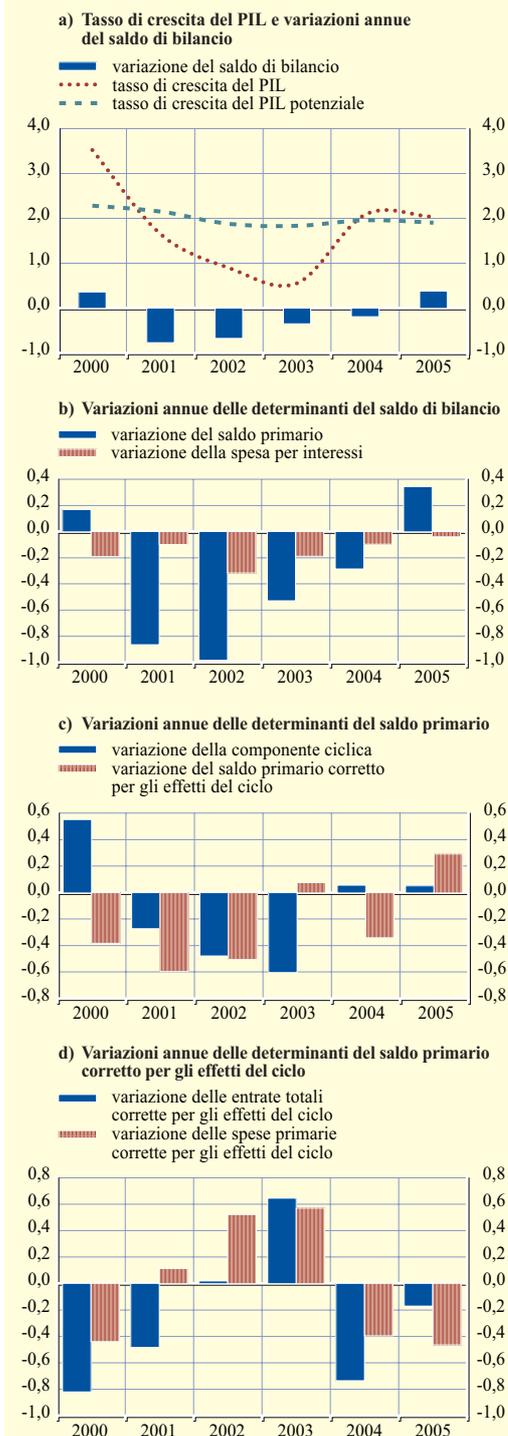
La Commissione prevede per il 2004 un nuovo aumento del rapporto debito pubblico/PIL per l'insieme dell'area dell'euro, che salirà di 0,4 punti percentuali al 71,1 per cento. Dei sette paesi per cui si attendono rapporti debito/PIL superiori al 60 per cento, solo il Belgio farà registrare una diminuzione significativa rispetto al 2003. Si stima che le discrepanze tra gli andamenti di disavanzo e debito – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – influiranno negativamente sull'evoluzione del debito pubblico in alcuni paesi, tra cui la Grecia e l'Italia, che già presentano un rapporto debito/PIL molto elevato.

#### FATTORI SOTTOSTANTI GLI ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2004

In base alle previsioni autunnali della Commissione europea, l'ulteriore indebolimento delle posizioni di bilancio nel 2004 è principalmente dovuto all'orientamento leggermente espansivo della politica fiscale. Poiché si attende un calo solo marginale della spesa per interessi, i saldi primario e complessivo dovrebbero peggiorare in misura pressoché equivalente (cfr. figura 40 a e b). In base alle stime, la crescita del PIL aumenterà a un ritmo marginalmente superiore alla crescita potenziale, per cui il contesto economico produrrà sugli andamenti di bilancio un effetto positivo molto piccolo. Il deterioramento

**Figura 40 Determinanti degli andamenti di bilancio**

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)



Fonti: Commissione Europea, autunno 2004 ed elaborazioni della BCE.

della posizione di bilancio per l'area dell'euro nel 2004 riflette pertanto un allentamento delle politiche, come mostra il peggioramento del saldo primario corretto per il ciclo, pari a circa 0,3 punti percentuali del PIL (cfr. figura 40 c).

La media degli andamenti nell'area dell'euro cela alcune divergenze tra gli andamenti dei singoli paesi. Sebbene la maggior parte dei paesi abbia segnalato un peggioramento dei disavanzi di fondo, la parte restante mantiene un orientamento sostanzialmente neutro della politica di bilancio, risultando attuati soltanto in pochi casi interventi di risanamento strutturale. Ciascuno dei tre paesi maggiormente indebitati (Belgio, Grecia e Italia) continuerà a trarre beneficio da una minore spesa per interessi, con ricadute positive sulla situazione di bilancio complessiva, che in parte compensano il sottostante peggioramento nel saldo primario.

L'orientamento leggermente più espansivo della politica di bilancio è il risultato di una strategia di riduzione delle imposte e del graduale venire meno delle misure di aggiustamento temporanee, finanziate solo in parte con risparmi dal lato della spesa primaria. Come mostra la figura 40 d, le entrate corrette per il ciclo subiranno un calo significativo, determinato soprattutto dai tagli alle imposte dirette e ai contributi previdenziali, nonché dalla diminuzione delle entrate in conto capitale per il progressivo esaurirsi delle misure temporanee. Questi fattori di riduzione delle entrate sono in parte controbilanciati da aumenti delle imposte indirette. Vi è inoltre evidenza di un contenimento della spesa (principalmente per consumi pubblici e prestazioni sociali), che sta facendo scendere per la prima volta dal 2000 il rapporto fra la spesa primaria corretta per il ciclo e il PIL. L'ampiezza della correzione, tuttavia, risente di alcuni sconfinamenti di spesa e non riesce ad eguagliare l'impatto aggregato degli sgravi fiscali.

#### PROSPETTIVE PER LE FINANZE PUBBLICHE NEL 2005

Per il 2005 la Commissione prevede una riduzione al 2,5 per cento del rapporto medio fra il disavanzo pubblico e il PIL nell'area dell'euro, cui contribuiranno sia un calo marginale nella spesa per interessi sia un moderato miglioramento del saldo primario (cfr. tavola 11 e figura 4). Il rapporto debito/PIL dovrebbe stabilizzarsi rispetto al 2004.

Ancora una volta gli andamenti a livello di area riflettono differenze fra i singoli paesi. Metà di questi continueranno a registrare squilibri di bilancio significativi. Germania e Grecia dovrebbero presentare ancora un rapporto disavanzo/PIL superiore al valore di riferimento del 3 per cento, e una situazione analoga dovrebbe ripresentarsi anche in Portogallo. Inoltre, è probabile che si avvicinino o raggiungano il 3 per cento del PIL i deficit di Francia, Italia e Paesi Bassi. Negli altri paesi dell'area dell'euro si registreranno disavanzi meno significativi o, in un caso, un surplus. In base alle proiezioni, meno della metà dei paesi dell'area presenteranno una situazione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo.

I miglioramenti attesi per il 2005 sono in gran parte riconducibili a un inasprimento della politica di bilancio, in un contesto di crescita economica ancora prossima al potenziale. Il contenimento della spesa primaria, in parte compensato dai programmati nuovi tagli alle imposte, rappresenterà la principale forza trainante alla base dei miglioramenti delle finanze pubbliche. Più in particolare, il rapporto fra la spesa primaria corretta per il ciclo e il PIL subirà una riduzione analoga a quella del 2004, mentre quello fra le entrate corrette per il ciclo e il PIL scenderà in misura molto minore. Ciò si tradurrà in uno sforzo modesto di risanamento pari a circa 0,3 punti percentuali nella media dell'area dell'euro. In base alle indicazioni preliminari, i trasferimenti sociali e i sussidi legati alla disoccupazione sono destinati a crescere a tassi moderati nel 2005, il che è altresì in linea con il recupero della domanda interna e con l'impatto ritardato sulla spesa pubblica della ripresa della crescita nel 2004. Nella definizione delle politiche di bilancio le misure temporanee continueranno ad avere un ruolo di rilievo in vari paesi.

## VALUTAZIONE DELL'ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI

L'andamento dei conti pubblici nell'area dell'euro continua a destare preoccupazione per tre motivi. In primo luogo, gli interventi di risanamento attesi per gli anni 2004-05 nei paesi che presentano squilibri significativi sono per la maggior parte tutt'altro che ambiziosi, e il migliorato contesto economico viene talvolta utilizzato per elargizioni aggiuntive, piuttosto che per accelerare i tempi dell'aggiustamento. Nella maggioranza dei casi, l'evoluzione delle finanze pubbliche non dovrebbe pertanto risultare in linea con l'accordo dell'Eurogruppo per un aggiustamento minimo dello 0,5 per cento del PIL del saldo di bilancio di fondo, ovvero con i requisiti specifici enunciati nelle valutazioni del Consiglio Ecofin. In particolare, in base alle proiezioni nel 2005 non vi sarà una correzione dei disavanzi eccessivi da parte di Germania e Grecia. Inoltre, in alcuni paesi i deficit stanno attualmente aumentando e vi è il rischio significativo che i casi di superamento del valore di riferimento del 3 per cento del PIL siano più numerosi del previsto. Infine, i protratti squilibri di bilancio nell'area dell'euro hanno ribaltato il processo di riduzione del debito in molti paesi e complessivamente a livello di area.

Una seconda fonte di preoccupazione deriva dalla composizione delle correzioni di bilancio adottate in molti paesi. Gli aggiustamenti attuati e programmati si fondano spesso su misure temporanee, che non producono il necessario miglioramento strutturale delle finanze pubbliche. Sebbene il ruolo di questo tipo di misure sia destinato a diminuire, esso continua a essere significativo in vari paesi, segnatamente in quelli con disavanzi prossimi al 3 per cento del PIL. È doveroso notare che alcuni paesi membri, tra cui i tre maggiori dell'area dell'euro, hanno intrapreso passi importanti in direzione di una riforma dei sistemi di sicurezza sociale, e che il contenimento della spesa totale sembra essere attuato con maggiore efficacia rispetto al passato. Spesso, tuttavia, tale contenimento manca d'ambizione e non si inserisce in una strategia d'insieme che infonda fiducia come richiesto dal programma di Lisbona e dagli Indirizzi di massima per le politiche economiche.

In terzo luogo, si sono verificate in alcuni casi ampie correzioni ex post delle serie statistiche che hanno provocato importanti revisioni al ribasso dei dati di consuntivo e aggiustamenti al rialzo dello stock accumulato di debito pubblico. Segnalazioni lacunose e revisioni ex post hanno compromesso l'individuazione tempestiva ed accurata degli squilibri e degli aggiustamenti necessari, causando gravi ritardi nell'attuazione delle misure di politica economica. Creando incertezza nel processo di monitoraggio delle situazioni di bilancio e riducendo il valore delle procedure di sorveglianza multilaterale, esse gettano inoltre un'ombra sulla credibilità e l'efficacia dell'intero quadro di riferimento per le politiche di bilancio. L'osservanza di buone prassi di segnalazione statistica costituisce una condizione necessaria per una rigorosa sorveglianza e un'efficace pressione reciproca tra i vari paesi, elementi indispensabili per preservare sane politiche di bilancio. Nelle sue dichiarazioni in tema di statistiche, il Consiglio Ecofin ha sottolineato il proprio impegno ad appoggiare misure che accrescano la qualità e l'affidabilità dei dati di bilancio (cfr. il riquadro 9).

### Riquadro 9

#### PROCEDURE APPROPRIATE PER LA COMPILAZIONE E LA TRASMISSIONE DELLE STATISTICHE SULLE FINANZE PUBBLICHE

Le recenti revisioni ai dati di bilancio hanno generato timori per quanto riguarda la qualità e l'affidabilità dei dati statistici di finanza pubblica nell'Unione europea. Nel contempo, è evidente che la compilazione e la trasmissione di tali dati non deve essere influenzata dai cicli politici ed elettorali degli Stati membri.

È necessario prendere una serie di misure per assicurare la qualità dei dati statistici di finanza pubblica e della loro trasmissione alla Commissione europea:

- Il Sistema europeo di contabilità nazionale (SEC 95) deve essere rispettato integralmente nella registrazione di ogni tipologia di spesa ed entrata ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi, adottando criteri coerenti nei vari paesi e nel tempo.
- I paesi dovrebbero considerare come prioritarie la qualità e l'integrità delle statistiche da essi elaborate e applicare standard elevati nella compilazione delle stesse. A livello europeo, devono essere adottati criteri comuni che rafforzino l'indipendenza, l'integrità e la responsabilità degli istituti nazionali di statistica (INS) e contribuiscano a consolidare la fiducia nella qualità dei dati statistici di finanza pubblica. Tali criteri e la loro applicazione devono essere esaminati con regolarità a livello dell'Unione europea.
- L'attuale trasmissione, due volte l'anno, di disavanzo, debito, spesa per investimenti e interessi deve essere integrata rendendo disponibile un insieme esaustivo di dati delle Amministrazioni pubbliche, che comprenda scomposizioni di spese, entrate, disavanzo, debito e il raccordo disavanzo-debito.
- Una delega più formale della responsabilità di fornire i dati sui conti pubblici nel quadro delle notifiche per la procedura per i disavanzi eccessivi dovrebbe essere conferita agli istituti nazionali di statistica, e ove necessario alle BCN (per quanto di loro competenza).

### **LA STRATEGIA DELLE POLITICHE DI BILANCIO**

Tutti i paesi membri stanno ultimando gli aggiornamenti ai programmi di stabilità per inviarli alla Commissione entro la fine del 2004. Tutti i paesi, specie quelli con ampi squilibri di bilancio, si trovano davanti al difficile compito di predisporre piani che siano coerenti con gli impegni assunti ai sensi del Patto di stabilità e crescita e che sostengano la fiducia nei loro sforzi di risanamento e di riforma e nel quadro di riferimento dell'UE per le politiche di bilancio.

Più specificamente, i paesi che presentano disavanzi eccessivi dovrebbero correggere tale situazione al più presto e comunque non oltre la data espressamente prevista dagli impegni presi. In caso di mancata osservanza, si renderebbero necessari ulteriori interventi procedurali da parte del Consiglio Ecofin. Occorre inoltre evitare il riprodursi di situazioni di disavanzo eccessivo. In quei paesi dell'area dell'euro che presentano una situazione di bilancio non prossima al pareggio né in avanzo, il processo di risanamento dovrebbe essere improntato alla strategia concordata dall'Eurogruppo nell'ottobre del 2002, in base alla quale il disavanzo di fondo andrebbe ridotto di almeno 0,5 punti percentuali del PIL all'anno.

La ripresa economica in atto offre l'opportunità di accelerare il processo di risanamento dei bilanci. Gli effetti positivi prodotti dalla crescita in termini di maggiori entrate fiscali andrebbero destinati alla riduzione degli squilibri di bilancio. Un risoluto processo di risanamento consentirebbe di evitare il ripetersi degli errori del passato, quando in "tempi buoni" venivano attuate politiche procicliche senza cogliere l'occasione per conseguire un miglioramento significativo del bilancio.

Il risanamento dei conti pubblici dovrebbe formare parte integrante di un programma di riforme strutturali volte a favorire la crescita, la competitività e l'occupazione. Una riforma della spesa è fondamentale non soltanto per ottenere un risanamento senza ricorrere a inasprimenti fiscali, ma

anche per aprire la strada a nuove riduzioni delle imposte e rendere i sistemi fiscali e assistenziali più favorevoli alla crescita. Il contenimento e la riforma della spesa rivestono pertanto un ruolo centrale nella creazione di basi solide per un risanamento duraturo, un aumento della fiducia e una crescita più dinamica, obiettivi, questi, condivisi dalla strategia di crescita europea. La qualità delle finanze pubbliche è altresì importante per la creazione di un ambiente più dinamico. Gli investimenti produttivi in infrastrutture e capitale umano devono avere la precedenza sui trasferimenti correnti. Strategie di bilancio siffatte serviranno altresì a rinnovare la fiducia nelle fondamenta istituzionali dell'UEM, contribuendo così a un clima favorevole per la crescita e la stabilità macroeconomica nell'area dell'euro.

#### **IL RUOLO FONDAMENTALE DELLA PROCEDURA PER I DISAVANZI ECCESSIVI NEL GARANTIRE LA SOSTENIBILITÀ DEI BILANCI**

È utile ribadire l'importanza di una rigorosa aderenza ai requisiti "minimi" per una gestione prudente delle politiche di bilancio così come contenuti nel Trattato. Tali requisiti prevedono che i disavanzi eccessivi – ovvero superiori al limite del 3 per cento del PIL – vadano evitati e, laddove si presentino, vengano corretti tempestivamente. Essi richiedono inoltre che il rapporto debito pubblico/PIL rimanga al di sotto del 60 per cento, o quantomeno si avvicini a tale valore ad un ritmo sufficientemente sostenuto. Il Patto di stabilità e crescita introduce fra l'altro la procedura per i disavanzi eccessivi, che riveste un ruolo fondamentale nell'assicurare la rigorosa applicazione delle disposizioni del Trattato.

Perché tutto questo è importante? La stabilità sul fronte macroeconomico e dei prezzi, così come favorevoli condizioni di finanziamento, dipendono dalla sostenibilità delle finanze pubbliche. Questa sostenibilità è a sua volta determinata dal fabbisogno finanziario del governo e dalla disponibilità dei mercati finanziari a fornire i fondi necessari. Se il disavanzo è elevato e lo stock di debito in aumento, il fabbisogno finanziario ne risulta amplificato. Inoltre, una situazione di deficit elevato presenta rischi maggiori per la sostenibilità allorché la crescita tendenziale è modesta, poiché in questo caso lo stock di debito – e il fabbisogno finanziario – cresce più rapidamente rispetto alle dimensioni dell'economia che non in un'economia in rapida espansione. Inoltre, la prospettiva di ingenti impegni (ad esempio originati dai sistemi di sicurezza sociale) potrebbe poi accrescere il valore atteso dei fabbisogni di finanziamento futuri del governo.

Quanto più questi fattori vanno a sommarsi, tanto più diviene probabile che, col tempo, il governo sia in grado di finanziare gli squilibri solo a un costo maggiore sia per il paese (tramite più alti premi al rischio) sia per l'insieme dell'area dell'euro (tramite oneri medi sul debito mediamente più elevati). Potrebbe venirsi a creare una situazione in cui il governo non riesce ad ottenere la tipologia di finanziamento ricercata (ad esempio a lungo piuttosto che a breve termine) e in ultima istanza neppure l'importo richiesto.

Questo rischio può essere notevolmente esacerbato da condizioni volatili sui mercati finanziari. Se in tempi buoni i livelli di disavanzo e debito che consentono a un governo di onorare tutte le proprie obbligazioni sia nel breve periodo (essere "liquido") che nel lungo (essere "solvibile") sono di norma elevati, alcuni eventi possono far sì che essi si riducano fortemente. In passato, ciò non è sempre avvenuto in maniera graduale, ovvero lasciando ai governi tempo sufficiente per effettuare gli opportuni aggiustamenti: può anzi trattarsi di uno sviluppo repentino, che dà scarsi segnali di preavviso. Di conseguenza, vi è la possibilità che si instauri un circolo vizioso tra il crescente fabbisogno di fondi del governo e la sempre minor disponibilità dei mercati a finanziarlo. Ciò potrebbe costringere il governo a effettuare drastici aggiustamenti ai conti pubblici per evitare di venir meno alle proprie obbligazioni.

Se da un lato l'attuale contesto è ancora favorevole, dall'altro è estremamente importante non dimenticare che questa situazione non può essere data per scontata. Tutti i paesi e, pertanto, l'area dell'euro nel suo complesso devono mettersi in una posizione finanziaria che fornisca sufficienti margini di sicurezza nel caso la situazione volga al peggio, anche qualora tali margini appaiano forse molto severi in periodi propizi.

L'osservanza dei criteri relativi a disavanzo e debito è fondamentale nel contesto dell'UEM poiché offre un margine minimo di sicurezza. In particolare, il limite del 3 per cento del PIL imposto al disavanzo – se applicato in modo credibile – fornisce un punto di ancoraggio per le aspettative in materia di disciplina fiscale ed evoluzione futura del debito. Esso costituisce perciò un segnale importante della solidità dei bilanci per i mercati finanziari e per il pubblico. Ciò non garantisce soltanto condizioni di finanziamento favorevoli e mercati stabili nel presente, ma riduce altresì il rischio che in futuro episodi di volatilità finanziaria si trasmettano ai mercati del debito pubblico nell'area dell'euro e mettano a repentaglio la sostenibilità.

Queste considerazioni rafforzano i timori emersi dall'analisi sopra effettuata e dall'andamento pregresso dei conti pubblici e dell'economia dall'avvio della terza fase dell'UEM. Non solo i disavanzi di bilancio in vari paesi si sono avvicinati o hanno oltrepassato la soglia del 3 per cento, ma anche i disavanzi medi sono risultati prossimi o superiori a tale livello dal 1999. Inoltre, in molti paesi la crescita economica è rallentata e quella potenziale è attualmente inferiore al passato. I rapporti tra debito pubblico e PIL hanno continuato insidiosamente a salire o sono diminuiti in misura insufficiente, anche alla luce delle imminenti sfide poste dall'invecchiamento della popolazione. Ma anche qualora fosse stato costantemente perseguito il rispetto delle prescrizioni del Trattato, è importante ricordare che queste rappresentano soltanto dei criteri prudenziali minimi per le politiche di bilancio nel lungo periodo. Obiettivi più ambiziosi in termini di disavanzo e debito si rendono necessari, soprattutto nei paesi che presentano elevate passività implicite e una bassa crescita.

## 6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

*Sulla base delle informazioni disponibili al 20 novembre 2004, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, le stime indicano un tasso di crescita medio annuo compreso fra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2004, mentre si prevede un intervallo dell'1,4-2,4 per cento nel 2005 e dell'1,7-2,7 per cento l'anno seguente. Il tasso di incremento medio annuo dello IAPC complessivo è stimato al 2,1-2,3 per cento nel 2004; secondo le proiezioni, esso si porterebbe all'1,5-2,5 per cento nel 2005 e all'1,0-2,2 per cento nel 2006.*

Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema si basano su una serie di ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, le quotazioni petrolifere, il commercio internazionale al di fuori dell'area dell'euro e le politiche di bilancio. In particolare, viene adottata l'ipotesi tecnica che i tassi d'interesse di mercato a breve termine e i tassi di cambio bilaterali rimangano invariati nell'orizzonte temporale della proiezione. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi del greggio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle attese del mercato<sup>2)</sup>. Le ipotesi attinenti alle politiche fiscali si fondano sui piani di bilancio nazionali dei paesi dell'area dell'euro; esse tengono conto soltanto delle misure già approvate dai rispettivi parlamenti oppure presentate in dettaglio e di probabile adozione.

Per esprimere l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio dello scarto medio, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni macroeconomiche elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati.

### IL CONTESTO INTERNAZIONALE

Il ciclo dell'economia mondiale sembra avere raggiunto il punto massimo e i corsi petroliferi hanno registrato un aumento nel 2004, mentre le politiche economiche dovrebbero gradualmente tornare a un orientamento più neutrale. Pertanto, pur restando sostenuta nell'orizzonte di proiezione, la crescita dell'economia mondiale dovrebbe indebolirsi lievemente nei prossimi due anni. Nel contempo, il rincaro del greggio e delle materie prime non energetiche determinerà un incremento dell'inflazione a livello internazionale.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, ci si attende che la crescita del PIL rimanga robusta, per poi diminuire gradualmente dal rapido ritmo di espansione osservato nella seconda metà del 2003 e nei primi mesi del 2004. Nei paesi asiatici diversi dal Giappone, il tasso di variazione del prodotto dovrebbe restare ben al di sopra della media mondiale, malgrado i più elevati prezzi del petrolio e l'inasprimento della politica economica deciso in Cina. Secondo le attese, la crescita delle altre grandi economie dovrebbe rimanere dinamica. Inoltre, i paesi entrati a far parte dell'UE il 1° maggio 2004 manterrebbero un ritmo di espansione relativamente sostenuto.

- 1) Le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema sono prodotte congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro; esse rappresentano un contributo, fornito con cadenza semestrale, alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001.
- 2) Si assume che nell'orizzonte di proiezione i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, si mantengano costanti su un livello del 2,16 per cento. L'ipotesi tecnica dell'invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,29 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato del 6,1 per cento rispetto alla media del 2003. Le attese del mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro indicano un andamento in lieve ascesa, in media dal 4,2 per cento nel 2004 al 4,5 nel 2006. I prezzi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero mostrare un incremento medio annuo del 18 per cento nel 2004 e restare sostanzialmente invariati nel 2005, per poi tornare a crescere del 5 per cento nel 2006. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future, si ipotizza che i corsi petroliferi aumentino in media d'anno a 44,4 dollari al barile nel 2005, da 39,0 dollari nel 2004, per poi diminuire a 40,8 dollari nel 2006.

In base alle stime, il tasso di variazione del *PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro* si porterebbe, in media d'anno, al 5,5 per cento nel 2004; nei due anni successivi esso dovrebbe collocarsi a circa il 4,5 per cento. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione esterni all'area dell'euro è stimato all'8,7 per cento nell'anno in corso, mentre per il 2005 e il 2006 le proiezioni indicano un calo a circa l'8,0 e il 7,5 per cento, rispettivamente.

### PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Secondo la prima stima dell'Eurostat, il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro sul periodo precedente sarebbe pari allo 0,3 per cento nel terzo trimestre del 2004, dopo lo 0,7 per cento del primo trimestre e lo 0,5 per cento del secondo. Le attese indicano che esso tornerà a collocarsi su livelli prossimi allo 0,5 per cento nell'arco temporale considerato. Pertanto, il tasso di variazione medio annuo del prodotto è stimato all'1,6-2,0 per cento nel 2004; per il 2005 si prevede un intervallo dell'1,4-2,4 per cento e per il 2006 dell'1,7-2,7 per cento. L'espansione delle esportazioni, implicita nell'ipotesi di un protratto vigore della domanda esterna, continuerebbe a sostenere l'attività economica nell'orizzonte di riferimento, mentre la domanda interna dovrebbe crescere a un ritmo costante.

In base alle proiezioni, l'*occupazione totale* mostrerebbe un certo rafforzamento nell'arco temporale considerato. L'offerta di lavoro dovrebbe aumentare, in quanto migliori prospettive d'impiego e riforme strutturali del mercato del lavoro in vari paesi dell'area indurranno un incremento dei tassi di partecipazione. Le proiezioni relative all'offerta di lavoro e all'occupazione implicano che il tasso di disoccupazione dovrebbe iniziare a ridursi nel secondo semestre del 2005.

Per quanto concerne le componenti di spesa interna del PIL, per il 2004 le stime riportano un tasso di variazione dei *consumi privati* compreso fra lo 0,9 e l'1,3 per cento, in quanto la contenuta espansione dei redditi da lavoro e i marcati rincari dell'energia esercitano un impatto negativo sul potere d'acquisto delle famiglie. Le proiezioni indicano che i consumi si porteranno all'1,1-2,1 per cento nel 2005 per poi raggiungere l'1,2-2,8 per cento nel 2006. Il reddito disponibile reale delle famiglie sarà sostenuto da una maggiore crescita dell'occupazione, da un aumento dei salari in termini reali, dovuto al calo dell'inflazione, e dal contributo positivo di altre componenti di reddito. Il tasso di risparmio delle famiglie si manterrebbe pressoché costante nel periodo in esame. Se da un lato la fiducia dei consumatori dovrebbe rafforzarsi a seguito di un certo miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, dall'altro ci si attende che il livello del risparmio rimanga relativamente elevato, a causa dei timori per l'andamento delle finanze pubbliche e, in particolare, per le prospettive a lungo termine circa i sistemi sanitari e pensionistici. Sulla base degli attuali piani di bilancio, si ipotizza inoltre una leggera riduzione del contributo dei *consumi collettivi* all'incremento del PIL nell'orizzonte temporale considerato.

Con riguardo agli *investimenti fissi totali*, le stime evidenziano un certo rafforzamento nella seconda metà dell'anno in corso. Il tasso di crescita si collocherebbe, in media d'anno, all'1,2-2,2 per cento nel 2004, mentre secondo le proiezioni dovrebbe raggiungere l'1,7-4,7 per cento nel 2005 e il 2,1-5,3 per cento nel 2006. La ripresa degli investimenti totali sarebbe in gran parte ascrivibile agli *investimenti delle imprese*, che dovrebbero beneficiare delle favorevoli condizioni creditizie e dell'aumento dei profitti societari, nonché delle migliori prospettive per la domanda. Si ritiene che gli *investimenti privati nell'edilizia residenziale* registrino tassi di espansione moderati nel periodo di riferimento.

Per quanto attiene alle esportazioni complessive, le stime riportano un tasso di crescita medio annuo compreso fra il 4,5 e il 7,3 per cento nel 2004; in base alle proiezioni, questo si situerebbe al 4,6-7,8

per cento nel 2005 per poi raggiungere il 4,8-8,0 per cento nel 2006<sup>3)</sup>. La quota di mercato delle esportazioni al di fuori dell'area dell'euro dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile nell'orizzonte considerato, dopo il significativo calo dello scorso anno riconducibile soprattutto all'apprezzamento dell'euro. Il tasso di incremento delle importazioni complessive si porterebbe, in media d'anno, su livelli sostanzialmente in linea con quelli delle esportazioni. Le proiezioni formulate per le importazioni rispecchiano il profilo della spesa finale totale dell'area, ma anche qualche ritardato impatto al rialzo dello scorso rafforzamento della valuta europea. Nel complesso, le esportazioni nette non dovrebbero pertanto contribuire in misura significativa all'espansione del PIL nel periodo in esame, poiché la crescita delle esportazioni sarebbe più o meno compensata da quella delle importazioni.

### PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Il tasso medio di incremento dello IAPC raggiungerebbe, in base alle stime, il 2,1-2,3 per cento nel 2004; secondo le proiezioni, esso si collocherebbe in un intervallo dell'1,5-2,5 per cento nel 2005 e dell'1,0-2,2 per cento nel 2006. Le ipotesi adottate per le quotazioni petrolifere implicano che la componente energetica fornisca un notevole contributo positivo all'inflazione armonizzata nel 2005, mentre l'anno seguente essa inciderebbe in modo lievemente negativo. Nel 2005 il tasso di variazione della componente non energetica dovrebbe diminuire leggermente secondo le proiezioni, riflettendo limitati aumenti dei prezzi all'importazione e il perdurare di contenute pressioni dal lato dei costi interni. Inoltre, le ipotesi relative alle politiche di bilancio per i prossimi due anni comportano un'incidenza minore degli incrementi di imposte indirette e prezzi amministrati, rispetto al contributo significativo delle misure attuate nel 2004.

Nonostante il recente rincaro del greggio, i prezzi all'importazione rimarrebbero, in media, relativamente contenuti nel 2004, per l'effetto ritardato del passato apprezzamento dell'euro. Le ipotesi formulate per le quotazioni delle materie prime e per i tassi di cambio presuppongono un moderato aumento dei prezzi all'importazione nell'arco temporale considerato.

La crescita dei redditi nominali per occupato dovrebbe rimanere moderata nel periodo in esame. Questa proiezione si basa non solo sugli accordi salariali vigenti e sul previsto modesto miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, ma anche sul giudizio secondo cui gli effetti di secondo impatto esercitati dal rincaro del greggio sui redditi nominali resteranno limitati. Le proie-

**Tavola 12 Proiezioni macroeconomiche**

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

	2003	2004	2005	2006
IAPC	2,1	2,1-2,3	1,5-2,5	1,0-2,2
PIL in termini reali	0,5	1,6-2,0	1,4-2,4	1,7-2,7
Consumi privati	1,1	0,9-1,3	1,1-2,1	1,2-2,8
Consumi collettivi	1,6	0,9-2,1	0,3-1,3	0,7-1,7
Investimenti fissi lordi	-0,6	1,2-2,2	1,7-4,7	2,1-5,3
Esportazioni (beni e servizi)	0,2	4,5-7,3	4,6-7,8	4,8-8,0
Importazioni (beni e servizi)	2,0	5,0-7,6	4,8-8,2	4,8-8,2

1) Gli intervalli di valori indicati per ciascuna variabile e ciascun orizzonte temporale sono basati sullo scarto medio assoluto fra i dati effettivi e le proiezioni realizzate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti sono elaborate sulla base di dati corretti per i giorni lavorativi; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni includono l'interscambio nell'area.

3) Le proiezioni sul commercio sono coerenti con i dati di contabilità nazionale e includono, pertanto, l'interscambio nell'area dell'euro.

zioni sull'espansione del PIL e sull'occupazione presuppongono che, sebbene in lieve flessione nell'orizzonte di riferimento, il tasso di incremento della produttività del lavoro continui a collocarsi su livelli elevati. A seguito degli andamenti indicati per le retribuzioni e la produttività, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto rimarrebbe contenuta nei prossimi due anni.

**Riquadro 10**

**CONFRONTO CON LE PROIEZIONI MACROECONOMICHE DEGLI ESPERTI DELLA BCE PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2004**

Le ipotesi tecniche formulate per i prezzi del petrolio e i tassi di cambio sono state riviste in misura considerevole rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel numero di settembre del Bollettino mensile. Le quotazioni del greggio risultano infatti più elevate del 21 per cento, mentre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro è aumentato del 4,2 per cento in confronto all'esercizio di settembre. Per quanto concerne le ipotesi tecniche sui tassi di interesse, le correzioni apportate sono di entità modesta.

Un'importante modifica rispetto allo scorso esercizio consiste nello spostamento verso il basso dell'intervallo previsto per il tasso di crescita del PIL nel 2005; tale spostamento è ampiamente attribuibile alla suddetta correzione verso l'alto delle ipotesi tecniche sui corsi petroliferi e sul tasso di cambio effettivo nominale dell'euro. Inoltre, il dato per l'espansione del prodotto nel terzo trimestre del 2004, lievemente inferiore rispetto alle precedenti attese, determina una riduzione automatica del tasso di variazione medio annuo del PIL per il 2005.

L'intervallo relativo allo IAPC rimane invariato per l'anno in corso, mentre per il 2005 ha subito una leggera correzione verso l'alto in confronto a settembre; tale correzione risulta limitata poiché l'impatto del rincaro del petrolio è attenuato dalla revisione verso l'alto delle ipotesi sui tassi di cambio. Le proiezioni sul costo del lavoro per unità di prodotto sono state lievemente modificate.

**Confronto fra le proiezioni macroeconomiche**

(variazioni percentuali)

	2003	2004	2005
IAPC - dicembre 2004	2,1	2,1 - 2,3	1,5 - 2,5
IAPC - settembre 2004	2,1	2,1 - 2,3	1,3 - 2,3
PIL in termini reali - dicembre 2004	0,5	1,6 - 2,0	1,4 - 2,4
PIL in termini reali - settembre 2004	0,5	1,6 - 2,2	1,8 - 2,8

**Riquadro 11**

**PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ISTITUZIONI**

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili fra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti

differenti e si avvalgono di diversi metodi per ricavare le ipotesi riguardanti le variabili fiscali, finanziarie ed esterne, ivi compresi i prezzi del petrolio. Le *Consensus Economics Forecasts* e la *Survey of Professional Forecasters* della BCE si fondano su una serie di ipotesi non specificate. Contrariamente alle proiezioni degli esperti dell'Eurosistema, le previsioni non si basano di norma sull'ipotesi dell'invarianza dei tassi di interesse a breve termine nell'orizzonte temporale considerato.

Malgrado le diverse ipotesi sottostanti, le previsioni recentemente pubblicate da altre organizzazioni evidenziano un consenso riguardo al fatto che il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro si collocherà, in media d'anno, in un intervallo compreso fra l'1,9 e il 2¼ per cento nel 2005 e fra il 2¼ e il 2½ per cento nel 2006. I dati riportati dalle previsioni per il 2005 risultano molto simili. Per il 2006, la Commissione europea e la *Survey of Professional Forecasters* prevedono un tasso di variazione del prodotto pari al 2,2 per cento, mentre l'OCSE pronostica il 2,5 per cento.

Va osservato che i tassi annui di crescita riportati dalla Commissione europea e dall'FMI non sono corretti per il numero di giornate lavorative. Per il 2004 il tasso di variazione non corretto del PIL dell'area risulterà, in media d'anno, più elevato di circa ¼ di punto percentuale rispetto a quello corretto, a causa del maggior numero di giorni lavorativi. Pertanto, sia le previsioni dell'FMI sia quelle della Commissione europea indicano, tenendo conto degli effetti di calendario, un aumento del tasso di espansione del prodotto nel 2005. Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e le previsioni dell'OCSE evidenziano tassi di incremento corretti per i giorni lavorativi, mentre le altre previsioni non specificano se sia stata effettuata una correzione dei dati.

**Tavola A Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione	2004	2005	2006
Commissione europea	ottobre 2004	2,1	2,0	2,2
FMI	settembre 2004	2,2	2,2	n.d.
OCSE	novembre 2004	1,8	1,9	2,5
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2004	1,9	1,9	n.d.
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2004	1,9	2,0	2,2

Fonti: Commissione europea, *Previsioni economiche*, autunno 2004; FMI, *World Economic Outlook*, settembre 2004; OCSE, *Economic Outlook*, n. 76; *Consensus Economics Forecasts*; BCE, *Survey of Professional Forecasters*.

Nota: le previsioni della Commissione europea e dell'FMI indicano tassi di variazione non corretti per i giorni lavorativi.

Per il tasso di inflazione misurato sullo IAPC, le previsioni indicano un valore medio annuo compreso fra l'1,8 e l'1,9 per cento nel 2005, ad eccezione di quelle dell'OCSE che riportano il 2,0 per cento. Per il 2006 sia la Commissione europea sia l'OCSE pronosticano una diminuzione all'1,7 per cento, mentre la *Survey of Professional Forecasters* evidenzia l'1,9 per cento.

**Tavola B Confronto tra alcune previsioni sull'inflazione dell'area dell'euro misurata sullo IAPC**

(variazioni percentuali)

	Data di pubblicazione	2004	2005	2006
Commissione europea	ottobre 2004	2,1	1,9	1,7
FMI	settembre 2004	2,1	1,9	n.d.
OCSE	novembre 2004	2,1	2,0	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2004	2,2	1,9	n.d.
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2004	2,1	1,9	1,9

Fonti: Commissione europea, *Previsioni economiche*, autunno 2004; FMI, *World Economic Outlook*, settembre 2004; OCSE, *Economic Outlook*, n. 76; *Consensus Economics Forecasts*; BCE, *Survey of Professional Forecasters*.

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

### 7.1 TASSI DI CAMBIO

In novembre e agli inizi di dicembre l'euro ha continuato a rafforzarsi notevolmente rispetto al dollaro statunitense, che ha subito un generale deprezzamento, nonché rispetto al renminbi cinese e, in misura inferiore, rispetto allo yen giapponese. L'indebolimento della moneta americana è principalmente riconducibile al fatto che i mercati finanziari hanno rivolto la loro attenzione verso l'elevato e persistente disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti e il sottostante disavanzo di bilancio. L'apprezzamento dell'euro sulle suddette valute è stato solo in parte compensato dal suo indebolimento sulla sterlina britannica, il franco svizzero, la corona svedese, il won coreano, lo zloty polacco e la corona ceca.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

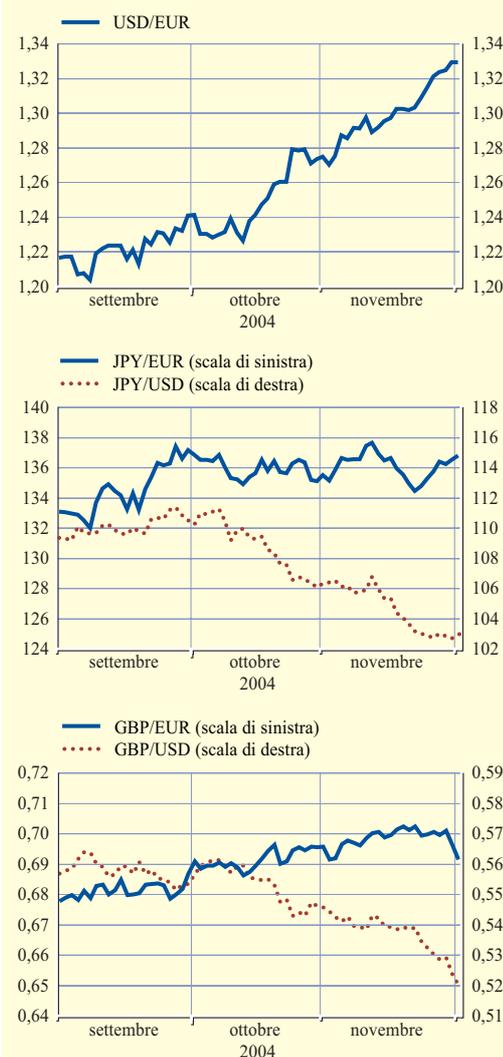
A novembre e agli inizi di dicembre l'euro ha continuato ad apprezzarsi sul dollaro statunitense (cfr. figura 41), superando i livelli osservati nei primi mesi dell'anno. Il generale deprezzamento del dollaro a partire dalla seconda metà di ottobre sembra connesso alla rinnovata attenzione nei confronti del disavanzo di conto corrente degli Stati Uniti e del suo finanziamento. Nuovi dati attestanti la tenuta della spesa per consumi nel paese non hanno sostenuto la valuta americana, probabilmente in conseguenza del fatto che tale andamento potrebbe ampliare il differenziale di crescita con le altre principali economie industrializzate, accrescendo di conseguenza il disavanzo di conto corrente statunitense. Il 10 novembre il Federal Open Market Committee ha deciso di aumentare di 25 punti base, al 2 per cento, il tasso obiettivo sui *federal funds* annullando il differenziale fra i tassi di riferimento principali degli Stati Uniti e quelli dell'area dell'euro. La decisione era stata tuttavia ampiamente prevista e non ha avuto effetti di rilievo sugli andamenti nei mercati valutari. Il 1° dicembre l'euro si situava a 1,33 dollari, un valore superiore del 4,4 per cento a quello di fine ottobre e del 17,5 per cento alla media del 2003.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo un andamento piuttosto fluttuante nel mese di novembre, agli inizi di dicembre l'euro si è rafforzato anche sullo yen giapponese (cfr. figura 41). Nel periodo in esame la moneta nipponica si è apprezzata sul dollaro statunitense raggiungendo il livello più elevato in quasi quattro anni nonostante la pubblicazione di dati

Figura 41 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

che indicavano un possibile rallentamento delle esportazioni e della ripresa economica del paese. Il 1° dicembre l'euro era quotato a 136,8 yen, un livello superiore di circa l'1,3 per cento a quello di fine ottobre e del 4,5 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 42). In linea con gli impegni unilaterali assunti da Estonia e Lituania a mantenere un *currency board* all'interno dei margini di oscillazione standard degli AEC II, la corona estone e il litas lituano sono rimasti invariati rispetto alla loro parità centrale.

Per gran parte di novembre l'euro ha continuato ad apprezzarsi, benché in misura moderata, sulla sterlina britannica (cfr. figura 41). L'indebolimento della sterlina in questo periodo è rimasto connesso al calo dei prezzi delle abitazioni e alle indicazioni di una più moderata crescita economica nel Regno Unito, che hanno inoltre destato incertezze fra gli operatori circa le prospettive per l'economia del paese. Verso la fine di novembre e fino agli inizi di dicembre la sterlina ha messo a segno un recupero. Di conseguenza, il 1° dicembre l'euro è stato scambiato a 0,69 sterline, un valore lievemente inferiore a quello di fine ottobre e prossimo alla media del 2003. Durante il periodo in rassegna la moneta unica europea ha continuato ad apprezzarsi anche sul lat lettone, che in virtù del proprio regime di cambio è parzialmente ancorato al dollaro statunitense, mentre si è ulteriormente indebolita rispetto a corona ceca, zloty polacco, corona slovacca e corona svedese. È rimasta sostanzialmente stabile nei confronti della sterlina cipriota, del fiorino ungherese e della lira maltese.

#### ALTRE VALUTE

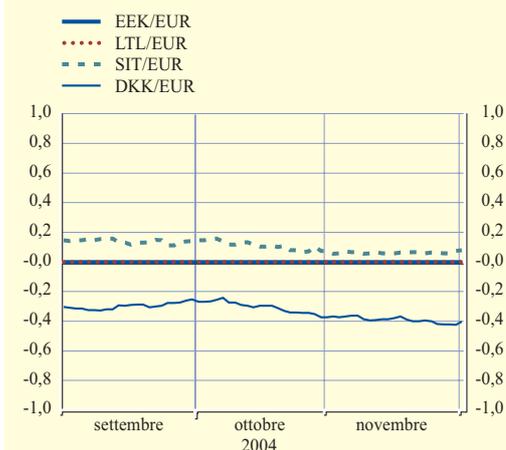
L'euro si è lievemente deprezzato sul franco svizzero, che è sembrato beneficiare del suo ruolo di moneta "rifugio" nel contesto dell'indebolimento generalizzato del dollaro statunitense. Altre novità di rilievo del mese di novembre hanno riguardato il perdurante apprezzamento del won coreano nei confronti di tutte le altre principali valute.

#### TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 1° dicembre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 23 più importanti partner commerciali dell'area – era superiore dell'1,3 per cento al livello di fine ottobre e del 6,4 per cento alla propria media del 2003 (cfr. figura 43). Tale apprezzamento in termini effettivi ha continuato a riflettere il rafforzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense, del renminbi cinese e dello yen giapponese (valute con un peso elevato o relativamente elevato nel paniere dei tassi di cambio effettivi ponderati in base all'interscambio), che è stato solo in parte controbilanciato dal deprezzamento sulla sterlina britannica, il franco svizzero, la corona svedese, il won coreano, lo zloty polacco e la corona ceca.

Figura 42 Tassi di cambio negli AEC II

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



Fonte: BCE.

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

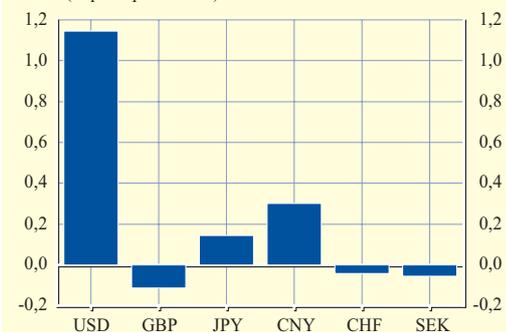
**Figura 43 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



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

Dal 29 ottobre al 1° dicembre 2004 (in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti dei più importanti partner commerciali dell'area e di tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

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.

**Figura 44 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale<sup>1)</sup>**

(valori mensili/trimestrali; numeri indice: 1° trim. 1999 = 100)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-23 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a novembre 2004 (al 2° trimestre 2004 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

Le varie misure dei tassi di cambio effettivi reali dell'euro – fondate su diversi indici di costo e di prezzo – mostrano un grado elevato di comovimento (cfr. figura 44). L'apprezzamento dell'euro negli ultimi due mesi si è anche tradotto in un aumento degli indici del tasso di cambio effettivo reale, che sono tornati su livelli prossimi a quelli osservati agli inizi dell'anno. In novembre l'indice del tasso di cambio effettivo reale calcolato in base all'evoluzione dei prezzi al consumo era superiore del 6,1 per cento alla propria media del 2003, mentre quello ottenuto a partire dagli andamenti dei prezzi alla produzione risultava più elevato del 4,2 per cento rispetto a tale media.

**7.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI**

Cresciuto in misura sostenuta a partire dalla seconda metà del 2003, nel terzo trimestre del 2004 il valore delle esportazioni di beni e servizi registrato nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è sceso dello 0,8 per cento. Il calo è in parte riconducibile al rallentamento della domanda estera dell'area, che fa seguito, in qualche misura, alla perdita di slancio della crescita mondiale. Durante lo stesso periodo, nel contesto degli aumentati prezzi petroliferi, il valore delle importazioni di beni e servizi ha continuato a crescere rapidamente e ha concorso a ridurre di 17,5 miliardi di euro l'avanzo commerciale del terzo trimestre. In settembre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme flussi su dodici mesi in sostanziale pareggio, contro afflussi netti per 77,3 miliardi di euro un anno prima.

Alla fine del 2003 la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo registrava passività nette per 760 miliardi di euro, pari al 10,5 per cento del PIL.

### CONTO CORRENTE E INTERSCAMBIO COMMERCIALE

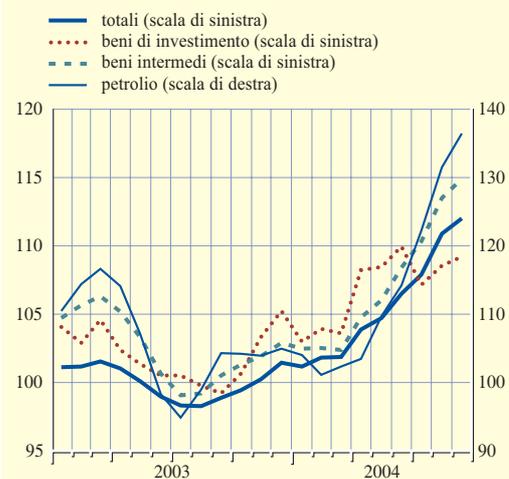
In settembre il conto corrente destagionalizzato dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 3,2 miliardi di euro (corrispondente a un disavanzo di 0,3 miliardi di euro in termini non destagionalizzati). Ciò ha rispecchiato disavanzi nei redditi e nei trasferimenti correnti, solo in parte compensati da avanzi sia nei beni sia – in misura inferiore – nei servizi (cfr. la tavola 7.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). Rispetto all'attivo rivisto di 0,5 miliardi di euro relativo ad agosto, in settembre il saldo del conto corrente destagionalizzato è sceso di 3,7 miliardi di euro, soprattutto per effetto del maggiore disavanzo dei redditi e di avanzi lievemente minori nel conto dei beni e in quello dei servizi.

Dopo la robusta crescita messa a segno a partire dalla seconda metà del 2003, durante il terzo trimestre del 2004 il valore destagionalizzato delle esportazioni di beni e servizi è diminuito dello 0,8 per cento. L'origine di tale andamento va in parte ricercata nella concomitante decelerazione della domanda estera (cfr. i grafici C29 e C30 nella tavola 7.1 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*). Nel contempo le importazioni di beni e servizi hanno continuato a crescere (del 4,4 per cento, dopo il 5,7 del secondo trimestre). Questo ha riflesso soprattutto l'aumento delle importazioni totali di beni, in un contesto in cui il rincaro del petrolio ha indotto un incremento significativo del valore delle importazioni petrolifere. Tuttavia, l'andamento di altre categorie di beni di importazione, quali ad esempio i beni di investimento, è stato più moderato (cfr. la figura 45). Su tale sfondo, nel terzo trimestre l'attivo dei beni è sceso di 14,9 miliardi di euro.

In un'ottica di più lungo periodo, a settembre l'attivo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area è stato pari a 40,4 miliardi di euro (corrispondente a circa lo 0,5 per cento del PIL), contro i 26,3 miliardi dello stesso periodo dello scorso anno (cfr. figura 46). Tale aumento rispecchia un incremento di 6 miliardi di euro dell'avanzo cumulato della voce dei beni e di quella dei servizi e

**Figura 45** Valore delle importazioni di alcuni tipi di beni dall'esterno dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

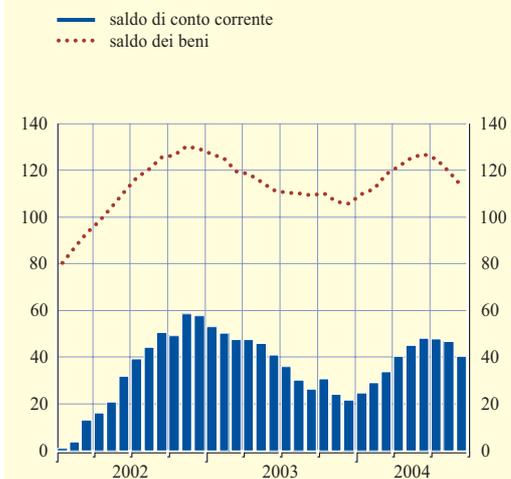
(indici: gennaio 2004=100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
 1) Le ultime osservazioni si riferiscono a settembre 2004.

**Figura 46** 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.

una riduzione di circa 4 miliardi del disavanzo sia dei redditi sia dei trasferimenti correnti.

### CONTO FINANZIARIO

In settembre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme consistenti afflussi netti per 44,9 miliardi di euro, risultanti da flussi netti in entrata per titoli azionari (23,2 miliardi di euro), strumenti di debito (16,4 miliardi) e – in misura inferiore – investimenti diretti (5,3 miliardi). L'andamento degli investimenti diretti è in gran parte ascrivibile agli investimenti netti in azioni e utili reinvestiti da parte di imprese non residenti nelle proprie collegate dell'area dell'euro, mentre gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono da ricondurre alle vendite nette di azioni estere da parte di residenti dell'area e agli acquisti netti di obbligazioni e notes dell'area da parte di non residenti.

Nei dodici mesi fino a settembre i flussi per investimenti diretti e di portafoglio dell'area si sono pressoché bilanciati nel loro insieme, a fronte di afflussi netti per 77,3 miliardi di euro un anno prima (cfr. figura 47). Ciò ha riflesso il passaggio da afflussi netti a deflussi netti degli investimenti diretti e il calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio. Mentre il mutamento di segno del flusso degli investimenti diretti netti è principalmente riconducibile al fatto che il consistente calo degli afflussi per investimenti diretti esteri nell'area è stato superiore a quello degli investimenti diretti dell'area all'estero, la flessione degli afflussi netti per investimenti di portafoglio costituisce soprattutto la risultante dei maggiori acquisti netti di strumenti del mercato monetario e titoli azionari esteri da parte dei residenti dell'area. Una possibile spiegazione di tali andamenti potrebbe risiedere nei peggiori risultati economici dell'area dell'euro rispetto ad altre regioni del mondo, soprattutto durante la prima metà del 2004. A partire da luglio, tuttavia, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno nell'insieme mutato tendenza, indicando forse sia la rinnovata attrattiva degli strumenti finanziari dell'area fra gli investitori esteri sia l'impatto di effetti base: gli strumenti di debito hanno registrato cospicue vendite nette nei mesi di luglio e agosto del 2003, non più incluse nei dati riferiti al periodo di dodici mesi conclusosi a settembre del 2004.

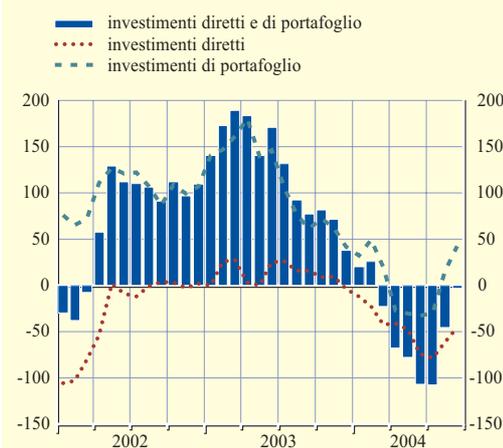
### POSIZIONE PATRIMONIALE VERSO L'ESTERO DELL'AREA DELL'EURO

La tavola 7.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* presenta la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro, ora disponibile per il 2003, la quale registra le attività e le passività sull'estero dell'area dell'euro alla fine dell'anno solare e comprende le posizioni in investimenti diretti e di portafoglio, strumenti finanziari derivati, altri investimenti e riserve ufficiali.

Alla fine del 2003 la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo registrava passività nette per 760 miliardi di euro, pari al 10,5 per cento del PIL, superiori di 142 miliardi di euro al dato rivisto della fine del 2002 che era equivalente all'8,7 per cento del PIL (cfr. figura 48). La maggiore posizione debitoria netta rispecchia in parte gli effetti di valutazione sfavorevoli sulle attività detenute all'estero (per lo più denominate in valuta) derivanti dall'apprezzamento dell'euro nel 2003.

**Figura 47 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio**

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)

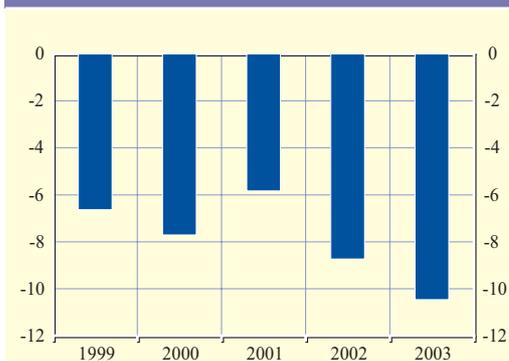


Fonte: BCE.

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

Per quanto concerne le revisioni dei dati, nel 2001 e nel 2002 le passività dell'area dell'euro in investimenti sia diretti sia di portafoglio sono state corrette al rialzo. Tale correzione è principalmente riconducibile a variazioni del sistema di segnalazione e dei metodi di raccolta dei dati che hanno accresciuto la qualità delle statistiche. L'adozione delle nuove metodologie ha determinato un aumento della posizione debitoria netta complessiva dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo durante l'intero periodo. In particolare, a seguito delle revisioni statistiche la posizione debitoria netta dell'area dell'euro in percentuale del PIL è salita dal 2,8 al 5,8 per cento nel 2001, e dal 4,1 all'8,7 per cento nel 2002.

**Figura 48** Posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro in percentuale del PIL <sup>1)</sup>



Fonte: BCE.

1) Un numero negativo indica una posizione debitoria netta.

# 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>	S72
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S73
	<b>NOTE GENERALI</b>	S77

## NOVITÀ

In questo numero viene introdotta una nuova suddivisione per la posizione patrimoniale verso l'estero dell'area dell'euro. Nella tavola 5 della sezione 7.4 le attività del settore diverso dalle IFM vengono scomposte in "prestiti" e "banconote, monete e depositi". Un'analoga scomposizione era stata introdotta per i flussi relativi alla bilancia dei pagamenti nel numero di agosto 2004 (tavola 9 nella sezione 7.1).

### 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	20,7	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	16,7	2,06	4,15
2° trim.	10,3	6,0	5,4	-	5,6	11,3	2,08	4,36
3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	10,5	2,12	4,21
2004 giu.	9,5	5,6	5,3	5,2	6,0	11,1	2,11	4,44
lug.	10,1	5,9	5,5	5,4	6,2	10,9	2,12	4,34
ago.	9,2	5,7	5,6	5,7	6,1	10,4	2,11	4,17
set.	9,7	6,3	6,0	5,8	6,5	9,6	2,12	4,11
ott.	9,0	6,4	5,8	.	6,8	.	2,15	3,98
nov.	.	.	.	.	.	.	2,17	3,87

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

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

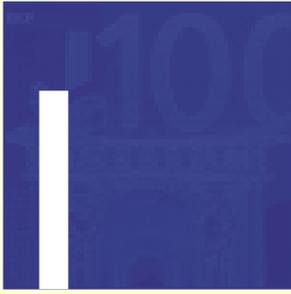
(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <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	68,0	128,9	2,1	107,3	366,1	89,2	90,3	0,9456
2003	35,0	105,3	-3,4	41,7	306,5	99,9	101,7	1,1312
2003 4° trim.	23,4	29,9	-8,7	9,3	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.	9,6	24,8	6,1	15,1	298,2	102,8	104,9	1,2220
2004 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.	4,9	6,0	9,3	6,3	301,7	102,7	104,8	1,2176
set.	0,7	4,9	5,3	39,6	298,2	103,0	105,1	1,2218
ott.	.	.	.	.	294,7	104,2	106,3	1,2490
nov.	.	.	.	.	.	105,6	107,9	1,2991

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

	5 novembre 2004	12 novembre 2004	19 novembre 2004	26 novembre 2004
<b>Oro e crediti in oro</b>	130.423	130.406	130.379	130.344
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	166.082	165.900	167.722	164.892
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	17.879	17.583	17.483	18.083
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	7.440	7.575	7.682	7.366
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	339.510	333.052	337.515	345.005
Operazioni di rifinanziamento principali	264.501	258.000	262.500	269.998
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	75.000	75.000	75.000	75.000
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	2	37	2	0
Crediti connessi a scarti di garanzia	7	15	13	7
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	2.246	1.885	1.645	1.662
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	69.534	70.287	71.024	71.163
<b>Crediti in euro verso le Amministrazioni pubbliche</b>	42.063	42.049	42.049	42.049
<b>Altre attività</b>	118.069	118.342	118.338	118.501
<b>Attività totali</b>	<b>893.246</b>	<b>887.079</b>	<b>893.837</b>	<b>899.065</b>

#### 2. Passività

	5 novembre 2004	12 novembre 2004	19 novembre 2004	26 novembre 2004
<b>Banconote in circolazione</b>	473.975	473.399	472.002	473.554
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	142.515	138.338	136.995	137.730
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	141.304	138.247	136.920	137.667
Depositi overnight	1.211	91	75	56
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	0	7
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	125	125	125	125
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	62.512	61.856	68.910	73.742
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.444	9.303	9.383	9.639
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	262	302	253	254
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	10.337	9.866	11.406	9.303
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.807	5.807	5.807	5.807
<b>Altre passività</b>	57.706	57.518	58.388	58.342
<b>Rivalutazioni</b>	70.696	70.696	70.696	70.696
<b>Capitale e riserve</b>	59.867	59.869	59.872	59.873
<b>Passività totali</b>	<b>893.246</b>	<b>887.079</b>	<b>893.837</b>	<b>899.065</b>

Fonte: BCE.

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

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

	Con effetto dal <sup>1)</sup>		Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
					Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile	Livello	
	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.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali							
2004 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
9	358.101	316	258.000	2,00	2,04	2,04	8
17	384.039	341	262.500	2,00	2,05	2,05	7
24	368.690	346	270.000	2,00	2,05	2,06	7
1 dic.	370.856	323	273.500	2,00	2,05	2,06	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2003 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
25 nov.	51.095	174	25.000	-	2,13	2,14	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile		Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2000 5 gen. <sup>5)</sup>	Raccolta di depositi a tempo determinato	14.420	43	14.420	-	-	3,00	3,00	7
21 giu.	Operazione temporanea	18.845	38	7.000	-	-	4,26	4,28	1
2001 30 apr.	Operazione temporanea		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
8 nov.	Operazione temporanea	33.175	42	6.500	-	2,00	2,06	2,07	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 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 2 della sezione 1.3.
- 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.
- 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.
- Questa operazione è stata condotta a un tasso massimo del 3,00%.

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

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

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

Periodo <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
		1	2	3	4	5	6
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	
set.	12.209,6	6.488,0	435,3	1.535,3	880,8	2.870,3	

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

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 1° trim.	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
2° trim.	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
2004 6 lug.	138,0	138,8	0,8	0,0	2,00
10 ago.	138,5	139,1	0,6	0,0	2,01
7 set.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
11 ott.	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
8 nov.	137,8	138,4	0,7	0,0	2,03
7 dic.	137,9	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
8 nov.	298,3	257,9	75,0	0,1	0,2	0,3	0,0	469,7	55,1	-32,1	138,4	608,4

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 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
2° trim.	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
2004 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.	1.193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	308,8	14,2	162,1
ott. <sup>(p)</sup>	1.224,8	572,6	22,2	0,6	549,8	152,9	137,3	1,7	13,9	-	13,8	307,2	14,2	164,2
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	819,1	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
2° trim.	20.757,2	12.434,0	818,3	7.319,8	4.296,0	3.157,8	1.351,7	444,4	1.361,7	76,8	948,7	2.869,8	159,7	1.110,4
2004 lug.	20.855,1	12.540,7	824,6	7.355,8	4.360,3	3.170,7	1.347,8	446,6	1.376,3	78,4	936,8	2.870,5	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	446,2	1.381,9	77,2	925,6	2.909,7	160,4	1.108,4
set.	20.981,4	12.569,2	812,0	7.403,3	4.353,9	3.186,1	1.355,7	442,9	1.387,5	77,4	920,1	2.902,9	161,0	1.164,7
ott. <sup>(p)</sup>	21.176,1	12.679,9	812,0	7.447,7	4.420,2	3.207,2	1.352,2	447,6	1.407,5	78,1	925,5	2.908,7	161,5	1.215,2

#### 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
2° trim.	1.200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
2004 lug.	1.192,2	478,5	388,2	58,5	16,5	313,2	-	1,6	146,7	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.	1.193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
ott. <sup>(p)</sup>	1.224,8	486,9	401,4	64,1	18,2	319,2	-	1,6	147,5	24,2	163,2
IFM escluso l'Eurosistema											
2002	18.857,9	0,0	10.197,8	106,9	5.954,3	4.136,6	532,8	2.992,5	1.108,7	2.594,2	1.431,7
2003	19.799,8	0,0	10.773,3	132,3	6.277,6	4.363,5	649,3	3.160,3	1.151,0	2.607,6	1.458,4
2004 1° trim.	20.395,0	0,0	10.863,5	140,7	6.310,3	4.412,5	680,0	3.303,4	1.160,4	2.833,8	1.553,7
2° trim.	20.757,2	0,0	11.087,8	156,6	6.408,5	4.522,8	686,0	3.369,3	1.177,7	2.871,5	1.564,9
2004 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	1.574,4
set.	20.981,4	0,0	11.170,6	146,3	6.441,7	4.582,6	687,0	3.447,5	1.182,4	2.839,2	1.654,7
ott. <sup>(p)</sup>	21.176,1	0,0	11.287,9	130,1	6.493,7	4.664,1	695,1	3.476,9	1.186,6	2.824,2	1.705,4

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	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
<b>Consistenze</b>											
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	1.367,5	427,0	623,8	2.884,8	174,1	1.133,0
2004 1° trim.	15.063,5	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
2° trim.	15.331,3	8.160,9	840,5	7.320,4	1.931,6	1.485,2	446,3	662,9	3.181,1	173,8	1.221,1
2004 lug.	15.351,7	8.203,3	846,8	7.356,5	1.930,2	1.481,8	448,4	650,4	3.183,1	174,7	1.210,2
ago.	15.385,3	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.	15.487,2	8.238,1	834,2	7.403,9	1.935,6	1.490,9	444,8	642,3	3.211,7	175,2	1.284,2
ott. (p)	15.597,0	8.282,6	834,3	7.448,3	1.938,8	1.489,5	449,3	647,4	3.215,9	175,7	1.336,8
<b>Transazioni</b>											
2002	605,9	301,9	-9,3	311,2	72,6	43,6	29,1	7,7	245,1	-1,3	-19,9
2003	772,7	388,5	13,7	374,8	172,3	118,0	54,3	19,4	224,4	-3,6	-28,4
2004 1° trim.	428,7	83,8	5,7	78,1	56,4	53,4	3,0	24,6	212,0	-0,4	52,3
2° trim.	269,8	150,1	-7,1	157,2	65,3	51,0	14,3	8,4	33,0	1,6	11,4
2004 lug.	8,1	43,0	6,4	36,7	-5,0	-4,4	-0,6	-11,4	-7,8	0,9	-11,5
ago.	40,3	-8,5	-5,3	-3,3	-0,4	0,0	-0,4	-6,8	45,4	0,0	10,7
set.	143,2	55,8	-7,0	62,8	4,8	7,8	-3,0	-2,2	22,8	0,6	61,4
ott. (p)	136,7	48,8	0,2	48,5	2,3	-2,1	4,4	3,8	30,0	0,4	51,5

**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	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
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.	15.063,5	399,6	183,8	6.326,1	602,0	1.948,1	1.025,9	2.857,4	1.699,1	21,5
2° trim.	15.331,3	423,0	223,7	6.426,9	609,2	1.996,9	1.024,2	2.895,0	1.716,0	16,4
2004 lug.	15.351,7	436,2	201,5	6.438,7	613,1	2.014,2	1.028,8	2.898,9	1.700,3	19,9
ago.	15.385,3	433,4	193,0	6.417,4	624,1	2.023,9	1.038,4	2.904,1	1.729,8	21,2
set.	15.487,2	438,0	204,0	6.458,0	609,7	2.047,9	1.039,7	2.862,8	1.813,5	13,5
ott. (p)	15.597,0	444,4	194,2	6.511,8	617,0	2.057,2	1.042,2	2.848,3	1.868,6	13,3
<b>Transazioni</b>										
2002	605,9	101,4	-5,8	225,3	70,0	114,7	39,7	76,6	-107,4	91,3
2003	772,7	79,0	12,9	319,2	58,0	141,7	39,0	131,1	-72,9	64,7
2004 1° trim.	428,7	1,7	30,2	24,1	21,3	58,9	8,2	174,7	120,5	-11,0
2° trim.	269,8	23,4	39,4	102,5	2,8	48,8	9,3	32,3	13,6	-2,2
2004 lug.	8,1	13,2	-22,2	10,6	3,9	12,3	3,7	-6,9	-7,5	0,9
ago.	40,3	-2,8	-8,5	-19,1	11,0	11,8	5,5	15,6	20,2	6,7
set.	143,2	4,6	11,1	45,4	-13,2	32,0	4,7	-12,3	69,0	1,9
ott. (p)	136,7	6,3	-9,9	57,5	7,6	14,7	1,3	10,4	40,9	7,9

Fonte: BCE.

1) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.

2) 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	852,5	5.770,2	-	3.989,2	2.072,2	7.723,3	6.778,9	184,3
2003	2.676,1	2.559,6	5.235,7	908,4	6.144,1	-	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	900,6	6.222,0	-	4.242,2	2.263,5	8.239,0	7.165,0	320,7
2° trim.	2.790,3	2.581,9	5.372,2	926,7	6.298,9	-	4.309,0	2.311,5	8.400,4	7.293,2	272,8
2004 lug.	2.831,2	2.592,8	5.424,1	932,5	6.356,5	-	4.341,6	2.329,2	8.453,5	7.348,8	283,5
ago.	2.837,5	2.604,1	5.441,6	940,2	6.381,7	-	4.370,3	2.340,9	8.473,2	7.371,1	316,6
set.	2.868,0	2.621,9	5.489,9	934,7	6.424,6	-	4.395,1	2.334,5	8.520,0	7.417,2	338,1
ott. (p)	2.880,4	2.644,4	5.524,9	939,6	6.464,5	-	4.416,1	2.335,3	8.575,1	7.465,2	349,8
Transazioni											
2002	218,5	90,8	309,3	70,1	379,3	-	197,0	35,4	350,0	314,4	170,2
2003	259,3	116,2	375,5	35,4	410,9	-	246,6	134,0	448,9	375,6	94,3
2004 1° trim.	92,0	-14,0	78,0	-3,7	74,3	-	74,8	25,5	88,7	73,8	89,9
2° trim.	20,6	31,9	52,4	23,0	75,4	-	76,6	46,7	165,0	135,9	-38,0
2004 lug.	40,9	10,0	50,9	5,7	56,5	-	26,7	16,7	52,1	56,2	11,6
ago.	6,7	11,8	18,5	7,8	26,3	-	27,7	8,9	25,1	27,4	28,1
set.	32,5	20,1	52,5	-5,7	46,8	-	38,3	-4,6	52,9	53,2	26,5
ott. (p)	13,9	24,4	38,3	4,0	42,3	-	26,6	0,2	57,9	52,2	12,7
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	96,1
giu.	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,4	6,2	6,0	1,1
2004 lug.	10,1	1,7	5,9	2,9	5,5	5,4	7,5	6,4	6,3	6,2	39,6
ago.	9,2	2,0	5,7	4,9	5,6	5,7	7,6	6,6	6,0	6,1	101,9
set.	9,7	2,8	6,3	4,5	6,0	5,8	7,9	5,5	6,3	6,5	123,6
ott. (p)	9,0	3,7	6,4	2,8	5,8	.	7,8	4,4	6,6	6,8	131,1

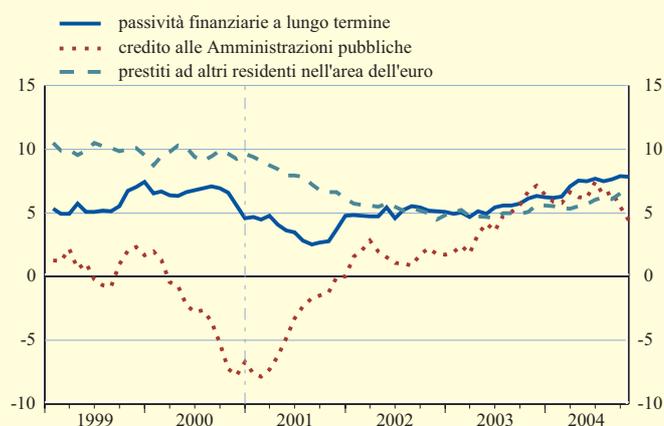
### F1 Aggregati monetari

(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

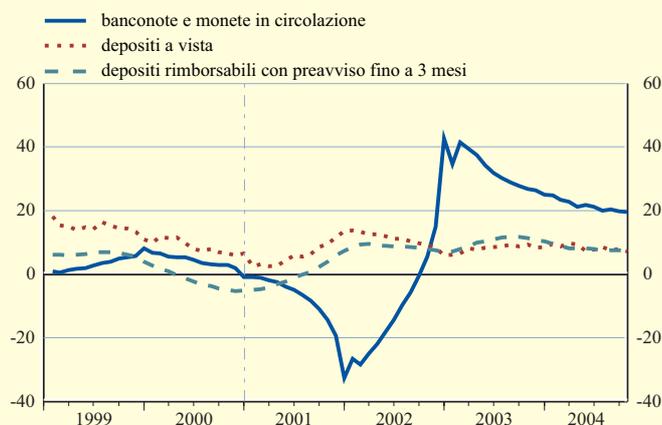
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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	240,4	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	214,4	596,5	89,7	1.857,2	90,1	1.268,3	1.026,6
2° trim.	420,5	2.369,7	995,2	1.586,7	220,2	611,5	95,0	1.900,6	89,1	1.298,5	1.020,7
2004 lug.	425,2	2.406,0	998,3	1.594,5	228,6	611,2	92,7	1.917,2	89,4	1.307,4	1.027,6
ago.	433,2	2.404,3	996,3	1.607,8	227,8	618,5	93,8	1.932,1	89,3	1.311,4	1.037,5
set.	439,8	2.428,1	1.003,5	1.618,4	226,3	615,7	92,8	1.952,8	88,4	1.318,1	1.035,7
ott. (p)	446,3	2.434,1	1.023,3	1.621,1	224,6	622,6	92,4	1.958,1	89,4	1.328,0	1.040,5
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	-8,9	59,5	-15,3	157,9	-13,2	63,2	38,7
2004 1° trim.	18,6	73,4	-39,5	25,5	-7,0	0,1	3,2	50,1	-0,5	14,3	10,9
2° trim.	14,4	6,2	-6,6	38,5	5,4	10,6	6,9	41,7	-1,0	30,7	5,2
2004 lug.	4,7	36,2	2,2	7,8	8,4	-0,3	-2,4	11,7	0,3	8,7	6,0
ago.	8,0	-1,3	-1,5	13,3	-0,8	7,3	1,3	17,0	-0,1	5,1	5,7
set.	6,6	25,8	9,4	10,7	-1,5	-1,6	-2,6	30,3	-0,9	7,2	1,7
ott. (p)	6,5	7,5	21,5	2,8	-1,6	7,1	-1,5	11,8	1,0	10,3	3,5
Variazioni percentuali											
2002 dic.	42,6	6,0	0,0	6,9	4,7	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	3,9
2004 mar.	22,7	9,7	-6,1	8,2	-1,2	7,0	-8,8	10,8	-9,9	5,5	4,5
giu.	21,1	7,7	-6,9	8,0	2,0	4,7	-0,3	10,5	-7,1	7,0	5,1
2004 lug.	20,0	8,5	-6,3	7,4	1,8	3,5	2,0	10,2	-4,9	7,2	4,4
ago.	20,3	7,5	-5,7	7,5	4,5	5,0	5,7	10,6	-3,3	7,0	4,2
set.	19,9	8,0	-4,1	7,6	3,7	4,2	8,7	11,2	-3,0	7,2	3,9
ott. (p)	19,6	7,2	-1,6	7,3	1,9	4,5	-5,6	10,8	-2,1	7,5	3,9

### F3 Componenti degli aggregati monetari

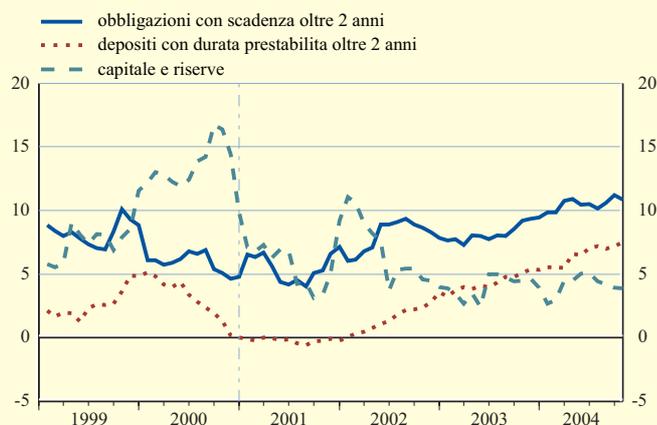
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

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

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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
2° trim.	53,7	39,8	509,7	305,7	3.093,3	966,4	537,2	1.589,7
2004 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	3.095,4	946,7	545,0	1.603,7
set.	52,8	37,9	507,4	301,4	3.106,4	952,2	545,2	1.609,0
ott. <sup>(p)</sup>	54,9	39,2	511,4	304,9	3.124,1	960,3	545,9	1.617,9
Transazioni								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	106,2	-25,8	32,3	99,8
2003	4,2	2,2	54,6	26,6	103,9	-7,5	15,8	95,6
2004 1° trim.	10,7	10,0	-3,0	-11,8	22,1	-3,6	3,9	21,8
2° trim.	7,0	7,3	8,5	4,5	59,8	16,1	11,6	32,0
2004 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.	-1,0	-1,1	18,7	15,3	15,0	6,8	0,9	7,2
ott. <sup>(p)</sup>	2,2	1,4	5,4	4,4	20,0	8,8	1,7	9,5
Variazioni percentuali								
2002 dic.	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,7	-2,5	6,6	7,2
2003 dic.	11,9	11,7	11,8	8,9	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 mar.	8,7	6,4	8,9	3,0	3,3	-2,4	3,6	6,9
giu.	18,9	25,7	8,6	3,1	4,0	-2,1	6,4	7,2
2004 lug.	15,3	26,2	8,8	5,5	4,4	-1,0	6,0	7,4
ago.	21,7	37,1	7,0	3,2	4,1	-1,6	5,7	7,3
set.	18,4	32,6	8,4	5,7	4,6	-0,6	6,0	7,4
ott. <sup>(p)</sup>	9,7	14,9	9,2	7,6	5,2	1,5	5,6	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 variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,3	63,3	2.282,8	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 1° trim.	3.564,7	484,6	109,9	182,3	192,3	2.400,3	14,2	61,6	2.324,5	679,8	141,8	95,1	442,9
2° trim.	3.663,2	502,2	115,1	187,2	199,9	2.463,8	15,2	64,7	2.383,9	697,1	147,5	99,2	450,4
2004 lug.	3.691,5	504,0	113,9	188,6	201,5	2.491,6	14,9	65,2	2.411,6	695,9	143,9	99,4	452,6
ago.	3.707,8	504,8	114,6	188,2	202,0	2.508,6	14,8	65,5	2.428,4	694,3	142,4	99,2	452,7
set.	3.736,6	507,9	115,8	188,6	203,4	2.534,4	15,0	65,9	2.453,5	694,4	144,8	98,7	450,8
ott. (p)	3.757,3	509,4	115,2	189,6	204,5	2.553,3	15,5	66,6	2.471,2	694,7	143,9	99,4	451,4
Transazioni													
2002	182,2	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	177,7	-5,9	1,7	181,8	20,7	-6,5	-5,0	32,2
2004 1° trim.	48,2	2,1	-1,6	1,8	1,9	44,8	0,0	-0,8	45,6	1,2	-2,3	0,4	3,2
2° trim.	82,0	13,5	4,8	3,6	5,1	59,9	0,9	2,6	56,5	8,5	3,1	1,0	4,4
2004 lug.	28,7	1,9	-1,3	1,4	1,7	27,9	-0,4	0,5	27,8	-1,0	-3,5	-0,1	2,6
ago.	17,1	1,1	0,7	-0,5	0,8	17,2	-0,1	0,3	16,9	-1,2	-1,5	-0,1	0,5
set.	30,2	2,8	1,4	0,5	0,9	26,4	0,2	0,5	25,7	1,1	2,6	-0,4	-1,1
ott. (p)	20,9	1,3	-0,5	0,6	1,2	19,7	0,6	0,4	18,7	0,0	-0,9	0,8	0,0
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	8,4	3,6	-0,2	8,1	-26,4	2,6	8,7	3,3	-4,3	-5,1	8,5
2004 mar.	6,6	4,4	0,1	6,3	5,3	8,4	4,7	-3,3	8,8	2,3	-1,1	-1,9	4,4
giu.	7,3	5,7	3,3	5,9	6,9	9,0	9,1	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,7	3,8
2004 lug.	7,3	5,5	3,7	5,9	6,2	9,2	7,7	0,6	9,5	2,4	-0,9	1,5	3,7
ago.	7,5	6,5	6,2	6,2	7,0	9,3	5,7	0,6	9,6	2,1	-0,4	1,6	3,1
set.	7,8	6,3	5,0	5,5	7,8	9,9	4,5	0,7	10,2	1,8	0,1	-0,4	2,8
ott. (p)	7,8	5,9	4,0	5,3	7,7	9,8	9,9	0,1	10,1	2,0	1,2	0,8	2,6

## 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>

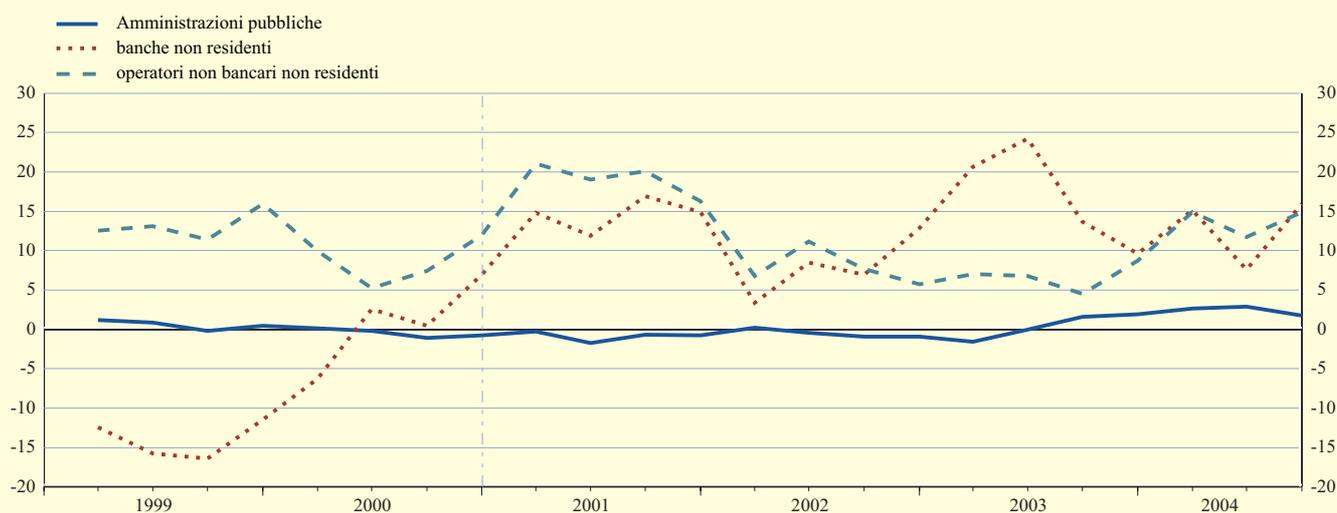
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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	819,1	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.	818,3	129,7	253,4	391,4	43,7	1.965,3	1.322,7	642,6	60,8	581,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	812,0	126,2	252,3	390,5	43,0	1.965,7	1.317,4	648,3	60,9	587,4
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	0,1	3,9	163,9	107,3	56,3	1,7	54,6
2° trim.	-6,7	-5,9	-8,5	2,8	4,8	5,4	11,1	-5,8	-0,5	-5,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	-5,9	-3,3	-1,0	-0,9	-0,7	22,3	7,8	14,4	0,1	14,3
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-1,0	-7,7	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 dic.	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,7	-7,5	10,8
2004 mar.	2,7	0,9	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	14,9	4,1	16,1
giu.	2,9	1,9	-4,0	4,2	54,4	8,9	7,6	11,7	2,8	12,8
set. <sup>(p)</sup>	1,7	-1,8	-4,1	3,8	40,7	15,6	15,9	14,9	1,9	16,4

### 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>

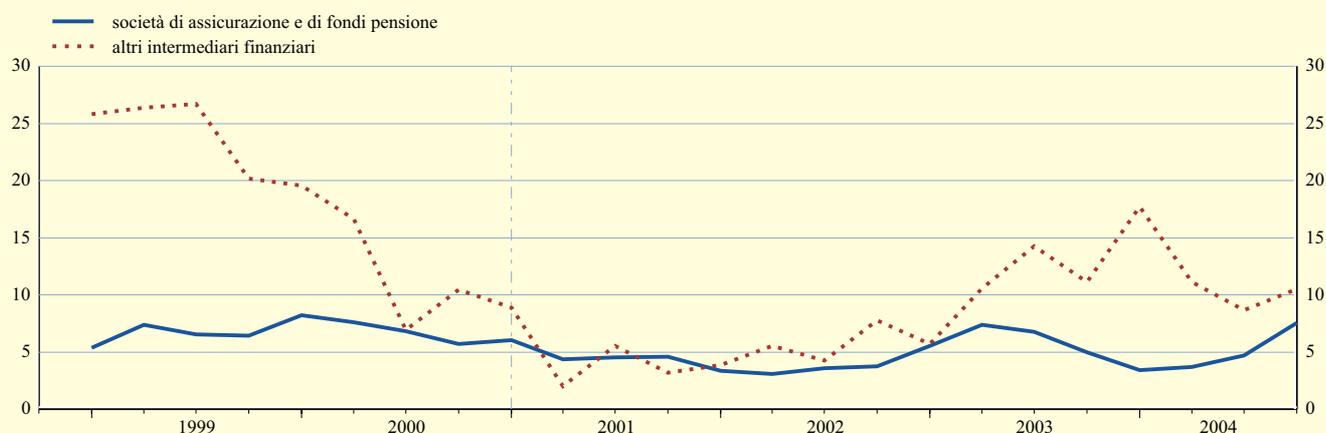
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
2° trim.	565,3	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
2004 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.	573,8	61,7	47,4	442,4	1,2	1,0	20,0	598,9	189,7	120,3	164,8	8,1	0,1	115,9
ott. <sup>(p)</sup>	578,5	58,4	48,9	445,8	1,3	1,3	22,8	620,8	187,1	133,6	166,9	8,4	0,1	124,6
Transazioni														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	18,7	1,7	-3,0	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
2° trim.	7,9	-4,9	0,0	13,7	0,0	0,0	-0,9	12,2	-1,3	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
2004 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.	7,3	8,1	0,6	1,0	-0,1	0,0	-2,3	9,6	13,9	-7,2	3,3	-0,1	0,0	-0,2
ott. <sup>(p)</sup>	4,6	-3,3	1,6	3,1	0,0	0,3	2,8	23,1	-2,1	13,7	2,3	0,4	0,0	8,8
Variazioni percentuali														
2002 dic.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 dic.	3,6	2,9	-6,6	4,7	40,9	-12,5	6,0	17,7	18,1	-0,4	37,2	71,4	-	17,1
2004 mar.	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	1,8	18,6	11,1	17,2	-13,1	22,6	47,9	-	17,9
giu.	4,9	-6,4	12,7	6,4	40,0	3,8	-6,3	8,6	7,8	-10,1	18,6	44,6	-	20,5
2004 lug.	5,6	0,3	19,0	5,1	32,5	3,1	3,6	9,2	9,1	-9,3	22,6	51,7	-	14,1
ago.	5,9	4,5	19,7	4,3	18,7	7,1	16,6	9,3	6,3	-5,8	25,0	67,5	-	11,3
set.	7,7	7,3	46,7	4,8	13,6	6,7	6,8	10,5	7,4	-6,0	27,2	63,8	-	12,8
ott. <sup>(p)</sup>	8,2	10,0	32,7	5,1	3,3	38,4	24,2	11,1	7,6	1,9	26,0	48,8	-	7,9

### 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>

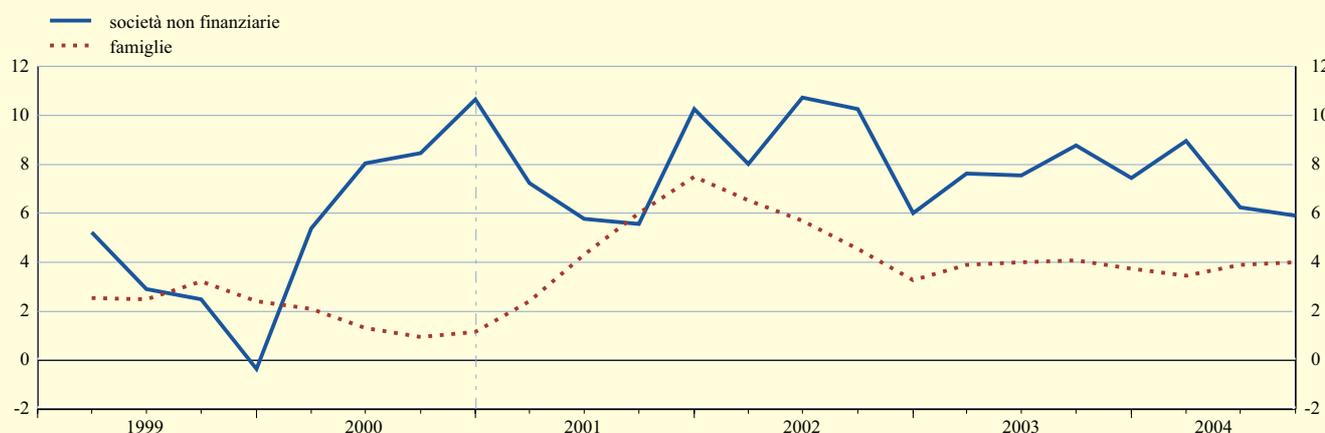
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie						Famiglie <sup>2)</sup>					Pronti contro termine		
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso			
			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
2° trim.	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
2004 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.	1.066,5	656,7	269,6	70,9	42,6	1,1	25,6	4.060,7	1.363,3	512,2	614,2	1.431,8	85,5	53,7
ott. <sup>(p)</sup>	1.071,6	647,9	284,0	70,2	42,5	1,1	25,9	4.078,3	1.376,9	509,3	617,4	1.434,2	86,0	54,4
Transazioni														
2002	57,6	30,2	-	-	-	-	-1,2	120,6	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	72,2	41,5	54,2	-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
2° trim.	20,6	27,8	-8,9	0,9	1,1	0,0	-0,3	53,5	43,7	-11,0	3,3	21,2	-2,4	-1,5
2004 lug.	0,3	-8,9	5,2	2,4	0,6	0,0	1,0	13,6	4,9	-0,4	0,9	5,9	0,1	2,1
ago.	0,8	-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.	15,5	18,3	-0,5	0,4	0,4	0,0	-3,2	7,9	12,5	-2,3	-1,6	0,5	-0,3	-0,9
ott. <sup>(p)</sup>	6,8	-8,1	15,1	-0,5	0,0	0,0	0,3	18,5	13,9	-2,5	3,4	2,5	0,5	0,7
Variazioni percentuali														
2002 dic.	6,0	5,3	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 dic.	7,4	6,8	23,4	-30,7	41,5	49,6	-12,4	3,7	7,9	-11,4	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 mar.	8,9	11,9	3,2	13,3	23,1	20,6	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
giu.	6,2	10,1	-3,5	14,9	17,1	20,6	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
2004 lug.	6,8	10,6	-3,2	16,7	17,8	21,5	-6,2	4,0	7,8	-7,8	4,7	6,6	-5,5	-15,9
ago.	6,2	10,9	-5,1	10,8	18,0	22,0	-1,1	3,6	6,2	-7,7	5,0	6,3	-4,0	-10,4
set.	5,8	9,6	-2,7	10,1	18,8	17,3	-16,1	4,0	7,1	-7,5	4,7	6,4	-3,5	-4,5
ott. <sup>(p)</sup>	5,8	8,7	0,0	10,5	17,3	21,3	-17,6	4,4	7,9	-7,4	5,1	6,3	-3,0	-2,9

### 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>

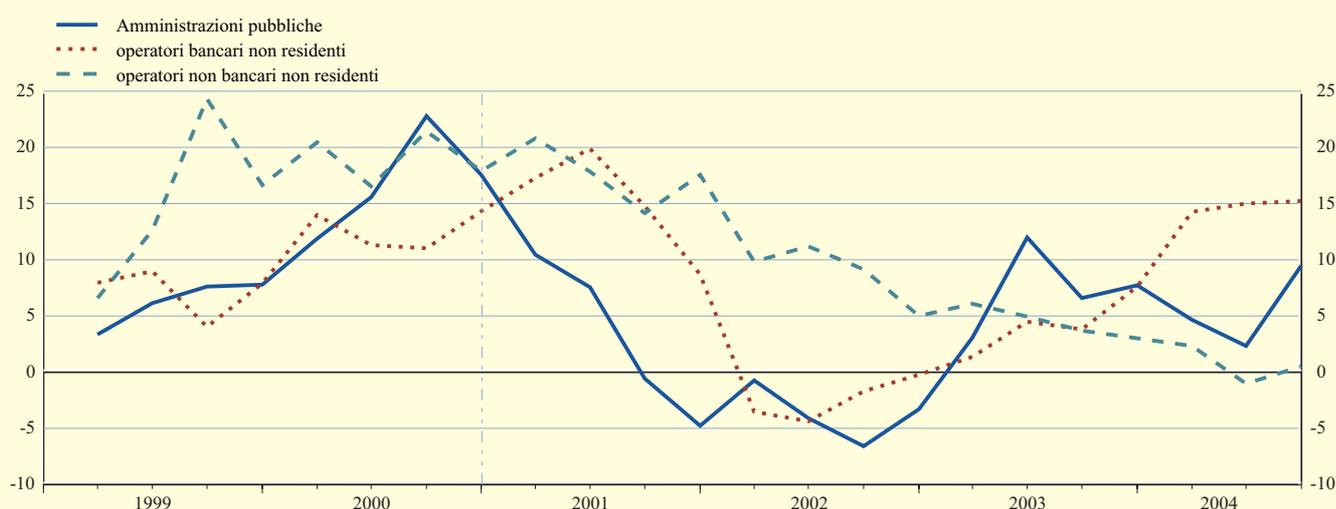
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
Consistenze										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2.271,0	1.585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,9	664,3	96,1	568,2
2004 1° trim.	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2.444,2	1.742,7	701,5	100,8	600,7
2° trim.	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2.471,5	1.788,9	682,6	102,0	580,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	288,2	146,3	32,9	66,5	42,5	2.451,9	1.764,0	687,9	104,8	583,2
Transazioni										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,5	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004 1° trim.	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
2° trim.	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
3° trim. <sup>(p)</sup>	-4,9	-10,3	2,3	2,1	1,1	6,7	-5,4	12,1	2,7	9,3
Variazioni percentuali										
2002 dic.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 dic.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 mar.	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
giu.	2,4	7,9	-7,6	-0,1	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
set. <sup>(p)</sup>	9,5	13,1	5,0	3,6	11,0	10,7	15,2	0,5	12,2	-1,3

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
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
2° trim.	3.854,8	1.298,9	62,8	1.334,2	17,6	426,3	18,1	697,0	1.154,8	294,7	654,0	206,0
2004 lug.	3.900,0	1.313,8	62,5	1.330,4	17,4	429,4	17,3	729,2	1.151,3	295,2	641,6	214,5
ago.	3.918,5	1.318,6	63,3	1.332,1	16,9	429,2	17,0	741,5	1.143,8	291,0	634,5	218,2
set.	3.915,0	1.325,1	62,5	1.339,7	15,9	425,4	17,5	728,9	1.127,0	286,8	633,3	207,0
ott. <sup>(p)</sup>	3.942,9	1.345,6	61,8	1.331,8	20,4	430,1	17,5	735,6	1.135,9	287,5	638,0	210,3
Transazioni												
2002	168,1	47,2	0,2	38,6	-0,6	25,9	3,5	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	331,3	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
2° trim.	90,9	15,2	2,0	44,9	0,0	13,8	0,1	14,9	26,1	6,2	8,4	11,5
2004 lug.	41,3	17,9	-0,9	-4,3	-0,2	0,5	-1,0	29,2	-1,2	0,8	-11,4	9,5
ago.	20,1	4,7	1,7	-0,5	-0,5	-0,2	-0,2	15,1	-6,5	-4,0	-6,8	4,3
set.	9,7	7,9	1,3	8,8	-0,4	-4,1	1,0	-4,8	-18,7	-4,5	-2,2	-12,0
ott. <sup>(p)</sup>	35,8	20,2	1,2	-8,5	4,7	4,2	0,4	13,6	6,3	0,2	3,7	2,4
Variazioni percentuali												
2002 dic.	5,5	4,4	-0,6	3,7	-3,3	8,1	23,6	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 dic.	10,1	8,1	12,6	7,0	7,0	14,7	11,5	17,6	1,6	2,7	3,5	-5,8
2004 mar.	10,4	9,6	6,1	7,3	6,1	10,7	5,2	19,1	5,8	6,2	7,5	-0,3
giu.	10,3	9,4	6,7	8,6	10,3	10,3	2,5	15,7	6,5	6,3	5,3	11,1
2004 lug.	10,3	9,5	4,3	7,2	6,1	11,3	-6,9	19,1	6,1	5,3	3,9	14,4
ago.	11,2	10,0	12,7	7,6	5,1	10,2	-5,7	21,7	5,0	3,7	2,6	14,6
set.	10,4	10,6	13,2	6,6	0,4	7,6	-3,1	19,9	4,2	2,8	3,1	10,1
ott. <sup>(p)</sup>	10,0	11,3	14,1	4,5	34,8	6,5	-1,0	20,4	5,1	2,3	4,4	11,3

## 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.	-1,3	-0,5	-0,2	-0,6	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
2° trim.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-0,4	0,0	-0,7
2004 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.	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,2
ott. <sup>(p)</sup>	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,0	-0,3

**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.	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-0,9	-0,3	-0,5
2° trim.	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	0,7	0,2	0,5
2004 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.	-0,9	-0,5	-0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0
ott. <sup>(p)</sup>	-0,7	-0,3	0,0	-0,3	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
2° trim.	-8,6	-0,8	0,0	-5,0	0,0	-0,8	0,0	-2,1	0,1	-0,6	0,0	0,7
2004 lug.	0,2	-0,7	0,0	0,5	0,0	0,2	0,0	0,1	-2,3	-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	-0,2	-0,6
set.	-0,3	0,0	-0,1	-1,1	0,0	0,4	0,0	0,5	1,8	0,3	0,7	0,7
ott. <sup>(p)</sup>	1,4	0,5	0,0	0,6	-0,1	0,5	-0,1	0,0	2,7	0,7	1,1	1,0

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.	4.522,8	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6.565,1	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.582,6	90,5	9,5	5,6	0,5	1,5	1,3	6.588,0	97,1	2,9	1,8	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.	1.788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.764,0	46,8	53,2	35,9	1,7	3,1	9,6	687,9	52,9	47,1	29,9	1,8	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.	3.533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	3.598,3	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6

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.	4.224,5	-	-	-	-	-	7.993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
2° trim.	4.296,0	-	-	-	-	-	8.138,1	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.353,9	-	-	-	-	-	8.215,2	96,5	3,5	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.	1.322,7	49,2	50,8	30,9	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.317,4	51,1	48,9	30,4	3,7	2,2	9,0	648,3	40,5	59,5	41,8	2,5	4,4	7,4

**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.	1.361,7	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
3° trim. <sup>(p)</sup>	1.387,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,4	1.798,6	98,1	1,9	1,0	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.	310,7	46,0	54,0	33,0	1,1	0,6	16,9	386,3	44,9	55,1	33,8	6,7	1,0	7,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	321,5	47,3	52,7	32,5	1,0	0,5	16,3	407,4	44,0	56,0	32,8	7,3	0,8	8,6

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

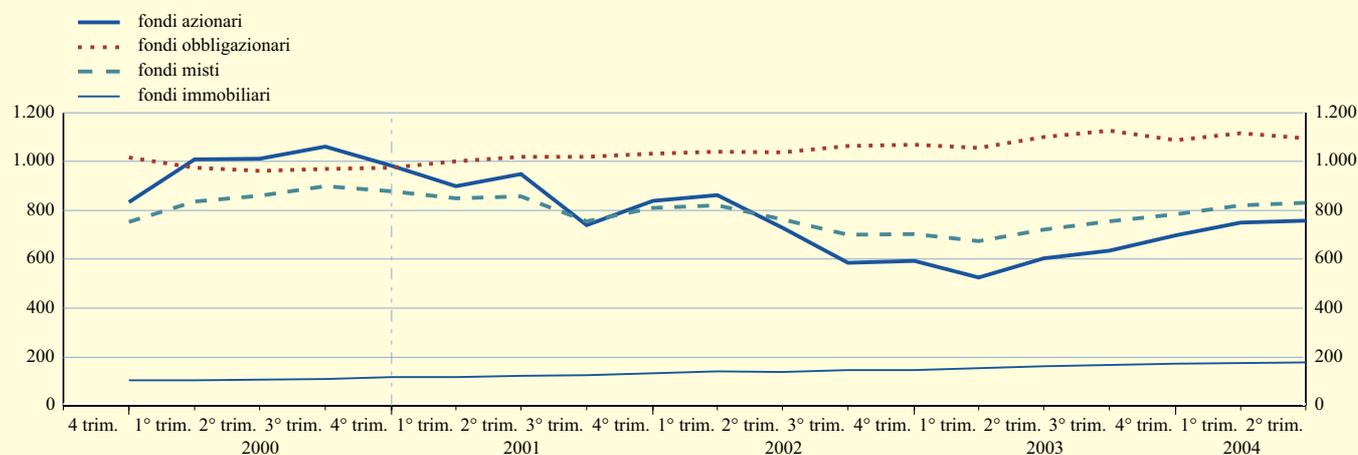
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
2003 1° trim.	2.746,9	40,2	2.628,3	78,4
2° trim.	2.959,5	41,8	2.825,8	91,9
3° trim.	3.085,6	43,2	2.917,7	124,8
4° trim.	3.175,0	44,2	3.011,7	119,1
2004 1° trim.	3.353,6	49,6	3.171,2	132,8
2° trim. <sup>(p)</sup>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

	Totale		Banconote, monete e depositi							Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro	
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM <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											
2003 1° trim.	14.469,1	5.637,8	290,7	4.948,4	1.836,2	1.572,0	1.434,1	106,1	176,2	222,5	323,9
2° trim.	14.968,9	5.751,6	311,9	5.029,7	1.918,4	1.560,2	1.456,4	94,7	200,3	209,6	329,8
3° trim.	15.074,8	5.756,2	322,7	5.071,2	1.956,6	1.555,8	1.469,5	89,3	183,9	178,4	345,4
4° trim.	15.466,2	5.873,6	352,4	5.182,4	2.027,5	1.557,8	1.511,9	85,2	153,6	185,2	348,4
2004 1° trim.	15.648,7	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
2° trim.	15.921,7	6.044,2	372,0	5.263,1	2.101,6	1.528,3	1.553,9	79,4	223,7	185,3	.
Transazioni											
2003 1° trim.	156,1	42,2	3,1	-3,2	-29,3	-11,2	43,0	-5,7	32,8	9,4	32,2
2° trim.	213,6	131,9	21,3	86,3	84,0	-8,5	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,4
3° trim.	133,4	12,6	11,4	12,4	6,9	-3,7	13,0	-3,9	-13,7	2,5	17,2
4° trim.	153,7	125,0	29,7	118,8	79,3	8,4	36,4	-5,2	-30,3	6,8	10,9
2004 1° trim.	139,5	30,9	-1,6	-5,3	-7,4	-16,5	22,5	-3,9	30,2	7,6	40,6
2° trim.	282,9	135,8	21,3	82,5	78,8	-14,5	20,1	-1,9	39,4	-7,4	.
Variazioni percentuali											
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	6,5	27,6	4,5	7,6	-0,9	8,9	-19,0	22,3	13,7	22,6
3° trim.	4,7	6,6	23,9	4,8	8,2	-0,6	9,1	-23,5	22,8	13,4	24,5
4° trim.	4,5	5,6	21,2	4,3	7,6	-0,9	8,1	-23,4	9,5	8,9	24,5
2004 1° trim.	4,4	5,3	20,9	4,3	8,9	-1,3	6,6	-23,0	5,9	7,7	24,8
2° trim.	4,7	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,5	.
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											
2003 1° trim.	1.953,3	190,2	1.763,1	3.276,9	1.536,1	1.740,8	396,6	3.601,1	3.252,2	349,0	
2° trim.	1.947,9	165,0	1.783,0	3.591,3	1.754,1	1.837,3	402,7	3.678,0	3.324,8	353,2	
3° trim.	1.944,2	165,9	1.778,3	3.630,0	1.768,5	1.861,5	406,6	3.744,4	3.388,1	356,3	
4° trim.	1.932,4	177,8	1.754,7	3.868,5	1.993,6	1.874,9	404,3	3.791,7	3.432,4	359,3	
2004 1° trim.	1.944,2	178,6	1.765,6	3.945,7	2.022,3	1.923,5	418,6	3.851,0	3.484,4	366,7	
2° trim.	1.985,7	196,0	1.789,7	3.993,2	2.084,0	1.909,3	423,3	3.898,5	3.529,3	369,2	
Transazioni											
2003 1° trim.	-23,2	-24,5	1,3	65,5	2,9	62,6	29,8	71,6	65,3	6,3	
2° trim.	-40,2	-18,2	-22,0	61,5	23,7	37,8	3,6	60,4	56,1	4,3	
3° trim.	11,5	0,0	11,4	50,5	33,2	17,3	2,5	58,8	55,7	3,2	
4° trim.	9,3	8,5	0,8	-25,1	-24,8	-0,3	-10,3	44,5	42,2	2,3	
2004 1° trim.	15,7	0,5	15,2	24,3	-1,2	25,5	15,0	68,6	60,2	8,4	
2° trim.	41,2	15,7	25,5	54,9	56,6	-1,8	-0,4	51,0	47,5	3,5	
Variazioni percentuali											
2003 1° trim.	-0,5	-17,9	1,6	2,8	0,8	5,6	11,8	6,3	6,6	3,6	
2° trim.	-2,2	-16,0	-0,7	3,8	1,2	7,1	13,4	6,5	6,8	3,7	
3° trim.	-3,4	-25,6	-0,7	4,6	2,2	6,9	9,1	6,6	6,9	3,4	
4° trim.	-2,2	-16,4	-0,5	4,4	2,0	6,9	8,3	6,7	6,9	4,7	
2004 1° trim.	-0,2	-4,8	0,3	3,4	2,0	4,6	2,7	6,4	6,6	5,2	
2° trim.	4,0	15,0	3,0	2,9	3,6	2,2	1,7	6,1	6,2	4,9	

Fonte: BCE.

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

**3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari**

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale			Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>1)</sup>			
	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													
2003 1° trim.	15.607,8	8.142,7	7.168,9	884,2	68,5	815,7	3.609,7	1.194,5	2.415,3	3.648,8	286,8	3.362,0	256,4
2° trim.	16.176,7	8.243,1	7.236,3	877,2	69,7	807,5	3.651,8	1.213,2	2.438,6	3.714,1	291,4	3.422,6	253,8
3° trim.	16.245,3	8.327,6	7.293,7	885,8	70,8	815,0	3.657,7	1.184,8	2.472,9	3.784,2	286,0	3.498,2	275,6
4° trim.	16.567,1	8.468,4	7.397,1	956,4	80,6	875,8	3.660,8	1.164,7	2.496,0	3.851,2	287,4	3.563,8	266,5
2004 1° trim.	16.907,2	8.519,5	7.466,6	961,0	84,7	876,3	3.655,6	1.161,5	2.494,1	3.902,9	281,9	3.621,0	304,1
2° trim.	17.129,0	8.668,4	7.597,6	953,7	90,1	863,6	3.699,5	1.168,9	2.530,6	4.015,2	294,0	3.721,2	.
Transazioni													
2003 1° trim.	266,5	94,4	67,0	5,7	7,9	-2,2	45,5	18,7	26,8	43,3	-7,6	50,8	7,1
2° trim.	236,3	116,9	84,8	-4,6	3,2	-7,8	52,0	24,3	27,7	69,5	5,3	64,2	2,6
3° trim.	137,1	81,7	58,7	8,6	1,1	7,6	1,9	-25,9	27,8	71,2	-4,7	75,9	22,9
4° trim.	112,6	113,7	119,2	22,3	9,9	12,5	17,7	-15,9	33,6	73,7	4,6	69,1	-1,3
2004 1° trim.	195,2	47,8	76,1	6,0	4,0	2,0	-14,0	-6,3	-7,7	55,8	-4,0	59,7	32,6
2° trim.	270,7	154,2	134,6	-8,9	5,4	-14,3	67,4	13,4	53,9	95,7	8,8	86,9	.
Variazioni percentuali													
2003 1° trim.	4,4	4,8	4,1	-1,5	28,5	-3,4	4,6	-0,8	7,5	6,7	-0,3	7,4	-4,1
2° trim.	4,8	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,3	1,4	5,8	6,5	-1,5	7,3	3,6
3° trim.	5,2	5,5	4,4	2,8	33,0	0,8	4,5	1,0	6,2	7,1	-1,4	7,9	16,1
4° trim.	4,8	5,0	4,6	3,6	36,2	1,2	3,3	0,1	4,8	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 1° trim.	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,7	1,6	-2,0	3,4	7,4	0,4	8,0	22,1
2° trim.	4,4	4,8	5,4	3,2	29,2	1,0	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,5	.

	Titoli non azionari emessi da:							Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie	
	Totale		Amministrazioni pubbliche		Società non finanziarie						
	Totale		A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23		
Consistenze											
2003 1° trim.	4.848,0	4.284,2	529,9	3.754,3	563,8	29,0	167,2	396,6	2.116,2	219,4	281,4
2° trim.	4.990,4	4.402,6	563,6	3.838,9	587,8	166,4	421,4	2.452,0	205,7	285,6	
3° trim.	4.978,2	4.394,3	557,8	3.836,5	583,9	165,0	418,8	2.475,4	174,3	289,8	
4° trim.	4.898,0	4.307,9	539,1	3.768,8	590,1	164,1	426,0	2.728,6	181,7	290,4	
2004 1° trim.	5.067,5	4.473,0	576,2	3.896,8	594,5	180,4	414,1	2.836,7	189,0	294,4	
2° trim.	5.134,8	4.528,0	593,6	3.934,4	606,8	191,4	415,4	2.845,3	181,9	298,7	
Transazioni											
2003 1° trim.	158,6	129,6	49,9	79,7	29,0	22,3	6,7	-0,2	9,5	4,2	
2° trim.	101,3	85,5	33,9	51,6	15,7	-0,6	16,4	14,5	-0,6	4,2	
3° trim.	44,8	42,4	-5,8	48,2	2,4	-0,9	3,3	4,0	2,4	4,2	
4° trim.	-12,9	-20,8	-18,4	-2,4	7,8	-0,8	8,7	0,4	7,4	4,1	
2004 1° trim.	134,4	135,0	35,7	99,3	-0,7	16,2	-16,8	1,6	7,3	4,0	
2° trim.	114,8	100,2	17,2	83,0	14,6	10,8	3,7	4,7	-7,1	4,3	
Variazioni percentuali											
2003 1° trim.	6,3	6,0	16,7	4,7	8,1	15,3	5,3	0,4	14,7	5,4	
2° trim.	7,1	6,5	15,5	5,3	11,6	27,7	6,1	0,7	13,4	5,8	
3° trim.	6,6	6,2	14,5	5,1	9,8	20,0	6,1	0,9	13,2	5,8	
4° trim.	6,2	5,7	12,4	4,8	10,3	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0	
2004 1° trim.	5,5	5,7	8,6	5,2	4,5	8,2	2,9	1,0	7,5	5,9	
2° trim.	5,6	5,8	5,1	5,9	4,1	15,2	-0,3	0,4	4,8	5,8	

Fonte: BCE.

1) Comprensive 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												
2003 1° trim.	3.336,7	535,8	61,7	454,2	1,6	18,3	332,9	63,6	269,3	1.382,8	56,3	1.326,5
2° trim.	3.471,0	537,8	63,8	450,5	1,3	22,3	337,4	65,1	272,3	1.412,0	54,3	1.357,7
3° trim.	3.524,1	532,9	57,5	455,3	1,4	18,7	339,4	65,8	273,5	1.433,4	57,1	1.376,3
4° trim.	3.633,6	541,9	58,9	462,3	1,6	19,1	328,0	66,7	261,3	1.461,1	58,3	1.402,9
2004 1° trim.	3.783,4	556,6	64,7	468,3	1,7	22,0	338,2	69,4	268,8	1.530,7	56,2	1.474,5
2° trim.	3.809,4	565,4	59,9	481,9	2,3	21,2	335,3	71,0	264,3	1.537,1	52,8	1.484,3
Transazioni												
2003 1° trim.	67,4	12,4	4,3	7,8	-0,2	0,5	-8,7	-6,3	-2,4	54,0	7,1	46,9
2° trim.	43,0	2,3	2,3	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,0
3° trim.	34,1	-6,3	-6,4	3,8	0,1	-3,8	2,0	0,7	1,3	22,5	2,8	19,6
4° trim.	60,2	10,2	1,6	8,0	0,2	0,5	-11,4	0,9	-12,2	37,2	1,2	36,0
2004 1° trim.	93,0	14,4	5,7	5,8	0,0	2,8	10,0	2,7	7,3	42,2	-1,8	44,0
2° trim.	34,5	7,9	-4,9	13,7	0,0	-0,9	-2,8	1,6	-4,5	28,0	-3,4	31,4
Variazioni percentuali												
2003 1° trim.	5,9	7,4	37,1	4,8	-17,5	3,3	-1,4	-11,4	1,4	10,0	18,9	9,6
2° trim.	6,8	6,7	28,9	3,9	-9,5	17,4	-0,6	-11,9	2,6	12,0	41,9	11,1
3° trim.	6,6	5,0	11,8	3,6	-12,4	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,1	22,0	9,7
4° trim.	6,1	3,6	3,0	3,5	4,7	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	9,9	18,0	9,6
2004 1° trim.	6,9	3,9	5,0	3,0	24,7	18,7	1,5	9,0	-0,2	8,7	0,1	9,1
2° trim.	6,4	4,9	-6,4	6,9	30,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,1	9,6

	Principali attività finanziarie					Principali passività								
	Azioni <sup>1)</sup>				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
					13	14			15	16				17
Consistenze														
2003 1° trim.	973,4	409,5	563,9	60,1	111,7	3.586,1	61,0	42,7	10,9	101,5	3.412,8	2.899,0	513,7	
2° trim.	1.070,0	471,9	598,1	64,5	113,7	3.692,6	60,6	44,8	11,1	134,3	3.486,6	2.966,3	520,3	
3° trim.	1.103,4	489,4	614,0	60,8	115,1	3.757,5	62,7	44,3	11,7	133,5	3.549,7	3.024,6	525,1	
4° trim.	1.186,1	540,9	645,2	64,5	116,4	3.812,4	51,9	35,4	12,1	153,8	3.594,5	3.065,1	529,4	
2004 1° trim.	1.238,3	557,5	680,7	63,9	119,7	3.879,1	61,6	46,3	12,2	153,7	3.651,5	3.111,3	540,3	
2° trim.	1.251,1	555,1	696,0	65,0	120,5	3.930,2	69,6	53,7	12,7	154,2	3.693,6	3.150,3	543,3	
Transazioni														
2003 1° trim.	7,0	-4,0	11,0	2,1	2,6	83,7	15,2	11,3	0,0	-0,9	69,4	60,1	9,3	
2° trim.	15,3	4,0	11,4	4,7	2,0	62,2	-0,3	2,3	0,2	4,5	57,8	51,2	6,6	
3° trim.	14,5	4,9	9,6	-4,2	1,4	58,0	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,5	50,8	4,7	
4° trim.	22,7	7,0	15,8	4,3	1,4	32,8	-10,8	-8,9	0,5	3,9	39,2	35,5	3,8	
2004 1° trim.	23,2	2,0	21,2	-0,7	3,2	76,8	9,6	10,7	0,0	0,7	66,5	54,6	11,8	
2° trim.	0,6	-8,5	9,1	0,1	0,9	53,5	7,6	7,0	0,4	-0,9	46,4	42,3	4,1	
Variazioni percentuali														
2003 1° trim.	3,0	-0,3	6,3	19,6	6,2	5,9	7,6	8,5	0,6	-0,1	6,4	6,8	3,9	
2° trim.	3,5	-0,4	7,0	23,2	5,9	6,0	0,9	4,6	1,2	1,8	6,4	6,9	4,0	
3° trim.	4,9	0,1	8,6	18,5	4,8	6,4	6,7	9,5	7,9	3,2	6,6	7,1	3,6	
4° trim.	5,8	2,6	8,4	12,1	6,9	6,8	13,0	12,9	11,1	6,7	6,7	7,0	4,8	
2004 1° trim.	7,8	4,3	10,3	6,9	7,2	6,4	0,9	8,6	11,3	8,9	6,4	6,6	5,2	
2° trim.	5,7	1,1	9,3	-0,7	6,1	6,0	14,1	18,8	13,2	2,7	6,0	6,2	4,7	

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

### 3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

#### 1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie							
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte <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
1997	350,6	1.137,7	-797,1	10,1	0,0	1.938,7	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,2
1998	411,4	1.201,7	-823,6	33,2	0,2	2.412,6	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9
1999	448,8	1.290,5	-863,7	21,8	0,2	3.113,5	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,6
2000	485,6	1.389,8	-913,1	25,6	-16,7	2.911,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	24,5
2001	459,8	1.441,9	-973,6	-10,5	2,0	2.600,5	-0,5	577,2	449,0	733,0	605,8	248,8	-12,9
2002	390,6	1.428,4	-1.021,6	-17,3	1,1	2.309,0	0,9	653,7	279,4	636,5	467,0	220,8	50,7
2003	392,1	1.440,1	-1.053,7	5,3	0,5	2.409,6	1,7	665,0	417,6	588,5	454,1	240,5	42,1

	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
1997	455,7	1.241,8	-797,1	11,0	1.833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1.299,1	-823,6	11,1	2.337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1.352,0	-863,7	9,7	3.064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1.419,4	-913,1	8,8	2.882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1.449,4	-973,6	10,2	2.574,3	668,9	489,9	634,3	525,2	256,0
2002	466,8	1.478,5	-1.021,6	9,9	2.232,8	571,8	442,0	619,1	376,3	223,6
2003	420,6	1.469,3	-1.053,7	5,0	2.381,1	670,1	510,4	544,3	413,4	243,0

#### 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
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1.147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	641,9	101,6	44,6	169,2	235,4	91,3	590,5	766,2	99,7	355,5	299,6
2002	172,1	757,6	-580,8	517,6	32,5	-55,7	174,3	253,7	108,8	633,2	580,9	21,0	353,3	191,4
2003	157,7	745,6	-597,1	358,6	66,3	-57,9	110,8	191,4	75,2	644,7	441,1	55,0	176,8	196,2

#### 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
1997	165,1	376,0	-211,5	429,2	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3.818,3	16,1
1998	176,7	388,0	-216,2	446,4	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3.924,7	15,1
1999	188,2	417,6	-231,5	474,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4.086,0	14,2
2000	197,7	438,3	-241,6	434,9	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4.290,2	14,2
2001	184,5	446,3	-259,0	415,5	180,7	82,7	45,8	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4.576,1	14,2
2002	162,5	454,4	-279,4	481,3	221,0	83,1	-2,1	211,3	430,6	671,7	213,2	211,0	4.711,4	14,3
2003	166,0	462,0	-290,7	533,2	226,6	16,6	80,6	229,8	437,1	694,1	262,2	259,9	4.853,8	14,3

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

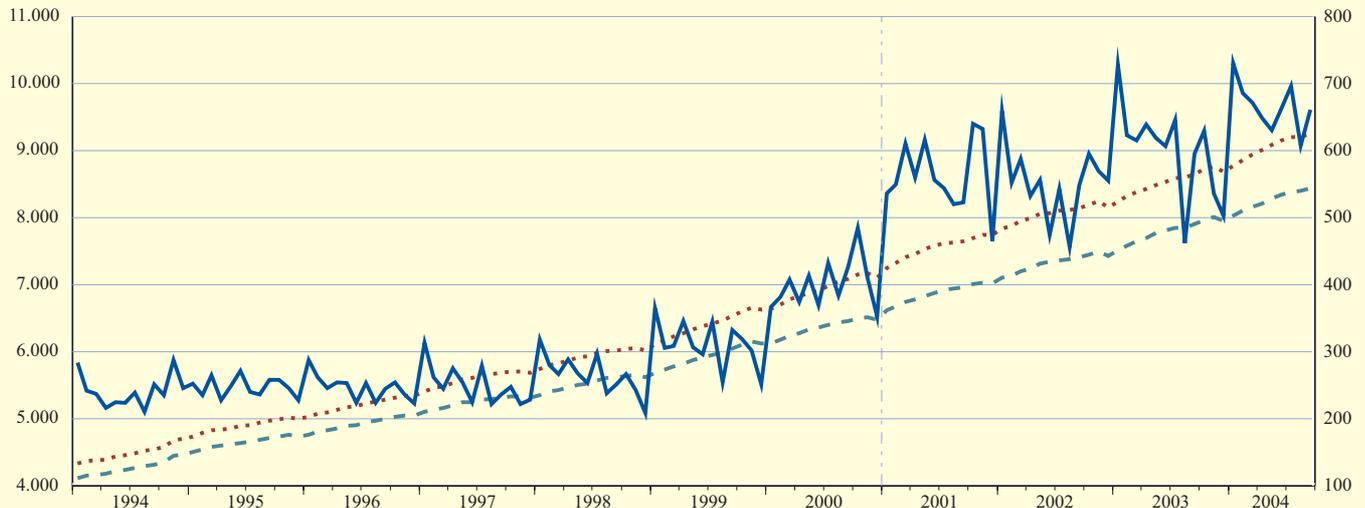
**4.1 Emissioni di titoli non azionari, distinte per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione**  
 (miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	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 set.	9.101,1	615,6	524,5	91,1	8.645,4	594,9	530,9	64,0	91,4	93,4	94,3	55,1
ott.	9.158,7	635,5	578,8	56,7	8.719,3	629,7	561,6	68,1	91,3	93,7	94,7	58,1
nov.	9.226,2	556,0	491,2	64,8	8.757,5	536,4	490,1	46,3	91,5	93,2	92,4	46,8
dic.	9.191,0	520,5	551,9	-31,5	8.683,1	502,5	555,6	-53,0	91,6	93,7	94,6	-54,4
2004 gen.	9.262,7	738,2	664,1	74,1	8.775,3	730,5	643,5	87,0	91,5	94,2	94,7	78,6
feb.	9.339,7	698,9	622,2	76,7	8.852,4	686,0	605,1	80,8	91,6	94,6	94,2	78,6
mar.	9.448,6	716,8	607,5	109,3	8.938,4	671,8	595,5	76,3	91,3	92,7	95,3	55,4
apr.	9.474,7	648,6	624,3	24,3	9.006,1	648,5	586,9	61,6	91,2	93,2	95,0	47,0
mag.	9.574,6	649,1	549,5	99,6	9.088,8	630,8	543,5	87,3	91,2	93,9	94,9	76,6
giu.	9.681,3	709,6	601,7	107,8	9.154,2	662,8	597,5	65,3	91,2	94,3	94,7	59,0
lug.	9.701,8	707,8	685,5	22,3	9.197,5	696,0	653,1	42,9	91,1	93,9	94,6	36,3
ago.	9.735,5	623,3	588,9	34,4	9.213,7	608,0	588,5	19,5	91,1	94,6	94,8	17,7
set.	9.847,8	723,8	611,6	112,2	9.248,2	660,6	616,7	43,9	91,3	94,8	94,4	43,9
	A lungo termine											
2003 set.	8.230,4	179,8	102,5	77,3	7.785,6	173,4	102,6	70,8	91,4	91,6	90,3	66,2
ott.	8.285,3	179,2	125,5	53,7	7.838,3	168,3	120,4	47,8	91,3	91,7	94,0	41,1
nov.	8.336,8	143,4	93,3	50,1	7.874,6	136,5	90,3	46,2	91,5	89,6	88,0	42,7
dic.	8.331,4	119,3	119,5	-0,2	7.851,1	112,1	113,6	-1,5	91,6	90,4	93,0	-4,3
2004 gen.	8.389,9	195,5	136,4	59,2	7.899,6	178,1	137,9	40,3	91,6	92,8	90,9	40,1
feb.	8.476,2	193,9	108,7	85,3	7.983,2	183,1	98,3	84,9	91,7	92,2	87,9	82,5
mar.	8.538,6	213,1	149,8	63,3	8.049,3	189,1	131,5	57,6	91,4	86,7	94,1	40,3
apr.	8.580,1	163,6	123,8	39,7	8.100,1	155,4	110,2	45,3	91,2	88,5	94,6	33,3
mag.	8.682,0	174,6	72,1	102,6	8.184,5	156,6	67,7	88,9	91,3	89,3	90,8	78,3
giu.	8.766,7	203,1	120,5	82,6	8.255,2	179,9	112,7	67,1	91,3	92,9	92,3	63,1
lug.	8.803,3	190,5	152,4	38,1	8.292,4	174,5	138,3	36,2	91,2	91,3	93,7	29,8
ago.	8.833,3	90,9	60,5	30,4	8.311,7	79,8	58,4	21,4	91,2	86,5	91,5	15,6
set.	8.928,6	192,9	98,9	94,0	8.362,8	159,0	101,6	57,4	91,3	91,2	88,8	54,8

**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 finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammi- nistrations pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammi- nistrations pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2003 set.	8.645,4	3.247,0	649,1	570,5	3.969,5	209,2	91,4	85,5	86,2	87,8	97,4	95,5
ott.	8.719,3	3.288,7	660,5	576,0	3.981,3	212,8	91,3	85,3	86,5	87,6	97,4	95,5
nov.	8.757,5	3.310,8	668,3	577,3	3.983,9	217,3	91,5	85,5	86,9	87,9	97,5	95,6
dic.	8.683,1	3.287,5	682,7	575,8	3.918,8	218,2	91,6	85,5	87,8	88,0	97,7	95,4
2004 gen.	8.775,3	3.319,6	683,8	575,2	3.974,7	221,9	91,5	85,4	87,6	87,7	97,6	95,5
feb.	8.852,4	3.347,2	692,5	578,5	4.006,2	228,1	91,6	85,6	88,0	87,6	97,6	95,6
mar.	8.938,4	3.403,0	687,0	576,0	4.041,4	230,9	91,3	85,2	87,7	87,4	97,4	95,5
apr.	9.006,1	3.443,0	693,3	578,2	4.059,6	232,1	91,2	84,9	87,8	87,3	97,4	95,4
mag.	9.088,8	3.469,4	693,0	586,5	4.106,3	233,7	91,2	84,8	88,0	87,3	97,5	95,6
giu.	9.154,2	3.477,0	714,2	589,5	4.135,1	238,3	91,2	84,7	88,5	87,1	97,4	95,5
lug.	9.197,5	3.508,0	724,5	596,9	4.131,0	237,1	91,1	84,6	88,6	86,8	97,5	95,5
ago.	9.213,7	3.515,5	726,0	592,4	4.141,3	238,5	91,1	84,6	88,8	86,9	97,5	95,5
set.	9.248,2	3.534,4	728,0	585,1	4.159,7	241,0	91,3	84,7	89,2	87,0	97,6	95,7
A lungo termine												
2003 set.	7.785,6	2.890,3	641,0	472,6	3.576,1	205,7	91,4	85,9	86,1	86,4	97,2	95,7
ott.	7.838,3	2.922,8	652,3	475,9	3.577,8	209,4	91,3	85,7	86,4	86,2	97,3	95,6
nov.	7.874,6	2.937,3	659,9	479,8	3.583,8	213,9	91,5	85,8	86,8	86,6	97,4	95,8
dic.	7.851,1	2.927,4	673,6	483,5	3.551,9	214,8	91,6	86,0	87,6	86,9	97,5	95,5
2004 gen.	7.899,6	2.941,8	675,2	478,7	3.586,0	217,9	91,6	85,9	87,5	86,3	97,5	95,6
feb.	7.983,2	2.977,3	684,3	481,6	3.616,5	223,6	91,7	86,0	87,8	86,3	97,5	95,7
mar.	8.049,3	3.028,9	679,1	475,5	3.638,8	227,0	91,4	85,7	87,6	85,8	97,3	95,7
apr.	8.100,1	3.059,4	685,0	471,1	3.657,1	227,6	91,2	85,4	87,7	85,5	97,3	95,6
mag.	8.184,5	3.091,4	684,9	478,3	3.700,9	229,0	91,3	85,2	87,9	85,6	97,4	95,7
giu.	8.255,2	3.098,9	706,0	483,4	3.733,6	233,4	91,3	85,2	88,4	85,4	97,3	95,8
lug.	8.292,4	3.122,9	716,2	491,8	3.729,6	231,9	91,2	85,0	88,5	85,1	97,4	95,8
ago.	8.311,7	3.133,0	717,0	488,5	3.739,9	233,2	91,2	84,9	88,7	85,1	97,4	95,8
set.	8.362,8	3.164,6	719,1	488,2	3.754,8	236,1	91,3	85,0	89,1	85,3	97,5	95,9

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

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



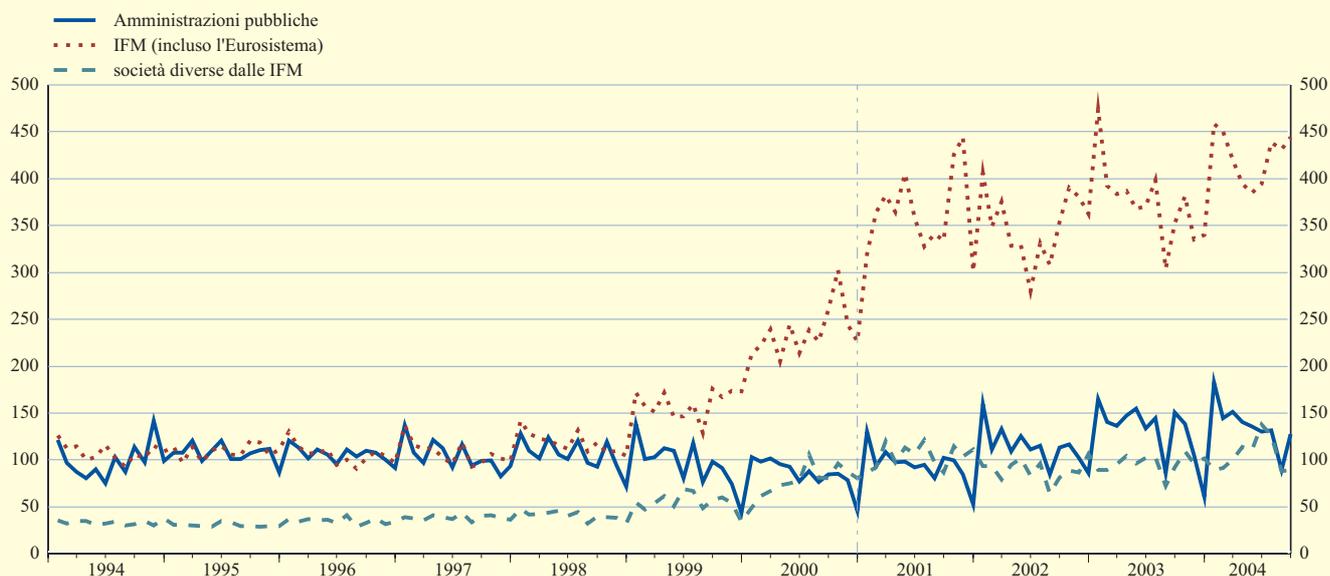
Fonte: BCE.

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

**2. Emissioni lorde**  
(transazioni nel mese)

	Totale						Di cui in euro (in percentuale)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammi- nistrazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini-stra- zioni centrali	Altre ammi- nistrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2003 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.	630,8	384,5	10,0	100,7	130,5	5,2	93,9	91,8	89,3	97,1	98,0	97,9
giu.	662,8	394,3	33,5	104,4	122,1	8,5	94,3	92,6	98,0	95,7	97,6	94,5
lug.	696,0	438,6	24,5	101,6	127,5	3,9	93,9	92,6	92,3	94,9	98,0	92,1
ago.	608,0	430,9	10,7	77,1	85,3	4,0	94,6	93,7	87,5	97,2	97,9	98,4
set.	660,6	443,9	14,1	75,0	120,3	7,4	94,8	93,4	90,9	98,1	98,4	97,5
	A lungo termine											
2003 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.	156,6	68,1	6,8	9,4	69,7	2,7	89,3	79,9	86,6	85,3	98,8	99,6
giu.	179,9	66,7	29,8	14,5	63,5	5,5	92,9	88,2	98,0	82,1	97,4	99,1
lug.	174,5	71,4	20,8	17,9	62,9	1,4	91,3	85,9	93,2	85,4	98,3	100,0
ago.	79,8	40,7	6,9	2,2	28,5	1,5	86,5	79,0	83,5	79,4	98,0	95,8
set.	159,0	82,2	11,8	4,3	55,8	4,8	91,2	85,2	90,6	91,5	99,5	99,6

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

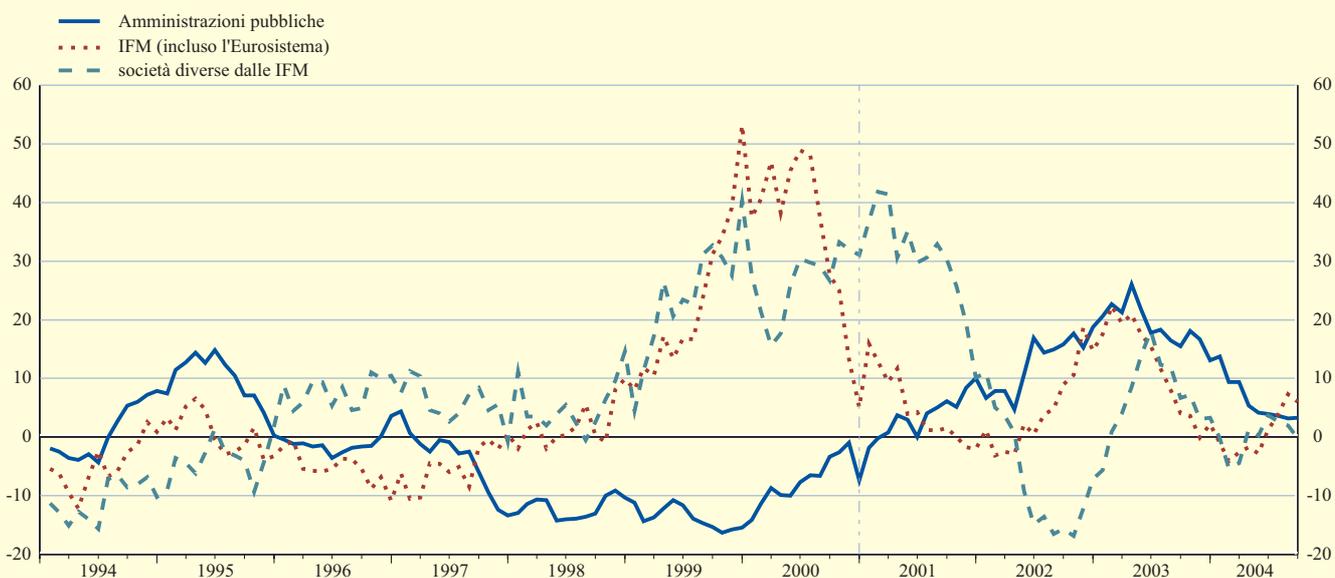


Fonte: BCE.

### 4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<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 set.	6,9	113,3	4,6	18,6	28,4	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	29,0	10,2	5,4	4,6	21,5	10,3	128,3	3,6	7,2	13,7
nov.	7,0	114,8	5,3	19,0	27,9	10,1	5,2	4,4	23,1	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	22,3	6,9	120,8	2,2	3,3	20,5
2004 gen.	7,1	115,3	5,9	15,5	23,2	7,4	5,7	4,9	21,9	5,2	127,6	-0,9	-0,2	16,6
feb.	7,0	116,3	6,2	14,2	21,8	6,4	5,7	4,9	21,1	1,4	127,0	-4,1	-5,3	-8,0
mar.	7,1	117,3	7,4	11,4	18,5	3,9	5,6	4,9	20,6	2,3	129,7	-2,6	-4,4	-15,0
apr.	7,1	118,1	7,9	10,0	16,5	3,1	5,6	5,0	18,7	1,7	132,1	-1,8	1,3	-5,9
mag.	7,1	119,3	8,3	9,2	15,4	2,7	5,5	4,9	17,6	0,7	131,9	-2,8	0,3	-5,8
giu.	7,3	120,1	8,4	9,9	16,0	3,2	5,8	5,2	17,4	2,8	131,6	1,3	3,7	-7,1
lug.	7,3	120,7	8,4	9,5	14,2	4,3	5,7	5,2	16,0	3,6	132,6	4,0	2,7	-6,9
ago.	7,5	121,0	8,9	9,1	14,3	3,4	6,0	5,4	16,8	4,8	132,3	7,3	2,0	0,6
set.	7,3	121,5	9,1	8,5	12,8	3,5	5,5	4,9	15,3	4,0	130,3	6,0	-0,2	8,8
	Euro													
2003 set.	6,6	112,8	3,3	22,0	35,1	10,2	5,5	4,8	21,9	11,5	128,7	8,5	5,9	16,7
ott.	7,0	113,6	4,2	23,1	36,3	11,0	5,3	4,6	20,9	12,5	131,5	7,7	6,8	14,1
nov.	6,8	114,2	4,2	22,3	34,3	10,9	5,1	4,3	22,4	9,3	132,2	3,1	2,3	9,4
dic.	7,1	113,5	5,0	19,7	27,8	11,4	5,5	4,7	21,3	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	21,2	5,9	130,3	-0,5	-0,9	16,3
feb.	7,0	115,7	5,4	16,4	26,3	6,4	5,8	5,1	20,4	2,0	129,6	-3,7	-5,7	-8,5
mar.	6,8	116,5	6,4	12,9	22,4	3,3	5,6	4,9	19,8	2,7	132,1	-2,2	-4,7	-16,0
apr.	6,7	117,2	6,6	11,3	20,0	2,4	5,6	5,0	18,2	1,4	134,3	-2,9	1,2	-8,2
mag.	6,6	118,3	6,8	10,6	19,0	2,1	5,5	4,9	17,5	0,6	134,0	-3,5	0,0	-6,6
giu.	6,9	119,1	6,9	11,1	19,7	2,1	5,8	5,3	17,1	2,3	133,4	-0,1	4,0	-7,2
lug.	6,9	119,6	6,9	10,9	18,1	3,1	5,9	5,3	15,9	2,7	134,4	1,7	2,4	-9,3
ago.	7,1	119,9	7,2	10,4	18,1	2,1	6,1	5,6	16,8	3,3	134,8	3,9	2,4	-2,0
set.	6,9	120,5	7,8	9,6	16,1	2,3	5,5	5,0	15,4	3,3	133,0	4,3	0,7	6,2

### Fl6 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)



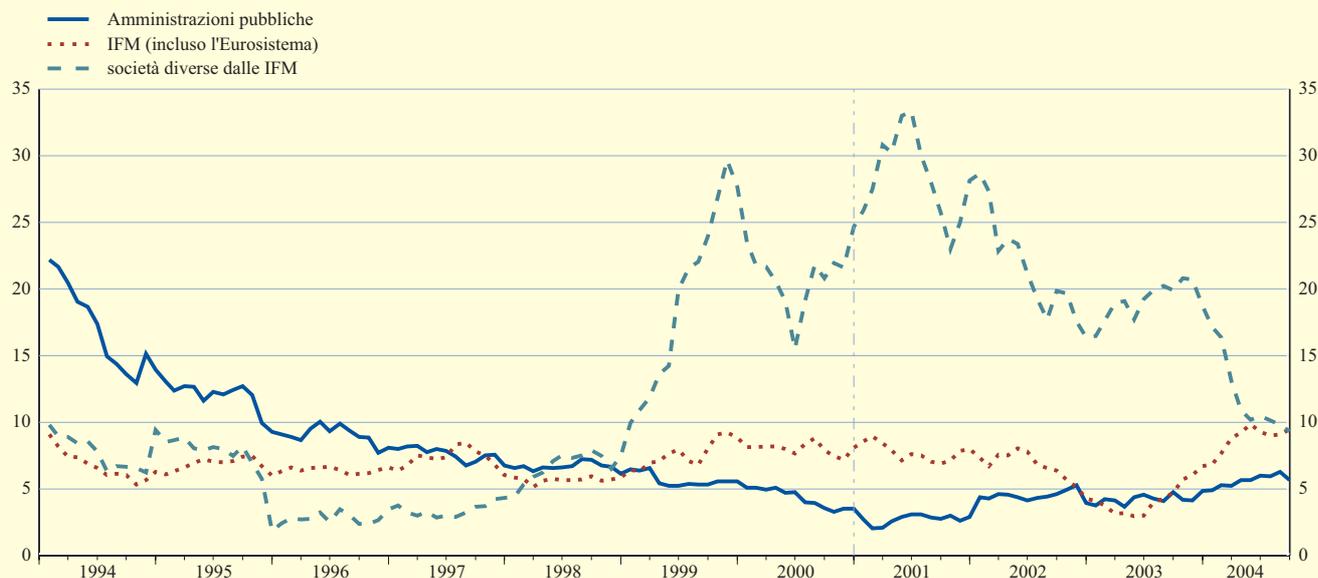
Fonte: BCE.

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													
5,9	15,5	15,5	14,5	6,7	112,1	4,7	19,9	28,6	9,8	4,7	3,8	23,5	2003 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	22,0	ott.
2,5	16,7	17,0	-3,7	7,0	113,5	6,0	20,7	28,2	11,8	4,1	3,2	23,6	nov.
1,8	13,1	13,3	-5,6	7,4	113,5	6,7	18,7	23,7	12,5	4,8	3,9	22,9	dic.
-1,4	13,8	13,6	31,3	7,3	114,0	6,9	17,1	23,3	9,4	4,9	4,0	21,7	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	21,1	feb.
-3,5	9,4	9,4	9,6	7,6	116,1	8,8	13,1	19,0	5,6	5,2	4,4	20,9	mar.
2,0	5,4	5,2	21,7	7,7	116,7	9,2	10,9	16,9	3,3	5,7	5,0	18,6	apr.
0,8	4,2	4,1	17,4	7,8	118,0	9,8	10,2	15,7	3,2	5,6	5,0	17,7	mag.
4,7	4,0	3,8	23,3	7,9	119,0	9,3	10,5	16,3	2,9	6,0	5,4	17,3	giu.
3,5	3,6	3,4	19,0	7,7	119,5	9,0	10,2	14,4	4,5	6,0	5,4	15,9	lug.
2,1	3,2	2,9	37,0	7,8	119,8	9,1	9,8	14,5	3,7	6,3	5,7	16,5	ago.
-1,0	3,3	2,9	40,2	7,6	120,7	9,5	9,3	12,9	4,5	5,7	5,1	14,9	set.
Euro													
5,0	15,4	15,4	14,5	6,1	111,2	2,7	24,0	35,4	11,4	4,5	3,7	22,0	2003 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	21,3	ott.
1,7	16,9	17,1	-7,0	6,6	112,5	4,3	24,7	34,7	13,2	4,0	3,1	23,0	nov.
1,5	13,3	13,5	-4,7	6,9	112,5	5,0	21,6	27,9	13,7	4,7	3,9	21,8	dic.
-2,3	13,9	13,7	40,2	7,0	113,1	5,6	19,6	27,4	10,0	4,9	4,1	20,9	2004 gen.
-5,5	9,3	9,2	23,3	7,5	114,4	6,5	19,1	26,9	9,4	5,4	4,6	20,4	feb.
-3,7	9,0	9,1	4,1	7,3	115,0	7,5	15,1	23,1	5,1	5,3	4,5	20,0	mar.
2,0	5,1	5,0	17,5	7,3	115,5	7,8	12,5	20,5	2,5	5,6	5,0	18,2	apr.
0,6	4,1	4,0	19,9	7,3	116,8	8,1	11,9	19,5	2,5	5,7	5,0	17,4	mag.
5,0	3,7	3,6	18,9	7,4	117,7	7,8	11,9	20,1	1,4	6,1	5,4	17,1	giu.
3,4	3,5	3,4	14,6	7,4	118,2	7,5	11,8	18,6	3,0	6,1	5,6	16,0	lug.
2,8	3,0	2,7	33,1	7,5	118,5	7,6	11,3	18,5	2,0	6,4	5,9	16,6	ago.
0,2	3,2	2,9	37,7	7,3	119,3	8,2	10,5	16,3	2,8	5,8	5,3	15,1	set.

**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)

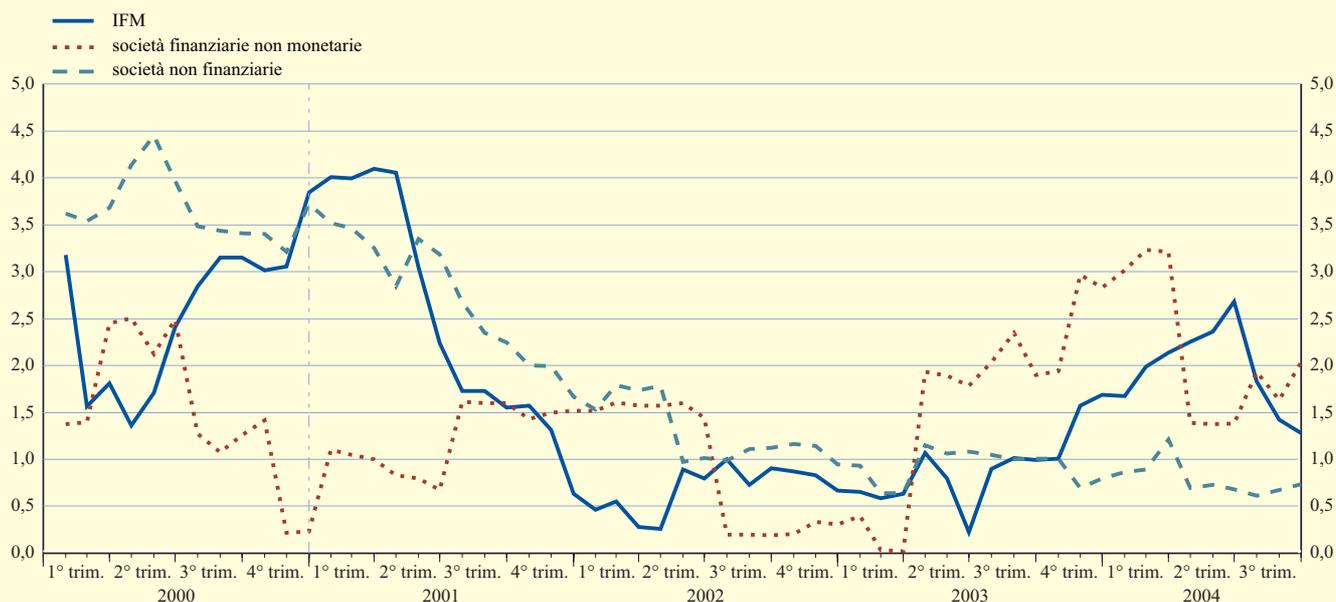
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	2.758,0	0,7
set.	3.761,7	102,7	0,9	579,6	1,3	362,3	2,0	2.819,8	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

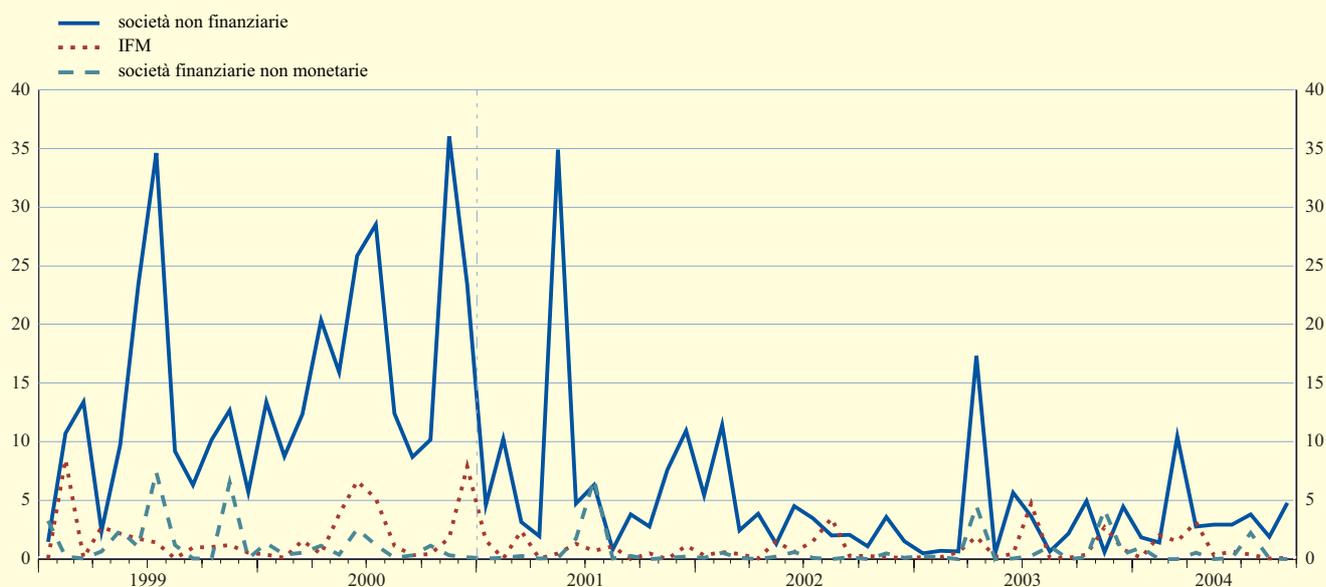
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
set.	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5

#### 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 ott.	0,69	1,88	2,16	2,51	2,05	2,73	0,88	1,99	2,23	3,89	1,99		
nov.	0,70	1,88	2,24	2,61	2,01	2,70	0,87	1,97	2,36	2,69	1,97		
dic.	0,69	1,89	2,40	2,41	2,02	2,68	0,86	2,00	2,44	3,34	1,99		
2004 gen.	0,69	1,90	2,38	2,74	2,03	2,65	0,93	1,99	2,08	3,10	1,95		
feb.	0,69	1,89	2,16	2,45	2,02	2,63	0,86	1,98	2,22	3,60	1,98		
mar.	0,70	1,91	2,13	2,31	2,00	2,59	0,86	1,96	2,16	3,35	1,98		
apr.	0,70	1,96	2,13	2,41	2,02	2,57	0,85	1,97	2,04	3,46	1,95		
mag.	0,70	1,86	2,15	2,43	2,00	2,55	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95		
giu.	0,70	1,87	2,21	2,42	2,00	2,55	0,87	1,98	2,27	3,76	1,98		
lug.	0,70	1,90	2,21	2,54	1,99	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,99		
ago.	0,71	1,91	2,18	2,67	2,00	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98		
set.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99		

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2003 ott.	9,71	7,21	6,91	8,10	7,98	3,61	4,01	4,87	4,78	4,36	4,04	5,09	5,20
nov.	9,64	7,58	6,78	7,96	7,89	3,59	4,09	4,93	4,84	4,39	4,15	5,24	5,17
dic.	9,69	7,64	6,54	7,66	7,69	3,62	4,18	5,01	4,89	4,41	3,86	4,98	5,08
2004 gen.	9,87	7,63	7,22	8,56	8,35	3,61	4,30	5,02	4,85	4,47	4,08	5,10	5,18
feb.	9,81	7,45	7,06	8,49	8,20	3,54	4,22	4,96	4,86	4,31	4,13	5,07	5,04
mar.	9,71	7,38	6,90	8,37	8,05	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
apr.	9,73	7,35	6,65	8,30	7,86	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
mag.	9,68	7,33	6,77	8,27	7,96	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
giu.	9,55	7,12	6,74	8,42	7,96	3,42	4,12	4,81	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
lug.	9,57	7,18	6,86	8,52	8,07	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
ago.	9,62	7,67	6,89	8,58	8,26	3,50	4,19	4,86	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
set.	9,61	7,45	6,96	8,45	8,18	3,49	4,07	4,76	4,66	4,23	3,90	4,98	5,00

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		1	2	3	4	5	6	7
2003 ott.		5,46	4,13	4,80	4,81	3,07	3,25	4,33
nov.		5,41	4,08	4,93	4,72	3,01	3,29	4,24
dic.		5,58	4,03	4,79	4,85	3,12	3,41	4,29
2004 gen.		5,67	4,01	4,88	4,87	3,02	3,39	4,29
feb.		5,63	4,00	4,93	4,78	3,00	3,19	4,30
mar.		5,56	3,95	4,81	4,73	2,95	3,27	4,37
apr.		5,51	3,88	4,75	4,69	3,00	3,28	4,21
mag.		5,46	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
giu.		5,46	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
lug.		5,36	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
ago.		5,37	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
set.		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,45

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)

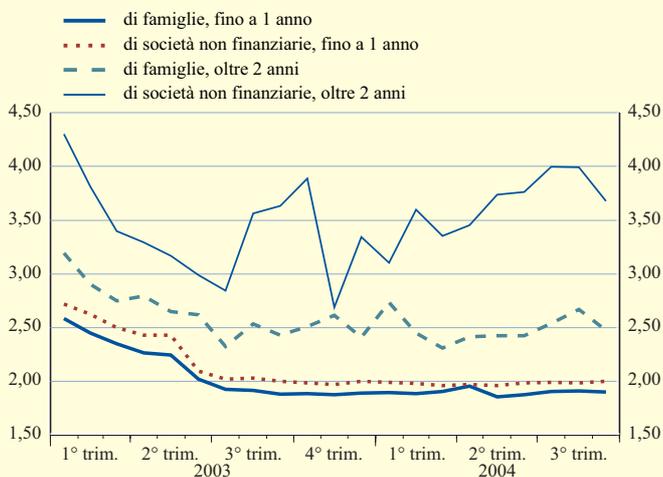
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 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	1,88	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
set.	0,72	1,89	3,22	2,00	2,52	0,90	2,13	3,97	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 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.	4,91	4,63	4,94	7,93	6,98	5,76	4,48	3,88	4,50
ago.	4,88	4,58	4,91	7,93	6,95	5,77	4,45	3,84	4,48
set.	4,82	4,58	4,90	8,06	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52

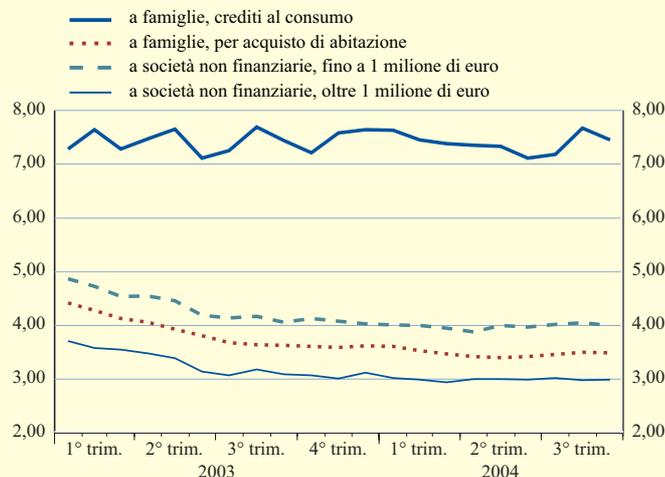
#### F20 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

## 4.6 Tassi d'interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <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 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
nov.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05

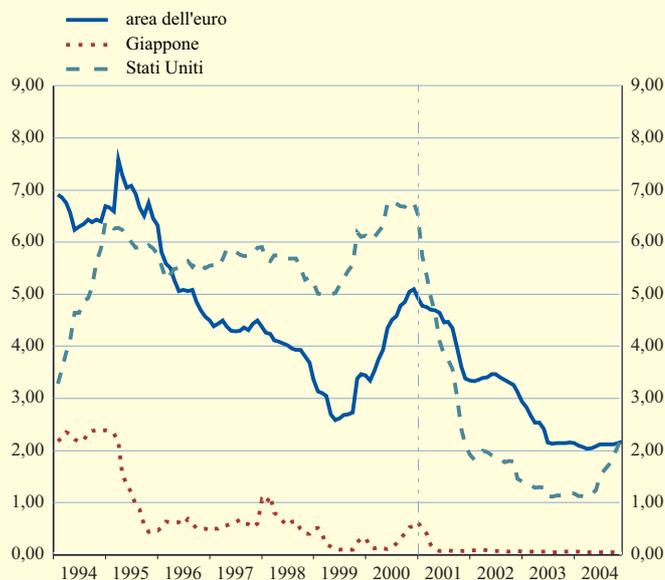
## F22 Tassi d'interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

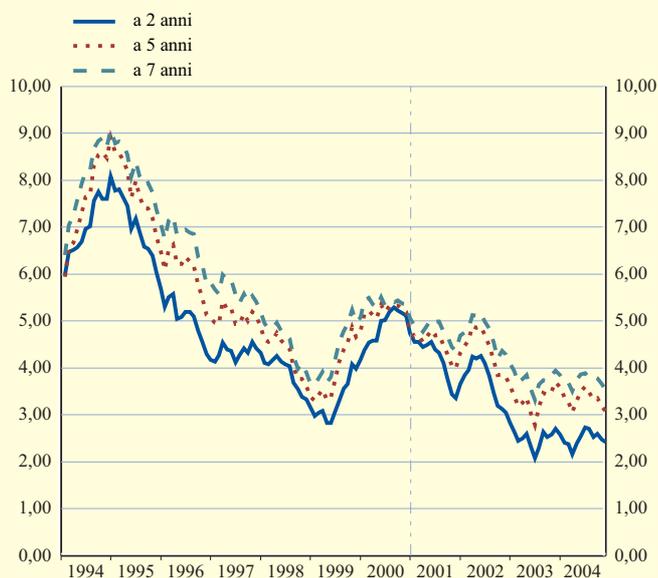
#### 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
nov.	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46

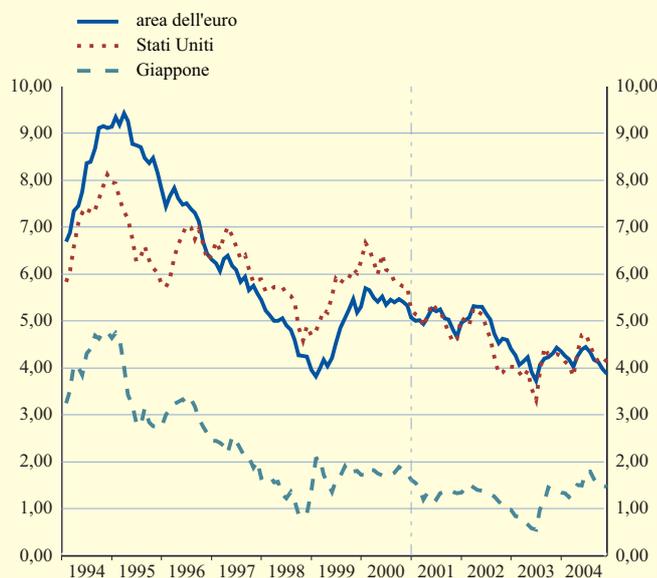
#### F24 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

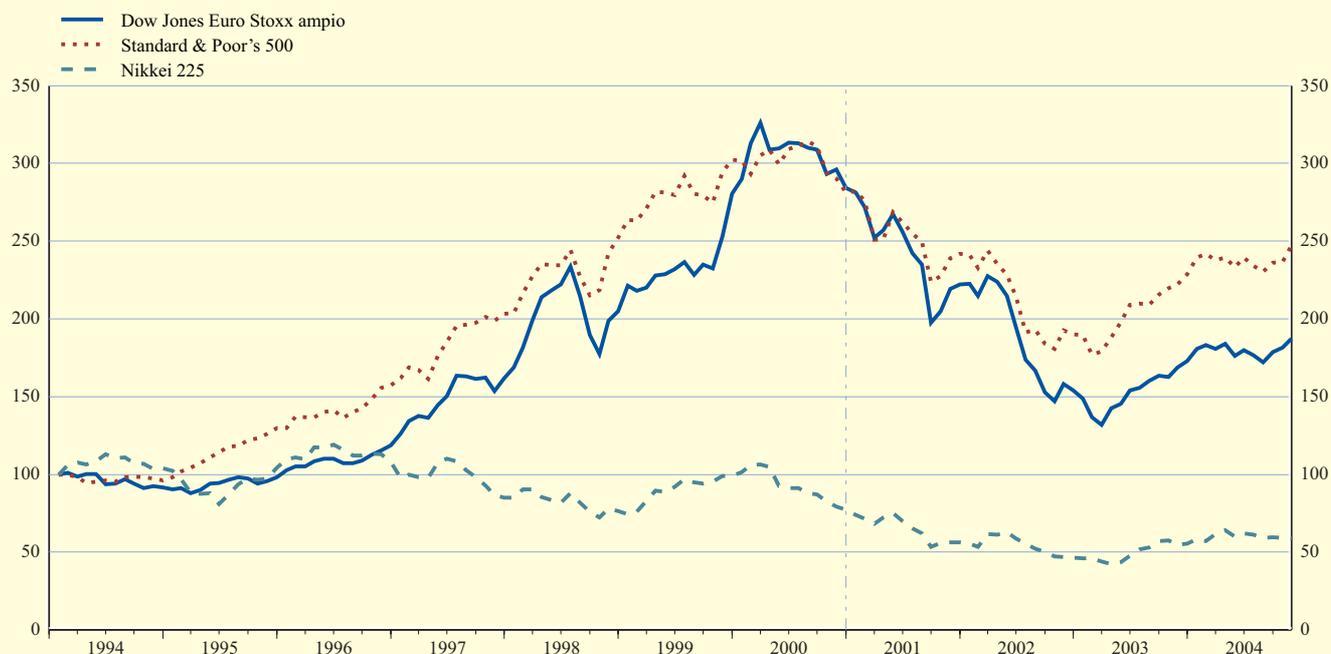
## 4.8 Indici del mercato azionario

(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 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
nov.	260,0	2.882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1.169,5	10.963,5

## 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	2,6	0,5	0,4	-0,3	0,1	1,9	0,7
2004 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	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1
ott.	116,5	2,4	2,2	2,6	0,3	0,0	-0,1	0,1	2,9	0,2
nov. <sup>3)</sup>	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.

	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	2,8	-2,6	2,5	5,3
2004 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	3,3	-1,5	2,0	0,8	6,4	2,5	1,9	2,7	-2,8	2,5	5,2
ott.	1,2	2,8	-1,2	2,7	0,8	9,8	2,6	2,1	2,8	-2,5	2,4	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 al netto dell'energia					
			Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
						Totale	Durevoli	Non durevoli						
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	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,6	3,7	2,4	2,5	28,8	20,9	29,3
3° trim.	106,4	3,1	2,4	4,7	0,9	1,3	0,8	1,4	5,8	.	3,5	26,9	11,9	33,3
2004 giu.	105,5	2,4	2,0	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	2,3	4,2	0,8	1,5	0,7	1,7	5,2	-	3,2	24,9	18,0	30,7
ago.	106,4	3,1	2,5	4,8	0,9	1,4	0,8	1,5	5,4	-	3,5	25,5	11,0	34,1
set.	106,6	3,3	2,5	5,0	0,9	1,1	0,8	1,1	7,0	-	3,8	30,5	6,9	35,0
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	35,1	3,7	39,4
nov.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	21,0	0,4	34,5

### 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 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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,0

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 12 e 13), Thomson Financial Datastream (colonna 14), elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 6 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 7 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

- 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	0,8	-0,3	1,7	0,3	3,7	1,6
2001	102,6	2,6	2,4	2,7	3,9	0,8	3,3	2,8
2002	104,8	2,2	-0,2	0,8	2,6	1,8	3,7	2,5
2003	106,9	2,0	4,1	1,1	3,8	1,7	1,9	2,5
2003 2° trim.	107,1	2,5	6,1	2,4	3,7	2,2	2,4	2,5
3° trim.	107,2	2,2	5,8	1,7	4,0	1,2	1,1	3,4
4° trim.	107,1	1,5	3,3	0,2	3,7	2,0	1,8	1,6
2004 1° trim.	107,1	0,9	-4,4	0,4	2,6	0,6	1,4	1,6
2° trim.	107,5	0,3	-5,2	-2,4	1,2	-0,5	1,1	2,1
Redditi per occupato								
2000	100,0	2,7	2,1	3,4	2,6	1,8	2,4	2,8
2001	102,8	2,8	1,9	2,6	3,0	2,7	2,4	3,0
2002	105,4	2,5	2,8	2,4	2,8	2,7	2,0	2,8
2003	107,9	2,4	2,4	3,2	3,4	1,9	1,7	2,4
2003 2° trim.	107,7	2,5	4,1	3,3	4,0	2,4	2,2	2,0
3° trim.	108,3	2,5	1,8	3,2	3,7	1,4	1,3	3,3
4° trim.	108,5	2,1	2,0	3,1	3,3	1,4	1,6	2,1
2004 1° trim.	109,2	2,0	-1,8	3,7	2,8	0,9	1,2	2,3
2° trim.	109,8	2,0	-0,7	2,9	1,6	0,5	1,2	3,2
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2000	100,0	1,3	1,2	3,7	0,9	1,4	-1,3	1,1
2001	100,2	0,2	-0,5	-0,1	-0,9	1,9	-0,8	0,2
2002	100,5	0,3	3,1	1,6	0,2	0,9	-1,6	0,3
2003	100,9	0,4	-1,6	2,0	-0,3	0,2	-0,2	-0,1
2003 2° trim.	100,5	0,0	-1,8	0,9	0,2	0,2	-0,2	-0,5
3° trim.	101,0	0,2	-3,8	1,5	-0,3	0,2	0,2	-0,1
4° trim.	101,3	0,6	-1,3	2,9	-0,4	-0,5	-0,2	0,4
2004 1° trim.	102,0	1,2	2,7	3,3	0,2	0,3	-0,2	0,7
2° trim.	102,2	1,7	4,8	5,4	0,4	1,0	0,1	1,0

**5. Deflatori del PIL**

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

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	6.580,8	6.521,5	3.767,7	1.309,1	1.418,6	26,1	59,3	2.440,5	2.381,1
2001	6.847,3	6.730,0	3.926,7	1.372,7	1.441,3	-10,7	117,3	2.555,3	2.438,1
2002	7.082,5	6.896,0	4.040,4	1.444,9	1.428,1	-17,5	186,5	2.594,7	2.408,1
2003	7.265,4	7.105,0	4.160,0	1.500,5	1.439,5	5,0	160,4	2.584,9	2.424,5
2003 3° trim.	1.824,1	1.775,1	1.043,4	379,3	359,5	-7,0	49,0	650,9	601,9
4° trim.	1.838,4	1.796,2	1.048,4	378,7	364,8	4,3	42,2	653,9	611,7
2004 1° trim.	1.858,8	1.812,4	1.060,0	381,3	367,1	4,0	46,4	664,4	618,0
2° trim.	1.879,6	1.832,0	1.067,2	386,4	371,9	6,5	47,6	691,4	643,8
3° trim.	1.895,5	1.860,8	1.076,2	392,0	376,4	16,3	34,7	702,8	668,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2003	100,0	97,8	57,3	20,7	19,8	0,1	2,2	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2003 3° trim.	0,5	0,0	0,3	0,6	0,3	-	-	2,6	1,3
4° trim.	0,4	1,0	0,0	0,5	1,0	-	-	0,3	2,0
2004 1° trim.	0,7	0,2	0,6	0,1	-0,3	-	-	1,5	0,5
2° trim.	0,5	0,3	0,2	0,4	0,3	-	-	3,1	2,8
3° trim.	0,3	1,1	0,2	0,8	0,6	-	-	1,2	3,2
<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	0,9	1,9	2,4	-0,4	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,7	-	-	1,9	0,5
2003	0,5	1,2	1,0	1,6	-0,5	-	-	0,2	1,9
2003 3° trim.	0,4	0,8	0,8	1,6	-0,2	-	-	0,2	1,3
4° trim.	0,8	1,5	0,5	1,5	0,3	-	-	0,3	2,1
2004 1° trim.	1,4	1,2	1,0	1,7	0,8	-	-	3,6	3,1
2° trim.	2,1	1,6	1,1	1,7	1,3	-	-	7,6	6,7
3° trim.	1,8	2,7	1,0	1,9	1,6	-	-	6,1	8,7
<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	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,4	-0,6	-	-
2003 3° trim.	0,4	0,8	0,5	0,3	0,0	0,0	-0,4	-	-
4° trim.	0,8	1,4	0,3	0,3	0,1	0,8	-0,7	-	-
2004 1° trim.	1,4	1,1	0,5	0,3	0,2	0,1	0,3	-	-
2° trim.	2,1	1,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,5	-	-
3° trim.	1,8	2,6	0,6	0,4	0,3	1,3	-0,8	-	-

Fonte: Eurostat.

1) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

2) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella tavola 1 della sezione 7.3.

**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	6.082,1	145,4	1.366,6	337,0	1.278,2	1.648,0	1.306,8	203,1	701,9
2001	6.344,6	150,8	1.405,0	351,5	1.348,3	1.722,6	1.366,4	211,9	714,6
2002	6.565,2	148,6	1.429,7	363,8	1.389,2	1.799,0	1.434,9	222,5	739,8
2003	6.732,4	151,7	1.434,9	374,6	1.419,0	1.871,1	1.481,1	229,9	762,9
2003 3° trim.	1.692,7	38,2	358,8	94,0	356,9	470,7	374,0	57,8	189,2
4° trim.	1.701,7	38,7	361,8	95,3	358,0	474,6	373,2	57,5	194,2
2004 1° trim.	1.720,9	38,5	366,0	96,7	361,6	480,3	377,8	57,8	195,7
2° trim.	1.743,3	38,2	372,7	98,7	365,3	486,3	382,1	58,6	194,8
3° trim.	1.756,9	37,7	376,6	98,6	367,1	491,0	385,9	58,4	197,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>									
2003	100,0	2,3	21,3	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 3° trim.	0,6	-0,9	0,9	-0,2	0,7	0,6	0,4	0,4	0,2
4° trim.	0,3	1,4	0,6	0,0	-0,1	0,2	0,5	-0,6	0,8
2004 1° trim.	0,7	3,0	1,0	0,3	0,8	0,5	0,3	-0,4	0,1
2° trim.	0,7	0,0	1,1	0,4	0,7	0,8	0,4	0,8	-1,7
3° trim.	0,2	0,9	0,2	-0,7	0,3	0,1	0,3	0,2	1,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2000	3,8	-0,3	4,3	2,7	4,5	4,5	2,7	7,2	1,7
2001	1,9	-1,1	0,3	-0,4	3,4	3,0	1,6	4,7	0,3
2002	0,9	0,8	0,1	-0,6	1,2	0,8	2,2	0,3	-0,2
2003	0,5	-3,9	0,0	-0,6	0,7	1,1	1,0	1,3	0,7
2003 3° trim.	0,5	-5,7	-0,6	-0,4	1,0	1,3	0,9	1,5	0,3
4° trim.	0,7	-2,6	0,8	-0,4	0,5	1,1	1,1	0,0	0,8
2004 1° trim.	1,3	1,5	1,2	0,3	1,5	1,4	1,2	-0,1	1,9
2° trim.	2,3	3,5	3,6	0,5	2,2	2,0	1,5	0,2	-0,7
3° trim.	1,9	5,4	2,9	0,0	1,7	1,5	1,4	0,0	0,7
<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	0,3	0,2	0,4	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	-	-
2003 3° trim.	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,3	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	0,4	0,3	-	-
2° trim.	2,3	0,1	0,8	0,0	0,5	0,5	0,3	-	-
3° trim.	1,9	0,1	0,6	0,0	0,4	0,4	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	
	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
2000	4,9	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	0,2	-0,7	1,8	0,4	-2,0	0,8	1,4	0,8	0,3
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,2	0,7	-0,8
2003	0,3	100,3	0,3	0,0	0,2	0,0	-0,5	-4,3	0,2	3,0	-0,1	0,0
2003 4° trim.	1,4	101,2	1,4	1,4	1,4	1,9	0,0	-1,4	0,2	2,8	0,5	1,4
2004 1° trim.	1,4	101,3	1,0	1,0	0,8	0,7	0,5	1,1	0,4	2,1	1,4	0,9
2° trim.	3,1	102,4	3,0	3,1	2,7	4,8	1,5	3,1	1,2	2,7	-0,9	3,3
3° trim.	.	102,6	2,5	2,6	3,1	4,6	0,4	-0,9	0,6	1,9	.	2,8
2004 apr.	1,8	102,0	1,8	1,8	1,9	2,5	0,9	2,6	0,6	2,2	-1,8	1,9
mag.	3,6	102,6	3,8	3,9	3,2	5,6	2,4	5,2	1,9	3,7	-1,1	4,1
giu.	4,0	102,5	3,4	3,5	3,0	6,2	1,2	1,6	1,2	2,3	0,2	3,8
lug.	.	102,7	2,4	2,5	3,5	3,7	0,0	0,5	-0,1	0,9	.	2,6
ago.	.	102,2	1,7	1,9	2,1	4,4	0,5	-1,1	0,7	1,0	.	2,2
set.	.	103,0	3,3	3,1	3,5	5,7	0,6	-2,0	1,1	3,9	.	3,3
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2004 apr.	0,2	-	0,4	0,5	1,3	0,9	0,1	0,5	0,1	-1,7	-0,4	0,5
mag.	0,5	-	0,5	0,6	0,0	1,1	0,1	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,6
giu.	0,2	-	-0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,4	-1,5	-0,2	0,2	1,2	-0,1
lug.	.	-	0,3	0,4	1,0	0,2	0,2	1,0	0,1	-0,7	.	0,3
ago.	.	-	-0,6	-0,7	-0,7	-0,3	-0,4	-2,7	0,0	0,9	.	-0,6
set.	.	-	0,8	0,7	0,5	1,1	0,1	0,2	0,0	0,0	.	0,6

### 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	
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	.	.
2000	100,2	12,2	100,0	10,8	4,1	100,0	2,1	1,9	2,0	1,0	4,1	977	-1,8
2001	98,5	-1,5	102,1	1,9	4,0	101,7	1,7	1,7	1,5	0,7	-0,2	968	-0,8
2002	98,0	-0,6	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,0	0,9	-0,6	-2,0	-2,0	925	-4,4
2003	98,5	0,6	101,0	-0,3	1,8	102,0	0,3	1,1	-0,3	-2,7	0,1	912	-1,5
2003 4° trim.	101,5	4,2	101,8	0,5	1,5	101,9	-0,1	0,2	-0,3	-3,5	0,3	922	-2,5
2004 1° trim.	101,5	4,9	103,9	2,5	1,1	102,4	0,5	0,4	0,4	-1,9	2,1	912	0,9
2° trim.	107,7	11,8	106,0	6,3	1,1	102,3	0,0	-0,4	0,3	-0,4	2,3	926	3,0
3° trim.	105,8	7,8	106,3	5,5	1,1	102,1	0,2	-0,3	0,5	0,8	1,9	901	-3,5
2004 mag.	112,1	16,4	102,7	3,4	0,4	101,0	-1,6	-1,8	-1,5	-3,4	1,1	923	4,1
giu.	106,1	12,7	108,5	11,2	1,6	102,9	1,2	0,8	1,6	1,3	3,6	926	0,7
lug.	105,5	5,3	106,0	2,3	1,3	102,6	0,6	0,5	0,8	1,1	2,3	909	-1,8
ago.	104,9	10,8	105,0	9,2	1,7	101,8	0,0	-1,6	1,0	1,8	1,8	871	-9,4
set.	106,9	8,1	108,0	6,0	0,9	102,0	0,0	0,2	-0,1	-0,4	1,7	925	-0,6
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	954	3,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2004 mag.	-	6,7	-	-3,8	-0,8	-	-1,9	-1,5	-1,7	-4,0	-1,0	-	-0,5
giu.	-	-5,4	-	5,6	1,2	-	1,9	1,5	2,0	4,1	1,5	-	0,3
lug.	-	-0,5	-	-2,3	-0,3	-	-0,3	0,3	-0,6	-0,1	-0,6	-	-1,9
ago.	-	-0,6	-	-0,9	0,0	-	-0,8	-1,1	-0,7	-1,9	-0,6	-	-4,1
set.	-	1,8	-	2,9	-0,1	-	0,1	0,7	0,0	-1,1	0,6	-	6,2
ott.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	3,1

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 9 e 10 nella tavola 4 della sezione 5.2 (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 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	-3	-11	7	10	81,7	-14	-4	-13	29	-8
nov.	100,8	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5

	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 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	-7	-13	14	7	12	7	12	17
nov.	-13	-19	-7	-9	-15	12	-1	10	5	8	18

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	131,428	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	133,980	0,5	0,7	-0,2	-2,1	-1,4	-0,6	0,3	2,4	1,8
2003	134,144	0,1	0,1	0,2	-2,2	-2,0	-0,1	0,5	1,2	1,0
2003 2° trim.	134,057	0,1	0,1	0,1	-2,7	-2,0	0,2	0,4	1,0	1,3
3° trim.	134,088	0,2	0,1	0,3	-1,9	-2,0	-0,1	0,9	1,1	0,9
4° trim.	134,184	0,2	0,1	0,6	-1,2	-2,0	-0,2	1,1	1,2	0,6
2004 1° trim.	134,259	0,2	0,1	0,4	-1,2	-2,1	0,1	1,1	1,3	0,5
2° trim.	134,538	0,3	0,2	0,9	-1,0	-1,6	0,3	1,1	1,7	0,4
	<i>variazioni sul trimestre precedente (dest.)</i>									
2003 2° trim.	0,122	0,1	0,1	0,2	-0,3	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,3
3° trim.	0,031	0,0	-0,1	0,5	0,0	-0,5	-0,4	0,4	0,4	-0,1
4° trim.	0,096	0,1	0,0	0,3	0,0	-0,6	-0,1	0,2	0,6	0,2
2004 1° trim.	0,075	0,1	0,1	-0,2	-0,8	-0,4	0,2	0,2	0,4	0,1
2° trim.	0,279	0,2	0,1	0,6	-0,3	-0,2	0,4	0,3	0,5	0,3

### 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	12,534	8,9	9,797	7,8	2,737	17,2	6,292	7,9	6,243	10,2
2003 3° trim.	12,578	8,9	9,840	7,8	2,738	17,3	6,314	7,9	6,264	10,2
4° trim.	12,599	8,9	9,878	7,8	2,721	17,3	6,324	7,9	6,275	10,2
2004 1° trim.	12,610	8,9	9,876	7,8	2,734	17,4	6,322	7,9	6,288	10,2
2° trim.	12,676	8,9	9,932	7,9	2,744	17,4	6,358	7,9	6,318	10,2
3° trim.	12,708	8,9	9,961	7,9	2,748	17,4	6,376	7,9	6,332	10,2
2004 mag.	12,670	8,9	9,930	7,9	2,739	17,4	6,356	7,9	6,314	10,2
giu.	12,687	8,9	9,945	7,9	2,742	17,4	6,363	7,9	6,324	10,2
lug.	12,691	8,9	9,954	7,9	2,737	17,4	6,364	7,9	6,327	10,2
ago.	12,717	8,9	9,965	7,9	2,752	17,5	6,379	7,9	6,338	10,2
set.	12,717	8,9	9,963	7,9	2,755	17,5	6,385	7,9	6,332	10,2
ott.	12,681	8,9	9,933	7,9	2,748	17,4	6,371	7,9	6,310	10,2

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat nella tavola 1 della sezione 5.3, ed Eurostat nella tavola 2 della sezione 5.3.

- 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	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
												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
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	20,7	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.

- 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.
- Comprende le imposte e i contributi sociali.
- Spese totali meno spese per interessi.
- Corrisponde alle spese per consumi finali (P.3) delle Amministrazioni pubbliche nel SEC 95.
- 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>				
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
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	70,4	2,7	13,2	6,1	48,4	44,2	23,4	9,1	11,7	26,2
2001	69,4	2,7	12,5	6,3	48,0	42,2	22,1	8,3	11,7	27,3
2002	69,4	2,7	11,8	6,6	48,3	39,0	20,5	6,9	11,6	30,4
2003	70,7	2,1	11,8	8,2	48,5	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	2,2
1996	76,1	63,8	6,0	5,7	0,5	12,2	63,9	5,3	20,5	25,8	29,7	74,1	2,0
1997	75,5	63,2	6,2	5,5	0,6	11,1	64,3	4,6	19,8	25,9	29,8	73,5	2,0
1998	73,8	62,0	6,2	5,3	0,4	9,4	64,4	4,8	17,1	26,9	29,8	72,0	1,8
1999	72,8	61,2	6,1	5,2	0,3	9,2	63,6	3,2	15,5	27,7	29,7	70,9	2,0
2000	70,4	59,1	6,0	5,0	0,3	8,2	62,2	2,9	15,3	28,3	26,8	68,6	1,8
2001	69,4	58,1	6,2	4,9	0,3	8,7	60,7	1,6	15,9	26,4	27,1	67,9	1,6
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	15,6	26,4	28,8	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 non sono consolidate.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle Amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.
- 5) Prima del 1999 comprende il debito in ECU, in valuta nazionale e nelle valute degli altri Stati membri che hanno adottato l'euro.

### 6.3 Variazione del debito <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	1,0	1,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,8	-2,0	-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	2,2	2,4	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,3	0,6	1,9	-1,8	-0,9	-1,1	4,0
2003	3,1	2,9	0,3	-0,1	0,0	-0,5	0,3	1,8	1,4	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	1,0	0,1	1,1	0,6	0,7	0,1	0,2	-0,5	-0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,4
2001	1,8	-1,7	0,1	-0,5	-0,6	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,4
2002	2,2	-2,4	-0,2	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,5	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,2	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	-0,1	0,4

Fonte: BCE.

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

## 6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <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	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
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	44,4	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
4° trim.	51,3	50,8	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 1° trim.	43,0	42,5	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	42,2	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	41,9
3° trim.	44,4	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.	43,8	43,3	11,1	12,9	15,9	1,9	0,6	0,5	0,3	40,2
4° trim.	51,0	50,0	13,5	14,8	16,7	3,2	0,7	1,1	0,3	45,3
2004 1° trim.	42,2	41,8	9,8	13,1	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	38,9
2° trim.	45,7	45,1	12,5	13,1	15,7	2,1	0,9	0,6	0,4	41,7

### 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	4,7
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	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	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	42,5	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	43,6	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	3,8	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.	47,6	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.	47,9	44,3	10,4	4,8	3,4	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	27,4	23,8	1,5	4,8	3,2	1,5	-1,5	1,8
2004 1° trim.	46,6	43,3	10,4	4,2	3,4	25,2	22,0	1,0	3,3	2,1	1,3	-4,4	-1,0
2° trim.	47,3	44,0	10,6	4,6	3,3	25,5	22,2	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

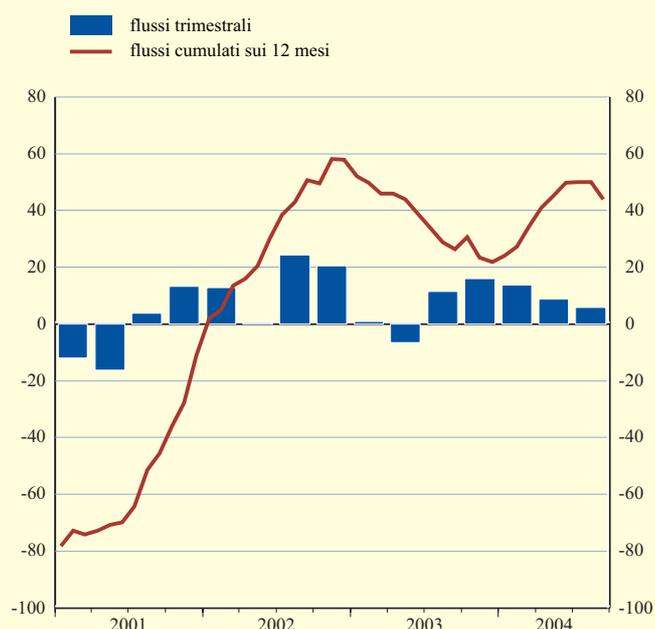
(miliardi di euro; transazioni nette)

### 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	-11,0	73,4	-0,3	-32,6	-51,5	6,5	-4,6	-45,5	-118,1	66,1	-0,8	-10,5	17,8	50,1
2002	57,8	128,9	16,0	-38,5	-48,6	10,2	68,0	-62,1	2,1	107,3	-10,9	-158,3	-2,3	-5,9
2003	21,8	105,3	17,9	-44,8	-56,5	13,2	35,0	-17,9	-3,4	41,7	-12,4	-73,7	29,9	-17,1
2003 3° trim.	11,5	36,9	4,4	-10,0	-19,8	2,7	14,2	-12,6	-22,1	-60,3	-4,5	72,3	2,0	-1,6
4° trim.	15,9	29,9	5,0	-6,3	-12,7	7,5	23,4	-7,5	-8,7	9,3	-3,8	-18,0	13,6	-15,9
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
3° trim.	5,8	24,8	4,8	-6,0	-17,8	3,8	9,6	2,8	6,1	15,1	-2,7	-19,6	3,8	-12,4
2003 set.	5,7	10,9	1,8	0,2	-7,2	0,2	5,9	-5,0	-10,3	12,8	0,4	-7,9	-0,1	-0,9
ott.	7,0	13,1	1,8	-4,4	-3,5	1,2	8,2	3,4	-4,3	34,9	1,8	-29,8	0,8	-11,5
nov.	2,8	8,3	0,8	0,0	-6,4	1,2	4,0	11,7	4,6	1,8	0,6	-0,8	5,5	-15,7
dic.	6,1	8,4	2,4	-1,9	-2,8	5,1	11,2	-22,6	-8,9	-27,4	-6,2	12,6	7,3	11,4
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.	3,3	6,0	1,4	1,1	-5,2	1,6	4,9	6,3	9,3	6,3	-5,0	-8,3	3,9	-11,2
set.	-0,3	4,9	1,7	-0,6	-6,3	1,1	0,7	8,5	5,3	39,6	3,2	-38,8	-0,7	-9,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2004 set.	44,0	116,0	18,7	-36,7	-54,0	18,9	62,9	-28,6	-45,4	42,3	-0,5	-48,9	23,9	-34,4

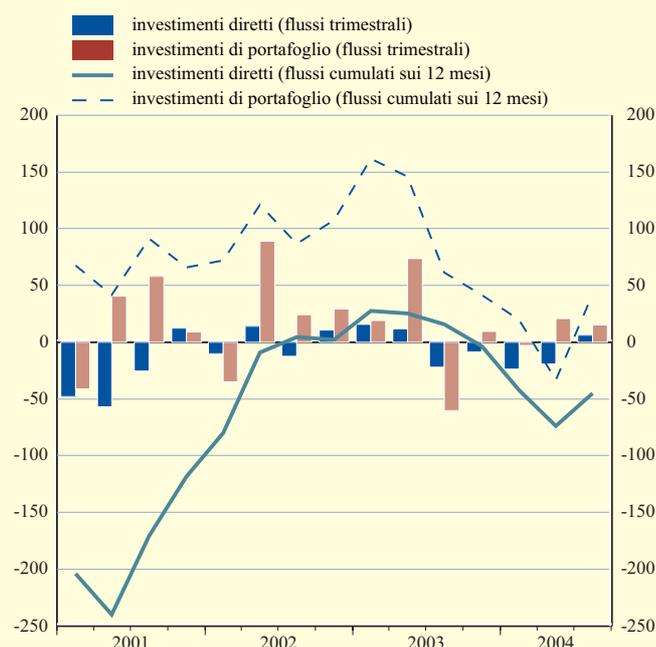
### F27 Saldi di conto corrente

(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 3° trim.	418,8	413,5	5,3	260,2	229,1	81,3	78,2	58,0	68,6	19,3	37,5
4° trim.	422,4	412,0	10,3	262,4	236,1	83,2	78,1	55,8	66,2	20,9	31,6
2004 1° trim.	435,4	418,9	16,5	271,8	234,5	84,0	79,6	59,4	68,7	20,2	36,0
2° trim.	451,2	435,2	15,9	283,9	251,4	86,8	80,7	59,9	70,6	20,5	32,5
3° trim.	445,8	448,1	-2,3	283,7	266,1	84,2	80,7	58,4	65,7	19,5	35,6
2003 set.	139,7	136,6	3,1	87,6	77,1	27,1	25,9	18,7	21,2	6,2	12,4
ott.	139,9	133,8	6,1	87,7	77,6	27,8	26,1	18,1	22,1	6,3	7,9
nov.	141,0	139,3	1,6	87,2	78,9	28,0	27,0	18,9	21,2	6,8	12,2
dic.	141,5	138,9	2,6	87,4	79,6	27,5	25,0	18,8	22,8	7,9	11,4
2004 gen.	142,5	137,6	4,9	89,4	76,5	27,2	25,8	19,1	23,2	6,9	12,1
feb.	146,7	141,8	4,9	91,4	80,3	29,3	27,5	19,8	22,1	6,3	11,9
mar.	146,1	139,5	6,6	91,1	77,7	27,6	26,3	20,5	23,5	6,9	12,1
apr.	149,7	141,9	7,7	93,6	81,9	28,3	26,6	21,1	24,2	6,6	9,2
mag.	150,8	145,6	5,2	95,6	84,0	29,6	26,9	18,8	23,0	6,8	11,7
giu.	150,7	147,7	3,0	94,7	85,5	28,8	27,1	20,0	23,4	7,2	11,6
lug.	147,0	146,5	0,4	94,4	86,7	27,0	26,5	19,5	21,6	6,2	11,8
ago.	150,1	149,6	0,5	95,1	89,9	28,3	26,2	19,6	21,3	7,0	12,2
set.	148,8	152,0	-3,2	94,1	89,5	29,0	28,0	19,3	22,8	6,4	11,7

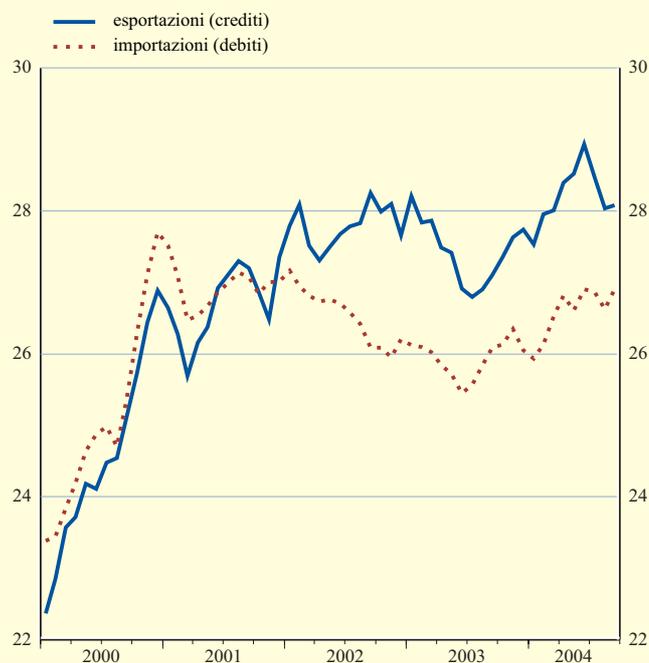
### F29 Conto dei beni

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



### F30 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

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

**3. Conto corrente e conto capitale**

	Conto corrente											Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 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	1.706,5	1.717,6	-11,0	1.034,8	961,4	322,2	322,5	270,7	303,3	78,8	130,3	17,4	10,9
2002	1.721,5	1.663,6	57,8	1.062,9	934,0	333,5	317,5	239,6	278,1	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.677,5	1.655,7	21,8	1.040,2	934,9	328,8	311,0	227,6	272,5	80,8	137,3	23,3	10,1
2003 3° trim.	415,9	404,4	11,5	258,0	221,2	87,3	82,9	55,3	65,3	15,2	35,0	4,1	1,5
4° trim.	434,3	418,4	15,9	272,1	242,2	85,0	79,9	57,9	64,2	19,3	32,0	9,3	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
3° trim.	442,2	436,4	5,8	280,9	256,1	90,2	85,4	55,7	61,7	15,4	33,2	5,2	1,4
2003 set.	140,7	135,1	5,7	89,6	78,7	28,0	26,2	18,4	18,3	4,7	11,9	0,7	0,5
ott.	148,6	141,7	7,0	97,6	84,5	29,3	27,5	17,4	21,8	4,4	7,9	1,6	0,4
nov.	135,3	132,5	2,8	87,0	78,6	26,1	25,3	16,5	16,5	5,7	12,1	1,8	0,6
dic.	150,4	144,2	6,1	87,5	79,1	29,6	27,2	24,0	25,9	9,2	12,0	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.	139,2	135,9	3,3	86,3	80,3	29,6	28,2	17,6	16,5	5,7	10,8	2,0	0,4
set.	149,8	150,2	-0,3	96,2	91,3	30,0	28,3	18,9	19,4	4,8	11,1	1,6	0,5

**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	270,7	303,3	14,7	6,0	256,0	297,3	53,8	48,8	43,4	38,8	10,4	10,1
2002	239,6	278,1	14,8	6,2	224,8	271,9	55,4	55,8	47,2	48,7	8,2	7,1
2003	227,6	272,5	14,7	6,2	212,9	266,2	59,5	63,0	48,9	53,4	10,6	9,7
2003 2° trim.	61,4	78,7	3,6	1,6	57,8	77,0	18,0	19,1	14,9	16,4	3,1	2,7
3° trim.	55,3	65,3	3,7	1,7	51,6	63,6	14,1	16,2	11,7	14,4	2,4	1,8
4° trim.	57,9	64,2	3,9	1,6	54,1	62,6	16,8	16,2	13,7	13,0	3,1	3,2
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				Crediti 19	Debiti 20
Crediti 13	Debiti 14	Crediti 15	Debiti 16	Crediti 17	Debiti 18					
2001	85,1	117,1	18,0	45,1	67,1	72,0		117,1	131,5	
2002	86,0	122,7	19,8	52,3	66,2	70,4		83,4	93,4	
2003	83,7	127,2	19,0	49,8	64,7	77,4		69,8	76,0	
2003 2° trim.	21,9	38,0	6,2	21,4	15,7	16,6		17,9	19,9	
3° trim.	21,4	30,8	4,6	10,3	16,7	20,5		16,1	16,6	
4° trim.	21,4	26,9	4,7	9,7	16,8	17,2		15,8	19,6	
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	-311,9	-232,9	-20,0	-213,0	-79,0	-0,1	-78,8	193,8	134,9	4,0	131,0	58,8	0,9	58,0
2002	-175,1	-173,7	-19,8	-153,9	-1,5	0,0	-1,5	177,2	122,1	2,4	119,7	55,1	0,5	54,7
2003	-130,3	-106,9	2,2	-109,1	-23,4	-0,2	-23,2	126,9	109,6	2,8	106,8	17,3	0,1	17,2
2003 3° trim.	-36,1	-37,0	-1,4	-35,5	0,9	-0,1	1,0	14,0	16,3	0,0	16,3	-2,3	-0,4	-1,9
4° trim.	-31,6	-19,3	1,6	-20,9	-12,3	0,2	-12,4	22,9	34,1	0,6	33,5	-11,2	0,5	-11,7
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
3° trim.	-6,3	-17,2	-0,4	-16,8	11,0	0,0	10,9	12,4	10,2	0,5	9,8	2,1	-0,1	2,2
2003 set.	-17,3	-16,7	-0,1	-16,6	-0,6	0,0	-0,6	7,0	11,7	0,3	11,4	-4,7	0,1	-4,8
ott.	-11,6	-6,5	1,8	-8,3	-5,1	0,0	-5,1	7,2	10,4	0,2	10,3	-3,2	0,3	-3,5
nov.	0,7	4,1	-1,4	5,4	-3,3	0,1	-3,4	3,8	5,7	0,4	5,3	-1,9	0,1	-2,0
dic.	-20,8	-16,9	1,1	-18,0	-3,8	0,1	-3,9	11,8	17,9	-0,1	18,0	-6,1	0,1	-6,2
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.	9,6	-5,9	0,2	-6,2	15,5	0,0	15,5	-0,3	-1,6	0,1	-1,8	1,3	0,0	1,3
set.	-4,1	-1,6	-0,9	-0,7	-2,5	0,0	-2,5	9,5	6,3	0,2	6,1	3,2	0,0	3,2

### 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	-283,8	349,9	-101,6	232,5	-182,2	-156,5	-25,8	117,4	113,3	4,1
2002	-177,4	284,7	-39,0	85,5	-138,4	-89,0	-49,4	199,1	157,2	41,9
2003	-277,0	318,6	-67,6	117,5	-209,4	-179,5	-29,9	201,1	188,7	12,4
2003 3° trim.	-66,1	5,8	-18,6	27,3	-47,5	-43,1	-4,4	-21,4	-9,9	-11,6
4° trim.	-64,0	73,4	-25,5	45,5	-38,5	-26,5	-12,0	27,9	33,4	-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
3° trim.	-61,7	76,8	0,6	33,2	-62,3	-41,0	-21,3	43,6	50,8	-7,2
2003 set.	-18,8	31,6	-3,6	11,0	-15,2	-8,6	-6,6	20,6	13,0	7,6
ott.	-32,7	67,6	-14,7	22,4	-18,0	-11,9	-6,1	45,2	26,7	18,5
nov.	-21,2	23,0	-3,6	11,1	-17,5	-15,8	-1,7	11,8	12,5	-0,6
dic.	-10,2	-17,2	-7,2	12,0	-3,0	1,2	-4,2	-29,2	-5,7	-23,5
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.	-30,8	37,1	-10,7	15,6	-20,1	-14,1	-6,0	21,4	13,0	8,4
set.	2,8	36,7	14,3	8,9	-11,5	-14,4	2,9	27,9	39,2	-11,4

Fonte: BCE.

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

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

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM			Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Obbligazioni e notes			Strumenti di mercato monetario				
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		
													Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	-0,4	4,0	-105,2	-2,1	-103,2	0,2	-67,1	-89,6	-1,2	-88,4	-2,4	-40,7	17,3	-0,1	17,3
2002	-0,4	-7,6	-31,0	-4,4	-26,6	-0,7	-17,4	-71,0	-0,9	-70,1	2,0	-31,9	-19,5	-1,1	-18,5
2003	-0,3	-12,9	-54,4	-2,6	-51,8	-2,4	-45,1	-132,0	-0,2	-131,8	0,2	-41,3	11,2	0,4	10,8
2003 3° trim.	-0,1	-6,2	-12,3	-0,8	-11,5	-1,4	-8,4	-33,3	-0,4	-32,9	0,1	-1,0	-3,6	-0,1	-3,5
4° trim.	0,0	-3,6	-21,9	-0,4	-21,5	-0,4	-7,3	-18,9	-0,4	-18,5	-0,2	-13,1	1,3	1,3	0,0
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
3° trim.	0,0	-2,8	3,5	.	.	0,6	-26,6	-15,0	.	.	-0,1	-12,8	-8,4	.	.
2003 set.	0,0	-3,1	-0,5	-	-	-0,7	-3,0	-4,9	-	-	-0,1	-1,6	-4,9	-	-
ott.	0,0	-4,7	-10,0	-	-	-0,4	-1,6	-9,9	-	-	-0,1	-4,1	-2,0	-	-
nov.	0,0	1,4	-5,0	-	-	0,0	-8,4	-7,4	-	-	-0,1	-2,7	1,1	-	-
dic.	0,0	-0,3	-6,9	-	-	0,0	2,8	-1,6	-	-	0,0	-6,4	2,3	-	-
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	-6,4	-	-	0,3	-14,0	-0,5	-	-	-0,1	-2,5	-3,4	-	-
set.	0,0	10,4	3,9	-	-	0,6	0,5	-15,5	-	-	-0,2	7,9	-4,8	-	-

**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	-268,6	258,1	0,2	4,4	3,0	-	-0,4	-229,3	233,0	-47,0	22,8	-182,3	210,2	-42,5	-	21,1
2002	-224,6	66,3	-0,9	19,3	0,1	-	-8,2	-168,0	25,8	-34,4	52,3	-133,6	-26,4	-55,8	-	29,3
2003	-241,8	168,0	-0,8	10,2	-0,4	-	-3,8	-154,7	137,6	-59,8	66,0	-94,8	71,6	-85,9	-	24,0
2003 3° trim.	90,5	-18,2	0,3	5,8	-0,3	-	5,3	88,2	-8,0	-11,9	10,6	100,1	-18,6	2,3	-	-21,4
4° trim.	-79,0	61,0	-0,7	-0,6	3,2	-	-4,6	-71,3	53,8	-16,5	18,1	-54,8	35,7	-10,1	-	12,4
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
3° trim.	-21,2	1,6	-1,2	3,1	0,0	-0,4	2,5	-24,2	7,4	-3,1	-0,2	-21,1	7,5	4,2	2,9	-11,4
2003 set.	-33,4	25,5	-0,2	1,8	1,7	-	2,7	-25,4	19,2	-4,1	5,6	-21,3	13,6	-9,5	-	1,9
ott.	-52,6	22,9	-0,2	0,9	1,1	-	-2,0	-40,6	25,6	-5,8	-2,1	-34,8	27,7	-12,9	-	-1,6
nov.	-36,8	36,0	0,4	-2,8	1,2	-	1,5	-34,6	28,0	-5,9	10,0	-28,7	18,0	-3,8	-	9,4
dic.	10,4	2,2	-0,9	1,3	0,8	-	-4,0	3,9	0,2	-4,8	10,2	8,7	-9,9	6,6	-	4,6
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	27,0	-0,2	0,0	-0,3	-0,5	0,1	-32,0	18,8	-5,2	3,4	-26,8	15,5	-2,8	0,0	8,1
set.	-43,4	4,6	-0,7	1,4	0,8	0,6	2,9	-39,8	1,1	-4,7	3,0	-35,1	-1,9	-3,7	-2,1	-0,7

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	0,2	0,0	4,5	0,0	-0,1	4,4	-	-	-1,3	0,0	-0,5	0,1
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-7,9	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,2	0,0	-0,1	0,6	-	-	-0,9	0,0	-4,1	0,3
2003 2° trim.	0,2	0,0	4,8	0,0	0,0	-1,4	-	-	-0,3	0,0	3,7	0,2
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	3,1	-	-	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	-215,2	-14,0	222,8	10,2	-3,3	-30,2	-	-	-8,9	1,2	14,7	5,2
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-2,1	-50,1	-	-	-3,6	-3,6	26,3	6,6
2003	-154,1	-0,5	137,7	-0,1	0,2	-83,6	-	-	-2,5	3,3	21,4	-0,7
2003 2° trim.	-103,5	1,8	28,8	-1,6	0,4	-17,1	-	-	-5,2	-0,9	-4,6	5,4
3° trim.	88,4	-0,2	-6,9	-1,0	-0,1	-1,3	-	-	3,8	-1,5	-15,1	-4,8
4° trim.	-70,7	-0,6	53,6	0,2	-1,0	-8,6	-	-	-0,5	2,5	11,0	-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

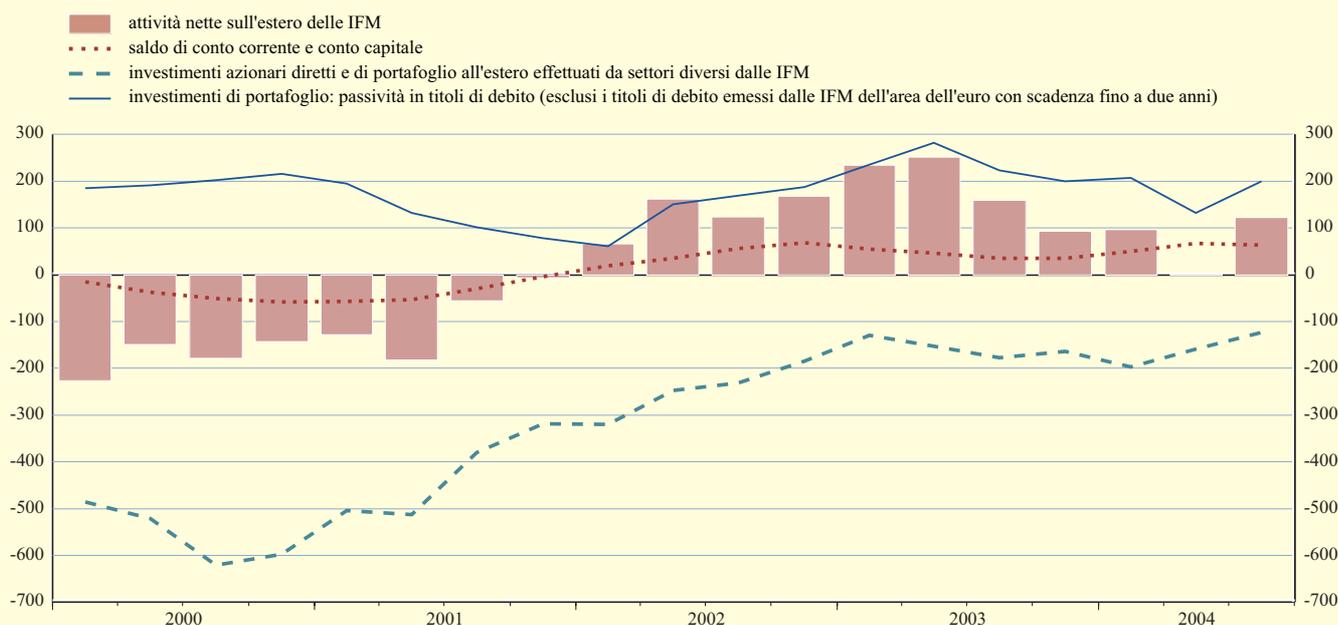
	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera						Altre attività	
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbliga- zioni e notes	Strumenti di mercato 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	29,9	1,7	0,0	-1,6	29,8	-1,8	1,6	0,0	23,1	6,9	0,1	0,0
2003 2° trim.	2,3	0,5	0,0	-2,6	4,4	-0,5	0,0	-0,1	4,6	0,3	0,0	0,0
3° trim.	2,0	0,1	0,0	-0,7	2,6	-1,1	4,1	0,0	-4,5	4,1	0,0	0,0
4° trim.	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-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	-4,6	-291,8	192,9	-177,6	172,2	78,6	-39,5	20,6	-0,8	50,1	0,2	-6,8
2002	68,0	-155,4	176,8	-121,5	48,7	187,9	-55,7	21,1	-10,9	-5,9	153,2	168,5
2003	35,0	-132,4	126,8	-175,2	122,7	200,1	-86,3	20,2	-12,4	-17,1	81,4	93,3
2003 3° trim.	14,2	-34,5	14,4	-49,2	29,7	-13,5	2,0	-16,1	-4,5	-1,6	-59,2	-56,5
4° trim.	23,4	-33,3	22,4	-39,5	41,9	19,2	-7,0	7,8	-3,8	-15,9	15,2	20,3
2004 1° trim.	17,2	-21,9	4,5	-48,8	8,2	57,6	-25,3	23,3	6,6	-5,0	16,4	37,4
2° trim.	12,7	-28,9	12,6	-24,7	-6,0	68,5	-18,0	-10,1	-0,6	-1,1	4,4	0,7
3° trim.	9,6	-5,8	12,5	-19,9	32,2	54,8	4,2	-8,9	-2,7	-12,4	63,6	63,9
2003 set.	5,9	-17,2	6,9	-10,3	19,1	12,3	-7,8	4,6	0,4	-0,9	13,1	14,0
ott.	8,2	-13,4	6,9	-21,9	17,6	40,0	-11,8	-3,6	1,8	-11,5	12,1	11,5
nov.	4,0	2,0	3,7	-11,4	11,1	9,8	-2,6	10,9	0,6	-15,7	12,5	18,3
dic.	11,2	-21,9	11,7	-6,3	13,2	-30,5	7,4	0,6	-6,2	11,4	-9,4	-9,5
2004 gen.	-2,4	-9,7	2,3	-15,4	-6,6	33,7	-5,8	-11,3	1,8	21,1	7,7	21,9
feb.	7,5	-4,6	15,0	-8,5	20,5	7,5	-4,6	2,4	1,3	-25,7	10,7	8,6
mar.	12,2	-7,6	-12,8	-25,0	-5,8	16,5	-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	-20,4
giu.	7,0	-8,9	-2,1	-11,1	12,8	30,8	-9,1	8,0	-0,1	-9,1	18,2	14,7
lug.	3,9	-12,0	3,3	6,7	4,5	-4,4	10,2	-19,2	-0,9	8,0	0,2	-1,0
ago.	4,9	9,3	-0,3	-10,3	15,4	22,5	-3,1	8,2	-5,0	-11,2	30,5	29,8
set.	0,7	-3,2	9,5	-16,4	12,4	36,8	-2,9	2,2	3,2	-9,3	33,0	35,0
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2004 set.	62,9	-90,0	52,0	-133,0	76,2	200,2	-46,0	12,0	-0,5	-34,4	99,5	122,2

**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	1.023,7	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	228,3	740,5	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,6	512,5	227,8	309,4	948,8	984,4	559,2	163,3	234,1	717,0	105,2
2003	-2,4	0,3	1.056,8	498,8	221,8	299,1	920,5	986,2	551,8	163,2	239,9	711,6	108,9
2003 2° trim.	-5,8	-2,6	257,2	122,5	52,7	72,5	225,1	243,5	135,3	40,1	59,8	177,7	25,2
3° trim.	-2,3	-1,1	265,1	125,2	56,1	75,2	231,9	243,3	135,2	39,5	60,0	175,6	26,8
4° trim.	-0,6	1,2	269,1	125,0	57,5	75,9	231,7	249,6	138,3	41,9	61,2	179,5	26,9
2004 1° trim.	4,9	0,1	277,3	130,6	58,4	75,6	241,0	250,6	137,7	41,3	62,1	182,1	26,3
2° trim.	11,8	8,6	286,2	134,5	59,2	78,7	245,9	261,9	145,8	43,8	61,8	185,8	29,3
3° trim.	8,4	13,5	288,3	136,9	60,1	78,5	249,9	275,5	154,5	43,5	63,9	194,0	35,0
2004 apr.	10,3	5,1	95,7	45,1	20,1	26,1	83,4	86,9	48,0	15,1	20,8	62,4	8,9
mag.	8,8	5,5	94,7	44,3	19,5	25,9	80,6	86,1	47,9	14,4	20,3	61,5	9,6
giu.	16,3	15,3	95,7	45,1	19,6	26,6	81,9	88,9	49,8	14,3	20,6	61,9	10,8
lug.	7,5	8,9	95,7	45,5	20,0	25,8	83,3	90,4	50,6	14,0	20,8	63,9	10,9
ago.	12,3	19,4	96,2	45,7	20,0	26,3	82,9	93,4	52,2	14,9	21,4	64,8	12,0
set.	6,1	13,2	96,3	45,7	20,1	26,4	83,7	91,7	51,7	14,6	21,8	65,3	12,1
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	5,3	-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	3,3	108,9	105,5	107,4	114,4	108,8	101,6	100,1	94,7	109,9	99,6	104,7
2003 2° trim.	-2,1	2,3	106,2	103,8	102,4	111,4	106,6	101,6	100,2	93,6	109,7	99,6	105,0
3° trim.	0,6	2,1	109,5	106,4	109,3	115,3	110,0	101,1	99,6	92,0	110,5	98,9	108,8
4° trim.	2,8	5,0	111,8	106,7	112,0	116,6	110,7	103,8	101,5	97,6	112,8	101,3	106,2
2004 1° trim.	7,9	4,7	115,9	112,1	114,9	116,7	115,7	104,9	101,0	98,1	116,0	103,4	101,3
2° trim.	11,4	5,3	117,8	113,6	115,3	119,6	116,6	106,0	101,7	102,8	114,6	103,9	101,1
3° trim.	7,3	7,6	117,9	114,7	116,6	119,6	118,0	108,5	103,1	102,1	117,8	107,6	109,7
2004 apr.	10,8	5,3	118,6	114,8	117,7	119,7	118,8	107,2	102,5	106,5	116,5	105,1	96,6
mag.	8,8	1,5	117,1	112,4	113,8	118,1	114,8	104,8	100,3	101,4	113,8	103,2	101,4
giu.	14,6	9,3	117,6	113,5	114,5	121,0	116,0	106,1	102,2	100,4	113,7	103,3	105,2
lug.	6,2	2,6	117,4	114,4	116,9	117,7	117,9	107,0	102,3	97,5	114,0	105,6	106,9
ago.	10,3	13,2	117,6	114,2	115,6	120,0	116,8	110,3	104,1	105,6	118,3	108,0	111,2
set.	6,0	7,8	118,8	115,7	117,3	121,0	119,2	108,0	102,9	103,3	121,3	109,3	111,0
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	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9	100,0	99,9	99,9
2001	1,0	0,2	100,9	100,6	100,2	101,8	100,9	100,2	98,6	101,4	102,8	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	-2,9	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,3	98,8	96,1	85,0
2003 2° trim.	-3,8	-4,8	96,7	95,9	95,2	99,1	96,5	93,7	91,5	93,7	98,7	95,9	78,2
3° trim.	-2,9	-3,2	96,6	95,6	94,9	99,3	96,4	94,0	91,9	94,0	98,5	95,5	80,2
4° trim.	-3,3	-3,6	96,0	95,2	94,9	99,0	95,7	94,0	92,3	94,1	98,2	95,3	82,6
2004 1° trim.	-2,8	-4,4	95,5	94,6	94,0	98,6	95,2	93,3	92,3	92,1	97,0	94,7	84,5
2° trim.	0,3	3,1	97,0	96,2	94,8	100,2	96,4	96,6	97,0	93,3	97,6	96,2	94,4
3° trim.	1,0	5,5	97,6	96,9	95,3	99,9	96,8	99,3	101,4	93,3	98,2	96,9	104,0
2004 apr.	-0,5	-0,1	96,7	95,8	94,7	99,6	96,2	95,1	95,1	93,3	97,2	95,7	89,6
mag.	0,0	4,0	96,9	96,1	94,8	100,3	96,2	96,3	96,9	92,9	97,1	96,1	92,9
giu.	1,5	5,5	97,5	96,8	94,9	100,6	96,8	98,3	99,0	93,8	98,5	96,8	100,6
lug.	1,2	6,1	97,7	96,9	95,0	100,2	96,9	99,1	100,5	94,4	99,0	97,6	99,9
ago.	1,8	5,4	98,0	97,5	96,1	99,9	97,3	99,2	101,8	92,7	98,2	96,8	105,6
set.	0,1	5,1	97,1	96,2	95,0	99,7	96,2	99,5	102,0	92,9	97,5	96,4	106,5

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	105,8	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	1.056,8	193,3	38,5	24,8	117,5	63,3	166,4	31,3	170,5	59,4	37,9	153,8
2003 2° trim.	257,2	47,0	9,5	6,1	29,3	15,6	40,3	7,6	41,4	14,5	9,5	36,4
3° trim.	265,1	48,0	9,6	6,3	30,2	15,3	41,6	7,8	43,4	15,2	9,1	38,5
4° trim.	269,1	49,1	9,8	6,1	29,7	15,9	41,4	8,1	43,1	14,9	8,9	42,1
2004 1° trim.	277,3	49,1	10,0	6,1	31,2	15,5	42,5	8,4	46,6	15,1	9,6	43,2
2° trim.	286,2	50,2	10,3	6,2	31,5	16,2	43,9	8,1	47,2	16,2	9,8	46,5
3° trim.	288,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 apr.	95,7	16,8	3,4	2,1	11,1	5,5	14,8	2,7	15,9	5,5	3,3	14,6
mag.	94,7	16,5	3,5	2,0	10,5	5,3	14,5	2,6	15,5	4,9	3,4	16,0
giu.	95,7	16,9	3,4	2,1	9,9	5,4	14,6	2,8	15,8	5,7	3,2	15,9
lug.	95,7	17,2	3,5	2,1	10,1	5,9	14,5	2,8	16,8	5,5	3,4	13,9
ago.	96,2	16,8	3,5	2,1	10,4	5,6	14,7	2,8	16,1	5,9	3,4	15,1
set.	96,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>												
2003	100,0	18,3	3,6	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	1.023,7	159,5	39,1	22,3	78,8	50,4	142,0	67,3	217,0	73,7	40,3	133,1
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	986,2	137,6	36,7	23,2	102,1	50,4	110,4	52,1	216,0	69,0	39,6	149,1
2003 2° trim.	243,5	34,3	9,1	5,8	25,3	12,6	28,2	13,2	52,9	16,9	9,6	35,6
3° trim.	243,3	33,6	9,1	5,6	25,2	12,3	27,2	12,6	53,3	17,0	9,7	37,6
4° trim.	249,6	34,0	9,3	5,7	27,0	12,4	26,6	12,9	56,3	16,5	10,5	38,2
2004 1° trim.	250,6	33,5	9,4	5,9	27,0	12,7	26,2	13,4	55,5	16,5	10,6	39,8
2° trim.	261,9	34,4	9,7	5,8	26,2	13,2	29,8	12,8	62,9	16,9	10,8	39,5
3° trim.	275,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 apr.	86,9	11,2	3,2	1,9	9,7	4,4	10,2	4,3	20,4	5,2	3,7	12,7
mag.	86,1	11,4	3,3	1,9	8,6	4,4	9,8	4,2	20,7	5,6	3,5	12,8
giu.	88,9	11,7	3,3	2,0	7,9	4,4	9,8	4,3	21,8	6,2	3,6	14,0
lug.	90,4	12,3	3,3	2,0	8,7	4,5	9,5	4,6	21,6	6,2	3,7	14,0
ago.	93,4	12,7	3,3	2,0	9,0	4,6	9,6	4,6	22,9	6,4	3,8	14,6
set.	91,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>												
2003	100,0	14,0	3,7	2,3	10,4	5,1	11,2	5,3	21,9	7,0	4,0	15,1
<i>Saldo</i>												
2000	-21,5	29,6	0,3	1,2	18,4	13,5	30,4	-32,9	-63,5	-17,3	6,7	-7,9
2001	48,2	47,9	1,4	2,4	17,0	13,4	41,5	-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	70,6	55,7	1,8	1,7	15,4	12,9	56,1	-20,8	-45,5	-9,5	-1,7	4,6
2003 2° trim.	13,6	12,7	0,4	0,3	4,0	3,0	12,1	-5,6	-11,5	-2,4	-0,1	0,8
3° trim.	21,8	14,4	0,5	0,7	5,0	2,9	14,4	-4,8	-9,9	-1,8	-0,6	0,9
4° trim.	19,5	15,1	0,5	0,4	2,7	3,5	14,8	-4,9	-13,2	-1,6	-1,6	3,8
2004 1° trim.	26,7	15,5	0,7	0,2	4,1	2,8	16,2	-5,0	-9,0	-1,3	-1,1	3,5
2° trim.	24,2	15,9	0,6	0,5	5,3	3,1	14,1	-4,7	-15,7	-0,8	-1,0	7,0
3° trim.	12,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 apr.	8,8	5,6	0,3	0,2	1,4	1,2	4,6	-1,6	-4,6	0,4	-0,4	1,9
mag.	8,6	5,1	0,2	0,1	2,0	0,9	4,7	-1,6	-5,2	-0,7	-0,1	3,1
giu.	6,8	5,2	0,1	0,1	1,9	1,0	4,8	-1,5	-6,0	-0,5	-0,4	1,9
lug.	5,3	4,9	0,2	0,1	1,5	1,4	5,0	-1,8	-4,8	-0,6	-0,4	-0,2
ago.	2,8	4,1	0,1	0,1	1,4	1,0	5,1	-1,8	-6,9	-0,5	-0,4	0,5
set.	4,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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)

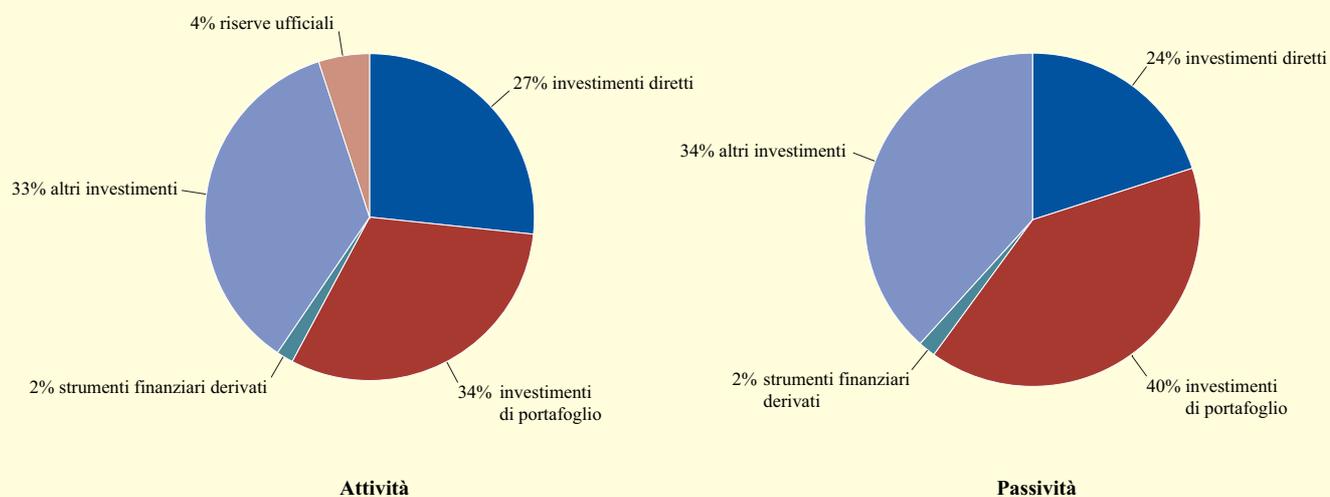
### 1. Riepilogo della posizione patrimoniale verso l'estero

	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							
2000	-386,8	-5,9	452,7	-786,4	2,0	-446,3	391,2
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-838,8	-11,6	79,7	-823,5	-7,5	-394,0	306,5
Attività							
2000	6.751,2	102,6	1.626,7	2.351,1	105,8	2.276,4	391,2
2001	7.628,1	111,4	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,6	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.720,7	106,3	2.110,4	2.607,4	156,6	2.539,7	306,5
Passività							
2000	7.138,0	108,5	1.174,0	3.137,5	103,7	2.722,7	-
2001	8.026,9	117,2	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	111,3	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.559,5	117,9	2.030,7	3.430,9	164,1	2.933,8	-

### 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	
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	1.555,8	124,6	1.431,2	395,6	0,8	394,8	1.175,1	32,5	1.142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1.544,1	127,7	1.416,4	333,3	0,3	333,0	1.264,6	37,1	1.227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1.647,3	114,8	1.532,5	463,1	0,4	462,7	1.474,4	47,6	1.426,8	556,4	2,9	553,5

### F32 Scomposizione per singola voce della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine del 2003



Fonte: BCE.

**7.4 Posizione patrimoniale verso l'estero**

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**3. Investimenti di portafoglio distinti per strumento**

	Azioni		Titoli di debito					
	Attività	Passività	Attività			Passività		
			Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario	Totale	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	
2000	1.154,9	1.620,1	1.172,8	1.048,4	124,3	1.540,3	1.372,7	167,5
2001	1.116,7	1.640,5	1.398,3	1.218,6	179,8	1.695,3	1.514,8	180,5
2002	853,2	1.366,1	1.449,4	1.206,4	243,0	1.815,5	1.628,8	186,7
2003	1.054,6	1.516,2	1.552,8	1.317,0	235,8	1.914,6	1.701,3	213,4

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

	Azioni					Titoli di debito									
	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Euro-sistema	Obbligazioni e notes			Strumenti del mercato monetario					
			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri settori	Euro-sistema	IFM (escluso l'Euro-sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2000	0,5	43,6	1.110,9	5,7	1.105,2	3,1	335,3	710,1	5,7	704,4	0,5	87,5	36,3	0,1	36,2
2001	0,6	38,5	1.077,6	6,7	1.070,9	2,0	424,8	791,8	8,2	783,6	2,8	135,1	41,8	0,2	41,6
2002	0,7	43,8	808,8	8,3	800,5	6,4	404,8	795,2	8,0	787,2	1,2	193,8	47,9	1,3	46,7
2003	1,8	52,6	1.000,2	11,5	988,8	8,3	463,7	845,1	8,0	837,1	1,1	184,8	49,9	0,6	49,2

**5. Altri investimenti**

	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	Prestiti/banconote,		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2000	2,9	0,1	41,8	0,3	2,8	77,5	.	.	53,5	0,2	47,2	12,1
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	.	.	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	.	.	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8

	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	Prestiti/banconote, monete e depositi		Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
15	16	17	18	21	22	23	24	25	26	27	28	
2000	1.422,4	37,1	2.128,1	42,2	173,5	435,7	-	-	100,9	109,2	322,8	39,8
2001	1.666,6	48,8	2.364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1.631,3	55,3	2.197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1.731,1	32,3	2.238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9

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			
							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	10,1	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	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003 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	0,9	80,5	26,5	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
ott.	294,7	131,0	391,961	4,2	20,1	139,4	8,7	31,3	98,9	-	-	-	0,6	0,0	18,9	-11,0
	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 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	14,9	7,3	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
ott.	37,9	8,2	24,656	0,2	0,0	29,5	1,5	7,2	20,8	-	-	-	0,0	0,0	1,8	-1,2

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	104,4	.	.	.	110,1	104,5
2003 nov.	101,2	103,3	103,2	.	.	.	108,0	102,9
dic.	104,2	106,2	105,9	.	.	.	111,2	105,8
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	104,3	.	.	.	109,9	104,4
set.	103,0	105,1	104,6	.	.	.	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,0	.	.	.	111,5	105,8
nov.	105,6	107,9	106,4	.	.	.	113,1	107,2
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2004 nov.	1,4	1,5	1,3	.	.	.	1,4	1,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2004 nov.	4,3	4,5	3,1	.	.	.	4,7	4,2

### F33 Tassi di cambio effettivi

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

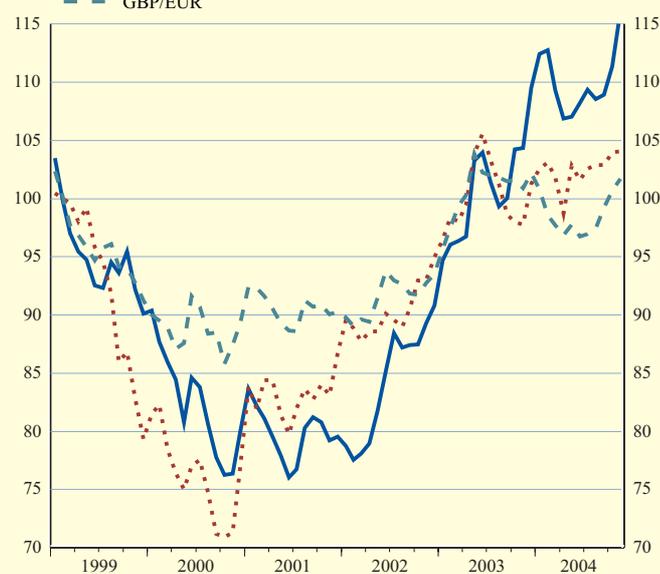
— TCE-23 nominale  
 - - - TCE-23 reale IPC



### F34 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR  
 - - - JPY/EUR  
 - - - GBP/EUR



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 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	1,7049	87,58	1,8280	7,9861
nov.	1,2991	0,69862	136,09	1,5216	8,9981	1.411,15	10,1028	7,4313	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867	87,15	1,8540	7,8566
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>															
2004 nov.	4,0	1,0	0,1	-1,4	-0,7	-1,1	3,8	-0,1	2,4	-0,4	-1,1	-1,1	-0,5	1,4	-1,6
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>															
2004 nov.	11,0	0,8	6,5	-2,4	0,0	1,7	11,2	-0,1	6,0	1,2	-0,7	3,2	-1,6	-0,4	-0,3
	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 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		
nov.	0,57789	31,286	15,6466	245,36	3,4528	0,6803	0,4319	4,2573	239,7891	39,546	1,9559	39,848	1.883,365		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>															
2004 nov.	0,3	-0,7	0,0	-0,5	0,0	1,7	0,5	-1,4	0,0	-1,1	0,0	-3,0	1,2		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>															
2004 nov.	-0,9	-2,2	0,0	-5,4	0,0	5,1	1,0	-7,8	1,5	-3,8	0,4	-0,2	9,1		

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 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
ott.	3,1	1,6	4,0	2,0	7,2	3,1	6,4	2,7	4,6	3,4	6,3	1,4	1,2
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 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
ott.	4,81	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2004 mag.	2,16	2,20	2,61	5,16	4,25	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
ott.	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
PIL a prezzi costanti													
2002	1,7	1,0	7,2	2,0	6,4	6,8	3,5	2,6	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	-0,3	.	2,3	4,2	1,6	2,2
2004 1° trim.	3,1	1,7	7,0	3,6	8,8	6,8	4,2	2,1	.	3,8	5,5	2,8	3,4
2° trim.	.	2,6	.	4,1	7,7	7,4	4,0	-1,6	.	4,6	5,4	3,5	3,6
3° trim.	.	1,9	.	.	.	6,3	.	1,4	.	.	.	.	3,1
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2002	-5,7	2,3	-9,9	-4,5	-6,5	-4,8	-6,9	-0,9	-2,6	0,7	-7,6	5,3	-1,7
2003	-6,2	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-9,0	-5,4	-2,2	-1,0	-0,5	6,4	-1,7
2003 4° trim.	-10,0	2,1	-15,9	-4,9	-8,6	-9,6	-9,0	-9,1	-1,5	-2,3	-0,6	6,4	-1,7
2004 1° trim.	-2,4	3,0	-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	3,7	-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	0,9	3,5
2003	3,9	2,2	4,6	-	4,9	1,5	7,0	-	.	4,8	6,6	0,6	.
2003 4° trim.	2,7	0,9	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	7,7	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	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004 1° trim.	8,4	5,6	9,9	5,0	9,9	11,5	5,8	7,7	19,1	6,2	18,4	6,2	4,7
2° trim.	8,4	5,4	9,6	4,7	9,8	11,1	5,8	7,4	18,9	6,1	18,4	6,4	4,7
3° trim.	8,4	5,3	9,1	4,9	9,7	10,7	5,8	7,1	18,7	5,9	17,9	6,4	.
2004 giu.	8,4	5,4	9,4	4,8	9,7	11,1	5,7	7,4	18,9	6,0	18,3	6,4	4,7
lug.	8,4	5,3	9,3	4,9	9,7	11,0	5,8	7,3	18,8	5,9	18,1	6,3	4,6
ago.	8,4	5,3	9,1	4,9	9,7	10,7	5,8	7,0	18,7	5,9	17,9	6,2	4,5
set.	8,4	5,3	8,8	5,0	9,7	10,4	5,9	7,0	18,7	5,9	17,8	6,7	.
ott.	8,4	.	8,5	5,0	9,7	10,1	6,0	7,0	18,6	5,9	17,7	6,3	.

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

## 9.2 Stati Uniti e Giappone

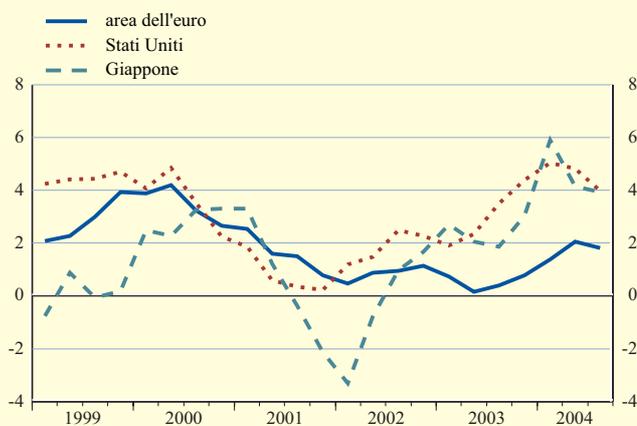
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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	43,7
2001	2,8	0,2	0,8	-3,9	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,3	1,9	-0,5	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,2	3,0	0,1	6,0	6,3	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,7
2003 3° trim.	2,2	3,1	3,5	-0,6	6,1	7,2	1,13	4,21	1,1248	-5,1	47,1
4° trim.	1,9	3,5	4,4	1,7	5,9	4,6	1,17	4,27	1,1890	-4,3	47,7
2004 1° trim.	1,8	-0,6	5,0	3,2	5,6	4,5	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,4
2° trim.	2,9	-2,7	4,8	5,9	5,6	5,8	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
3° trim.	2,7	-2,1	4,0	5,9	5,4	4,6	1,75	4,29	1,2220	-4,4	.
2004 lug.	3,0	-	-	6,1	5,5	4,6	1,63	4,48	1,2266	-	-
ago.	2,7	-	-	6,4	5,4	4,4	1,73	4,27	1,2176	-	-
set.	2,5	-	-	5,1	5,4	4,9	1,90	4,13	1,2218	-	-
ott.	3,2	-	-	5,7	5,5	4,8	2,08	4,08	1,2490	-	-
nov.	.	-	-	.	.	.	2,31	4,19	1,2991	-	-
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	.	3,9	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
2004 lug.	-0,1	-5,1	-	5,7	4,9	1,8	0,05	1,79	134,08	-	-
ago.	-0,2	-8,5	-	9,8	4,8	1,8	0,05	1,63	134,54	-	-
set.	0,0	.	-	4,1	4,6	2,0	0,05	1,50	134,51	-	-
ott.	0,5	.	-	-1,1	4,7	2,0	0,05	1,49	135,97	-	-
nov.	.	.	-	.	.	.	0,05	1,46	136,09	-	-

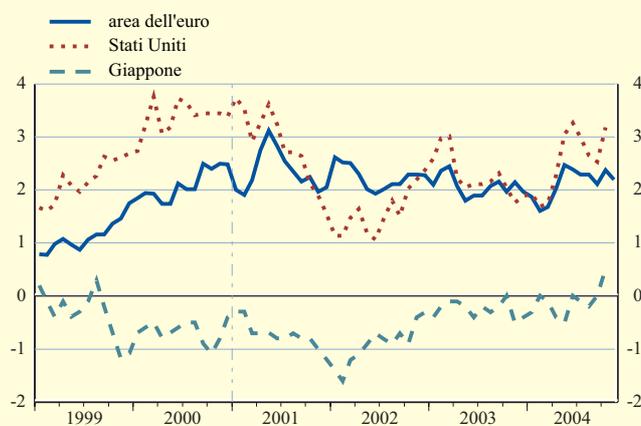
### F35 PIL a prezzi costanti

(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 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), 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.

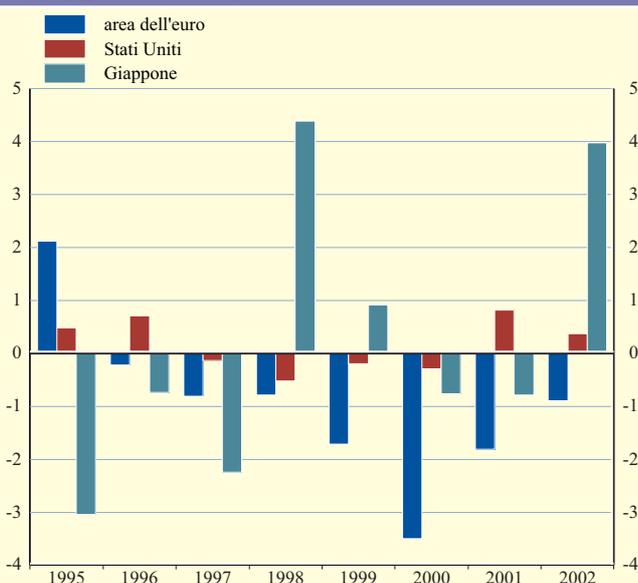
5) Debito lordo consolidato delle Amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

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

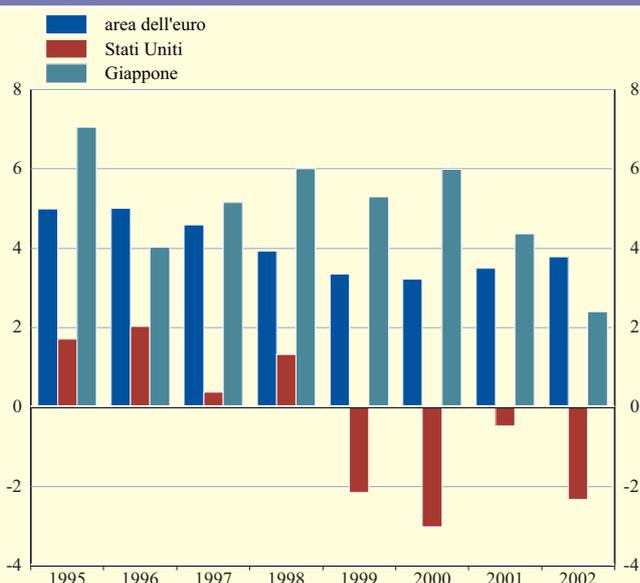
**2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari**

	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:

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

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

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La base dell'indice (delle serie non destagionalizzate) è attualmente uguale a 100 nel dicembre 2001. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets* della sezione statistica.

Il tasso di crescita sui dodici mesi  $a_t$  – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese  $t$  – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (g) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (g). Ad esempio il tasso di crescita sul mese precedente  $a_t^M$  può essere calcolato come:

$$(h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile centrata su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come  $(a_t + a_{t-1} + a_{t-2})/3$  dove  $a_t$  è definito come nelle precedenti punti (f) o (g).

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

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

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

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

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <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

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni

- 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 *Money, banking and financial markets*.
- 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.

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:

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” per le statistiche sulle emissioni di titoli, per le quali la BCE raccoglie le informazioni relative alle emissioni lorde e quelle relative ai rimborsi separatamente, e le “transazioni” utilizzate per gli aggregati monetari.

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra

variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

## RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC <sup>4)</sup>

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

## RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

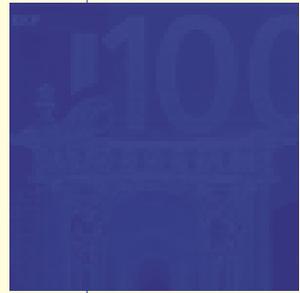
### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

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 e di quello dei trasferimenti correnti sono preliminarmente sottoposti alla sola correzione per il numero di “giornate lavorative”. La destagionalizzazione

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 *Money, banking and financial markets*.

per queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. I debiti del conto dei trasferimenti correnti 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 1° dicembre 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 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>8)</sup> e con la documentazione dell'Eurostat. 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* e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004).

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

7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

8) GU L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

di fondi comuni monetari e dei titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza fino a due anni. Una specifica nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della sezione 7.3.1 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione per area geografica sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in 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 entità economica (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 de-

gli 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 Svizze-

ra. 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 effecti-*

*ve 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, 4 NOVEMBRE E 2 DICEMBRE 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.





# IL SISTEMA TARGET (SISTEMA TRANS-EUROPEO AUTOMATIZZATO DI TRASFERIMENTO ESPRESSO CON REGOLAMENTO LORDO IN TEMPO REALE)

## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel terzo trimestre del 2004 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 255.636 pagamenti, per un valore di 1.630 miliardi di euro. Rispetto al trimestre precedente ciò rappresenta una diminuzione del 7 per cento sia in termini di volume, sia in termini di valore. Nel confronto con lo stesso trimestre del 2003 si ha un incremento dell'1 per cento in termini di volume e del 2 per cento in termini di valore. Il dato del terzo trimestre 2004 riflette l'andamento stagionale registrato in TARGET sin dall'inizio della sua operatività nel 1999, in base al quale si registra un calo in tutti i segmenti del sistema nel terzo trimestre dell'anno. La quota di mercato complessiva di Target è rimasta invariata all'88 per cento in termini di valore, mentre si è ridotta dal 59 al 57 per cento in termini di volume.

## PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI REGOLATI IN TARGET

Target ha gestito un numero medio giornaliero di 193.992 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore di 1.094 miliardi per giornata lavorativa. Rispetto al trimestre precedente, ciò rappresenta un calo del 6 per cento in termini di volume e dell'8 per cento in termini di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2003 il volume è rimasto invariato, mentre il valore è aumentato del 2 per cento.

I pagamenti interni agli Stati membri hanno rappresentato il 75,9 e il 67,1 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Nel terzo trimestre del 2004 il valore medio di tali pagamenti è sceso a 5,6 milioni di euro dai 5,8 milioni del trimestre precedente.

Il maggior traffico giornaliero si è registrato il 30 settembre 2004 (l'ultimo giorno lavorativo del trimestre), quando il numero totale di pagamenti è stato pari a 258.164, per un valore totale di 1.515 miliardi di euro.

Il 66 per cento dei pagamenti interni agli Stati membri regolati in Target era di importo unitario non superiore a 50.000 euro, mentre l'11 per cento si è collocato su valori superiori a un milione. In media giornaliera, 126 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro.

## PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI REGOLATI IN TARGET

Nel terzo trimestre del 2004 il numero medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri regolati in Target è stato pari a 61.644, per un valore di 536 miliardi di euro. Rispetto al secondo trimestre del 2004, ciò rappresenta un calo del 9 per cento in termini di volume e del 6 per cento in valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2003 le transazioni sono aumentate del 7 per cento in volume e del 2 per cento in valore.

Rispetto al trimestre precedente, la componente interbancaria ha subito una diminuzione dell'8 per cento in volume e del 6 per cento in valore. Nei pagamenti per conto della clientela si sono registrate riduzioni dell'11 e del 10 per cento, rispettivamente in volume e in valore.

In rapporto al traffico medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri, la componente interbancaria è risultata pari al 48,5 per cento in volume e il 95,3 in valore. Rispetto al secondo trimestre del 2004, il valore medio dei pagamenti interbancari è aumentato da 16,7 a 17,1 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela è cresciuto da 778.000 a 799.000 euro.

Nel terzo trimestre, il maggiore traffico giornaliero per i pagamenti tra Stati membri regolati in Target è stato registrato il 30 settembre (ovvero, l'ultimo giorno lavorativo del trimestre), quando il numero totale di pagamenti è stato pari a 82.982, con un ammontare complessivo pari a 713 miliardi di euro.

Il 63 per cento dei pagamenti tra Stati membri era di importo unitario non superiore a 50.000

euro, mentre il 15 per cento si è collocato su valori superiori a un milione di euro. In media giornaliera, circa 40 pagamenti tra Stati membri hanno superato il miliardo di euro.

### DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel terzo trimestre del 2004 Target ha fatto segnare una disponibilità complessiva del 99,79 per cento, rispetto al 99,80 del trimestre precedente. Il numero di “incidenti” con effetti sulla disponibilità di Target nel secondo trimestre del 2004 è stato pari a 32, più elevato pertanto rispetto a quello del trimestre precedente, in cui si erano registrati 25 incidenti. Un incidente occorso il 20 settembre 2004 ha reso necessario ritardare la chiusura di Target di 30 minuti. La tabella al lato mostra i valori di ciascuna compo-

**Tavola 1 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale e per il meccanismo dei pagamenti della BCE**

Componenti di Target	Disponibilità 3° trim. 2004 (in percentuale)
Belgio	99,83
Danimarca	99,65
Germania	99,74
Grecia	99,68
Spagna	99,87
Francia	100,00
Irlanda	99,56
Italia	99,95
Lussemburgo	100,00
Paesi Bassi	99,90
Austria	99,93
Portogallo	99,83
Finlandia	99,84
Svezia	99,57
Regno Unito	100,00
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,25
<b>Disponibilità complessiva di Target</b>	<b>99,79</b>

**Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni**

(numero dei pagamenti)

	2003		2004		
	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
volume totale	16.665.036	17.404.115	17.071.290	17.264.247	16.871.971
media giornaliera	252.501	271.939	266.739	274.036	255.636
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	3.813.244	4.023.122	4.184.179	4.286.846	4.068.531
media giornaliera	57.776	62.861	65.378	68.045	61.644
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	12.851.792	13.380.993	12.887.111	12.977.401	12.803.440
media giornaliera	194.724	209.078	201.361	205.990	193.992
<b>Altri sistemi</b>					
Euro 1 (EBA)					
volume totale	9.835.244	10.088.174	9.669.240	9.840.955	10.831.383
media giornaliera	149.019	157.628	151.082	156.206	164.112
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.790.113	1.833.104	1.772.742	1.767.244	1.700.070
media giornaliera	27.123	28.642	27.669	28.051	25.759
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
volume totale	419.123	423.513	365.097	316.448	237.482
media giornaliera	6.350	6.617	5.705	5.023	3.598
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	151.666	134.620	131.082	184.269	128.745
media giornaliera	2.298	2.103	2.048	2.925	1.951

**Tavola 3 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: valore delle transazioni**

(miliardi di euro)

	2003		2004		
	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	105.216	102.686	109.062	111.025	107.592
media giornaliera	1.594	1.604	1.704	1.762	1.630
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	34.570	34.128	36.487	36.046	35.378
media giornaliera	524	533	570	572	536
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	70.646	68.558	72.575	74.979	72.214
media giornaliera	1.070	1.071	1.134	1.190	1.094
<b>Altri sistemi</b>					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	11.331	10.898	11.647	10.987	10.487
media giornaliera	172	170	182	174	159
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4.203	4.180	4.276	4.765	4.217
media giornaliera	64	65	67	76	64
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
ammontare totale	75	74	60	60	110
media giornaliera	1	1	1	1	2
Pankkien On-line Pikasiirot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	96	104	120	117	117
media giornaliera	1	2	2	2	2

nente nazionale del sistema e al meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism* – EPM).

Nel terzo trimestre il 97,06 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno

di 5 minuti. Per il 2,66 per cento dei pagamenti si è reso necessario un tempo compreso tra i 5 e i 15 minuti e per lo 0,24 per cento fra i 15 e i 30 minuti. In media, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti per 56 dei 64.644 pagamenti regolati giornalmente fra gli Stati membri.



## 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 settembre e novembre 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**

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

#### **OCCASIONAL PAPERS SERIES**

- 8 *An introduction to the ECB’s survey of professional forecasters*, di J. A. Garcia, settembre 2003.
- 9 *Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications*, di M. G. Briotti, febbraio 2004.
- 10 *The acceding countries’ strategies toward ERM II and the adoption of the euro: an analytical review*, dello staff team composto da P. Backé, C. Thimann, O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl e C. Nerlich, febbraio 2004.
- 11 *Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases*, di A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich e C. Thimann, febbraio 2004.
- 12 *Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages*, di R. Anderton, F. Di Mauro e F. Moneta, aprile 2004.
- 13 *Fair value accounting and financial stability*, a cura di un gruppo interno coordinato da Andrea Enria e comprendente Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires e Paolo Poloni, aprile 2004.
- 14 *Measuring financial integration in the euro area*, di L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova e C. Monnet, aprile 2004.
- 15 *Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics*, di Henning Ahnert e Geoff Kenny, maggio 2004.
- 16 *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, di F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland e C. Zins, giugno 2004.
- 17 *Corporate “excesses” and financial market dynamics*, di A. Maddaloni e D. Pain, luglio 2004.
- 18 *The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents*, di A. Geis, A. Mehl e S. 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**

- 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.
- 402 *Forecasting euro area inflation using dynamic factor measures of underlying inflation*, di G. Gamba-Méndez e G. Kapetanios, novembre 2004.
- 403 *Financial market integration and loan competition: when is entry deregulation socially beneficial?*, di L. Kaas, novembre 2004.
- 404 *An analysis of systemic risk in alternative securities settlement architecture*, di G. Iori, novembre 2004.
- 405 *A joint econometric model of macroeconomic and term structure*, di P. Hördal, O. Tristani e D. Vestin, novembre 2004.
- 406 *Labour market reform and the sustainability of exchange rate pegs*, di O. Castrén, T. Takalo e G. Wood, novembre 2004.
- 407 *Banking consolidation and small business lending*, di E. Takáts, novembre 2004.
- 408 *The great inflation, limited asset markets participation and aggregate demand: Fed policy was better than you think*, di O. Bilbiie, novembre 2004.
- 409 *Currency mismatch, uncertainty and debt maturity structure*, di M. Bussière, M. Fratzcher e W. Koeniger, novembre 2004.
- 410 *Do options-implied RND functions on G3 currencies move around the times of interventions on the JPY/USD exchange rate?*, di O. Castrén, novembre 2004.
- 411 *Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries*, di S. Ardagna, F. Caselli e T. Lane, novembre 2004.
- 412 *The real effects of money growth in dynamic general equilibrium*, di L. Graham e D. J. Snower, novembre 2004.

- 413 *An empirical analysis of price-setting behaviour in the Netherlands in the period 1998-2003 using micro data*, di N. Jonker, C. Folkertsma e H. Blijenberg, novembre 2004.
- 414 *Inflation persistence in the European Union, the euro area and the United States*, di G. Gadzinsky e F. Orlandi, novembre 2004.
- 415 *How persistent is disaggregate inflation? An analysis across EU15 counties and HICP sub-indices*, di P. Lünemann e T. Y. Mathä, novembre 2004.
- 416 *Price-setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data*, di L. J. Alvarez, novembre 2004.
- 417 *Saggered price contracts and inflation persistence: some general results*, di K. Whelan, novembre 2004.
- 418 *Identifying the influences of nominal and real rigidities in aggregate price-setting behaviour*, di G. Coenen e A. T. Levin, novembre 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.  
*European Union balance of payments/international investment position statistical methods*, novembre 2004.  
*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries*, novembre 2004.  
*Report on EU banking structure 2004*, novembre 2004.  
*EU banking sector stability 2004*, novembre 2004.  
*Letter from the ECB President to the President of the European Parliament*, novembre 2004.  
*Letter from the ECB President to Mr. Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs*, novembre 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) [*MFI (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.