BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2005
02 | 2005
03 | 2005
ECB EZB EKT EKP
04 | 2005
05 | 2005
06 | 2005
07 | 2005
08 | 2005

BOLLETTINO MENSILE
SETTEMBRE

09 | 2005

10 | 2005
11 | 2005
12 | 2005

BANCA CENTRALE EUROPEA

Nel 2005 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 50 euro

BOLLETTINO MENSILE
SETTEMBRE 2005

© Banca Centrale Europea, 2005

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 31 agosto 2005.

ISSN 1561-0276 (stampa)
ISSN 1725-2997 (online)

Stampato nel mese di settembre 2005 presso il Centro Stampa della Banca d'Italia in Roma.

INDICE

EDITORIALE 5

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro 9

Gli andamenti monetari e finanziari 15

Prezzi e costi 50

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro 57

La finanza pubblica 68

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti 72

Riquadri:

1 Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'aera dell'euro 19

2 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dall'11 maggio al 9 agosto 2005 28

3 Andamento recente dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro 34

4 Il costo del capitale di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti 42

5 Le differenze di crescita delle retribuzioni nei servizi di mercato e in quelli non di mercato 54

6 Andamento del settore delle costruzioni nell'area dell'euro 58

7 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE 65

8 La riforma del regime di cambio del renminbi 74

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO S1

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA I

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

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004 IX

GLOSSARIO XV

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 1° settembre 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariato, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati mantenuti anch'essi invariati, rispettivamente al 3,0 e all'1,0 per cento.

Sulla base della consueta analisi economica e monetaria, il Consiglio direttivo ha concluso che l'orientamento di politica monetaria rimane appropriato, date le attuali prospettive di medio periodo per l'inflazione. Il livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse, nominali e reali, prevalenti su tutte le scadenze sostiene in misura considerevole l'attività economica nell'area dell'euro. Al momento, sebbene esistano rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo seguita a non rilevare evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo nell'area dell'euro. Nondimeno, considerato soprattutto il rischio di effetti di secondo impatto derivanti dai protratti rincari del petrolio, esso continua a seguire molto attentamente l'evoluzione delle aspettative di inflazione. Allo stadio attuale, è necessario tenere un atteggiamento particolarmente vigile riguardo ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne innanzitutto l'analisi economica, il tasso di incremento del PIL sul periodo precedente si colloca allo 0,3 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, a fronte dello 0,4 del primo trimestre secondo gli ultimi dati diffusi dall'Eurostat. L'attività economica ha continuato quindi a crescere moderatamente nell'area dell'euro. Nel complesso, gli indicatori basati sulle più recenti indagini congiunturali segnalano che l'espansione economica potrebbe rafforzarsi nella seconda metà dell'anno, mentre l'aumento dei prezzi del petrolio seguita a ripercuotersi sulla domanda e sul clima di fiducia.

Dal lato esterno, la perdurante espansione della domanda mondiale e il protratto miglioramento della competitività di prezzo dell'area dell'euro dovrebbero sostenere le esportazioni dell'area. Dal lato interno, gli investimenti beneficerebbero delle condizioni di finanziamento molto favorevoli, del marcato aumento degli utili societari e del continuo incremento dell'efficienza delle imprese. I consumi dovrebbero gradualmente accelerare, sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile.

Tale valutazione è essenzialmente coerente con le proiezioni di questo settembre elaborate dagli esperti della BCE. Il tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro si collocherebbe all'1,0-1,6 per cento nel 2005 e all'1,3-2,3 per cento l'anno seguente (per maggiori informazioni, cfr. il riquadro 7 dal titolo *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*). Recenti previsioni diffuse da organizzazioni internazionali e del settore privato tracciano un quadro analogo. Rispetto alle proiezioni di giugno predisposte dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli di valori previsti per l'espansione del prodotto nei due anni considerati hanno subito una lieve revisione al ribasso, riconducibile sia alla correzione verso il basso del dato sulla crescita nel primo trimestre del 2005 sia all'incidenza delle più elevate quotazioni petrolifere.

Nel complesso, i rischi per le proiezioni sulla crescita economica continuano a essere orientati verso il basso e sono associati all'incremento dei corsi del greggio, al basso livello di fiducia dei consumatori e a timori concernenti gli squilibri a livello mondiale.

Passando agli andamenti dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per agosto un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,1 per cento, rispetto al 2,2 di luglio. Per i prossimi mesi ci si attende che l'inflazione oscilli intorno agli attuali livelli, principalmente a causa della recente evoluzione dei corsi petroliferi. In prospettiva, le proiezioni degli esperti della BCE indicano un tasso di inflazione compreso tra il 2,1 e il 2,3 per cento nel 2005 e tra l'1,4 e il 2,4 per cento nel 2006. Questi valori implicano una considerevole revisione verso l'alto delle proiezioni sull'inflazione pubblicate lo scorso giugno, rispecchiando

il fatto che le quotazioni del petrolio sono nuovamente aumentate in misura maggiore di quanto desunto in precedenza dai prezzi a termine. Nel contempo, la dinamica salariale è rimasta contenuta negli ultimi trimestri; le proiezioni si basano sull'ipotesi che tale tendenza al momento prosegua, data l'attuale situazione dei mercati del lavoro. Nel complesso, il Consiglio direttivo continua a non rilevare evidenze significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro.

I rischi per questo nuovo scenario di base per l'inflazione risultano orientati al rialzo e sono associati a possibili ulteriori aumenti delle quotazioni petrolifere, dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. I maggiori rischi per le prospettive di inflazione derivano, in misura più sostanziale, da potenziali effetti di secondo impatto innescati dai protratti rincari del greggio nel processo di formazione di salari e prezzi. A tale riguardo, è essenziale che le parti sociali seguitino a mostrare senso di responsabilità. In tale contesto, la dinamica salariale e le aspettative di inflazione continueranno a essere seguite molto attentamente. È necessario rimanere vigili per assicurare che le attese di inflazione a più lungo termine restino saldamente ancorate nell'area dell'euro.

Passando all'analisi monetaria, gli ultimi dati confermano la forte espansione della moneta e del credito osservata fin dalla metà dello scorso anno. La dinamica della moneta è sospinta dai tassi di interesse attualmente contenuti, come denota la vigorosa crescita delle componenti più liquide di M3. Il basso livello dei tassi di interesse alimenta inoltre l'espansione del credito, con un generalizzato rafforzamento della domanda di prestiti da parte del settore privato. La crescita dei mutui ipotecari rimane molto sostenuta. In tale contesto, è necessario seguire con attenzione la dinamica dei prezzi nei mercati degli immobili residenziali. La liquidità nell'area dell'euro seguita a essere abbondante secondo tutte le misure pertinenti, segnalando rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In sintesi, i recenti andamenti dei prezzi del petrolio hanno spinto verso l'alto le proiezioni sull'inflazione, mentre le pressioni inflazionistiche interne di medio periodo restano contenute nell'area dell'euro. Tuttavia, tra i rischi per lo scenario di base per l'inflazione prevalgono quelli al rialzo. La verifica incrociata delle informazioni derivanti dall'analisi economica con quelle provenienti dall'analisi monetaria conferma la necessità di adottare un atteggiamento particolarmente vigile per mantenere le aspettative di inflazione a medio termine saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Raggiungendo tale obiettivo, la politica monetaria fornisce un contributo significativo alla ripresa della crescita economica.

Le politiche di bilancio offriranno un valido apporto alla stabilità, alla crescita e alla fiducia, se gli squilibri esistenti verranno affrontati nell'ambito di un programma di riforma incisivo e adeguatamente concepito. Una rigorosa applicazione del Patto di stabilità e crescita, nella sua nuova formulazione, rafforzerebbe la credibilità dei piani di riforma e accrescerebbe le attese di solide finanze pubbliche ed espansione economica. In tale contesto, è deplorevole che il ritmo di risanamento dei bilanci continui a essere troppo lento. In alcuni paesi gli obiettivi di correzione dei disavanzi eccessivi rischiano di non essere raggiunti. Inoltre, grazie a un'applicazione molto flessibile delle nuove regole del Patto, i paesi che hanno di recente superato il limite di disavanzo del 3 per cento godono di un periodo relativamente lungo per porre rimedio alla situazione. Il Consiglio direttivo esorta quindi gli Stati membri a intensificare gli sforzi di risanamento dei conti pubblici, ove necessario, e ad applicare le regole riviste in modo tale da sostenere questi sforzi e prevenire possibili scostamenti dagli obiettivi stabiliti.

Per quanto riguarda le riforme strutturali, la Commissione europea ha presentato recentemente il Programma comunitario di Lisbona insieme a un elenco di misure da adottare a livello dell'UE al fine di imprimere nuovo slancio alla strategia di Lisbona. Il programma si incentra su come migliorare conoscenza e innovazione per rafforzare l'espansione economica, su come accrescere la capacità dell'Europa di attrarre investimenti

e lavoro, nonché su come creare posti di lavoro più numerosi e di migliore qualità. In particolare vanno menzionate le iniziative mirate a rendere più aperti i mercati dell'UE e a semplificare il quadro normativo entro cui operano le imprese. Il programma sarà integrato da piani di azione nazionali per la crescita e l'occupazione, che gli Stati membri presenteranno questo autunno. Il conseguimento di progressi, a livello sia comunitario sia dei singoli paesi, riveste importanza cruciale per affrontare le sfide poste all'economia dell'UE.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

A livello mondiale l'economia continua a espandersi a un ritmo piuttosto sostenuto e la debolezza del settore manifatturiero nella prima metà dell'anno appare sempre più come un fenomeno temporaneo. Nonostante il persistente aumento dei prezzi del petrolio, le spinte inflazionistiche restano relativamente contenute. Le prospettive economiche permangono relativamente favorevoli, in un contesto in cui i corsi petroliferi costituiscono la principale fonte di rischi al ribasso per la crescita.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

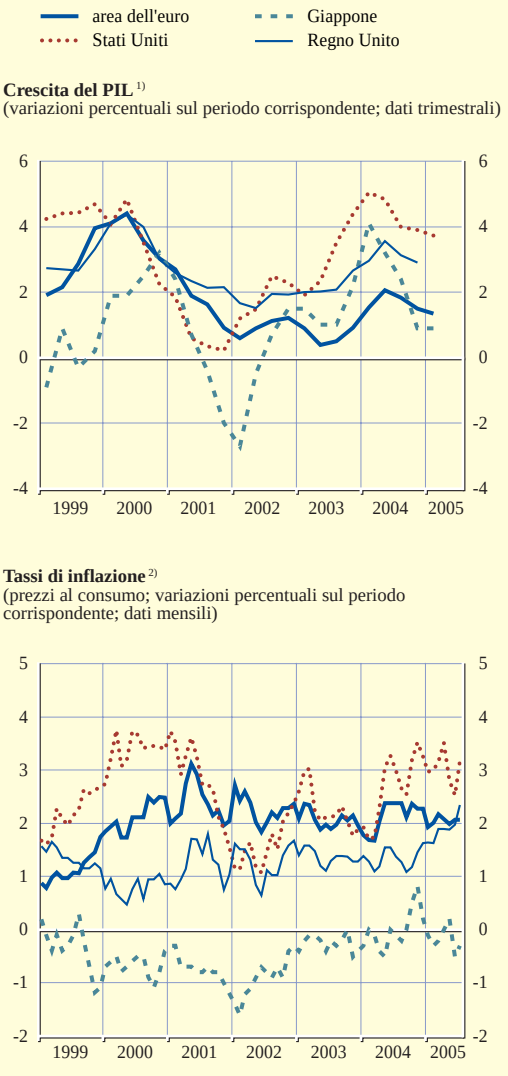
La crescita mondiale rimane abbastanza robusta. La produzione industriale è recentemente aumentata in vari paesi e i dati delle indagini indicano che nel mese di luglio l'andamento del settore manifatturiero ha mostrato un forte miglioramento in numerose economie, mentre quello dei servizi ha continuato a espandersi vigorosamente. Nel contempo, la vigorosa crescita di diversi paesi asiatici e in particolare della Cina è proseguita a un ritmo pressoché invariato. Malgrado il perdurante incremento dei prezzi del petrolio, l'inflazione al consumo ha in generale continuato a scendere. Proseguendo la sua graduale tendenza al ribasso, nella media dei paesi dell'OCSE, il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo (IPC) calcolato al netto dei prodotti alimentari ed energetici è sceso in giugno all'1,8 per cento.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica è rimasta vivace, sorretta dall'incremento piuttosto rapido della produttività del lavoro e dal graduale miglioramento dell'occupazione. In base a stime preliminari, nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è scesa al 3,3 per cento sul periodo precedente (in ragione d'anno). La lieve flessione rispetto al primo trimestre è parzialmente ascrivibile al forte calo della dinamica delle scorte. La domanda interna finale ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti e il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è diventato positivo. Il miglioramento dell'interscambio netto è principalmente riconducibile al rallentamento delle importazioni, che ha probabilmente riflesso in qualche misura la correzione delle scorte.

Stando agli indicatori più recenti, negli ultimi mesi l'economia ha continuato a espandersi a

Figura I I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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.
2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

ritmi abbastanza vigorosi. L'effetto frenante degli elevati corsi petroliferi sarebbe rimasto limitato. I tassi di interesse a lungo termine sono ancora relativamente bassi, nonostante l'aumento di quelli a breve. Assieme agli aumenti dei prezzi delle abitazioni, ciò ha rafforzato gli investimenti in edilizia residenziale e le altre componenti della spesa delle famiglie e delle imprese. Il maggiore vigore evidenziato dalla produzione manifatturiera negli ultimi mesi ha fatto seguito a una fase di debolezza che è parsa ascrivibile alla necessità di ridurre i livelli delle scorte in alcuni settori, particolarmente in quello automobilistico.

È proseguito il graduale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. In luglio l'occupazione nel settore non agricolo è aumentata di 207.000 unità, portando l'incremento medio sul mese precedente nei primi sette mesi dell'anno a 191.000 unità. Nello stesso mese il tasso di disoccupazione è sceso al 5,0 per cento. La produttività del lavoro ha continuato a crescere a ritmi piuttosto sostenuti: nel secondo trimestre il settore delle imprese non agricole ha registrato una crescita della produttività del 2,2 per cento (sul trimestre precedente, in ragione d'anno), lievemente inferiore rispetto al primo.

Guardando al futuro, le prospettive a breve termine per l'attività economica complessiva restano piuttosto favorevoli. Gli investimenti fissi delle imprese dovrebbero continuare a crescere, in presenza di utili societari ancora consistenti e condizioni di finanziamento relativamente favorevoli. Anche l'espansione dei consumi delle famiglie dovrebbe restare piuttosto robusta, sorretta dall'evoluzione positiva dell'occupazione. Anche se finora i livelli elevati dei prezzi dell'energia sembrano avere avuto effetti solo limitati sull'attività economica, il loro andamento rappresenta un rischio per la crescita.

Gli aumenti dei prezzi al consumo esclusi quelli dei prodotti energetici sono rimasti relativamente contenuti nonostante le elevate quotazioni petrolifere e la maggiore crescita del costo del lavoro per unità di prodotto registrata lo scorso anno. Al netto delle componenti alimentare ed energetica, l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 2,1 per cento in luglio. Con riferimento alla politica monetaria, nella riunione del 9 agosto il Federal Open Market Committee ha deciso di innalzare il tasso obiettivo sui *federal fund* di 25 punti base per la decima volta consecutiva, al 3,5 per cento, reiterando che "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale".

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica sta riprendendo slancio dopo il notevole rallentamento evidenziato per tutto lo scorso anno. In base alla prima stima di contabilità nazionale, nel secondo trimestre l'aumento del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato significativamente inferiore rispetto al primo trimestre e pari allo 0,3 per cento (equivalente a una crescita dell'1,1 per cento in ragione d'anno). Il calo, atteso in quanto nei primi tre mesi dell'anno l'espansione sul periodo precedente era stata particolarmente robusta (5,4 per cento in ragione d'anno), ha riflesso in larga misura il contributo fortemente negativo delle scorte. Per contro, la domanda interna e l'interscambio netto hanno fornito un contributo positivo.

I dati più recenti sul PIL hanno confermato le indicazioni precedenti di una crescita vigorosa della domanda interna e segnalano inoltre la ripresa incipiente delle esportazioni. In prospettiva, l'economia giapponese dovrebbe continuare a riprendersi a un ritmo sostenuto per tutto il resto dell'anno, sorretta dall'andamento positivo del mercato del lavoro e dalla forte espansione degli investimenti delle imprese.

Per quanto concerne i prezzi, sia l'IPC complessivo sia quello calcolato escludendo gli alimentari freschi hanno continuato a calare (rispettivamente dello 0,3 e 0,2 per cento sui dodici mesi in lu-

glio). Per contro, i prezzi alla produzione misurati dall'indice nazionale dei prezzi alla produzione sono aumentati dell'1,5 per cento sui dodici mesi, per effetto degli elevati corsi dei prodotti petroliferi e delle materie prime.

Nella riunione del 9 agosto la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato a circa 30-35 mila miliardi di yen l'obiettivo per il saldo sui conti correnti detenuti presso di essa. Allo stesso tempo, nel relativo comunicato stampa essa ha ribadito che – ove la domanda di liquidità risultasse straordinariamente debole per motivi riconducibili a fattori tecnici – potrebbe consentire che tale saldo scenda al di sotto del limite inferiore dell'intervallo obiettivo.

REGNO UNITO

Gli andamenti recenti nel Regno Unito segnalano una crescita lenta dell'economia e un graduale aumento dell'inflazione. Nel secondo trimestre l'espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente è stata pari allo 0,5 per cento, in lieve aumento rispetto al primo trimestre. Durante lo stesso periodo gli investimenti e la spesa delle famiglie sono rimasti deboli, mentre le esportazioni hanno registrato una robusta accelerazione. Le importazioni hanno seguito una dinamica analoga, che tuttavia è stata più modesta e ha pertanto contribuito al calo del disavanzo commerciale. Le previsioni per la crescita economica nel 2005 sono state riviste al ribasso alla luce degli ultimi dati di contabilità nazionale.

In luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è aumentata ulteriormente, al 2,3 per cento, dal 2,0 del mese precedente. Tale andamento riflette in modo predominante la dinamica dei prezzi dei trasporti, condizionata principalmente dai più elevati corsi petroliferi. I prezzi dell'energia hanno continuato a influire anche su quelli alla produzione, saliti del 10,4 per cento sui dodici mesi. Nel secondo trimestre le quotazioni degli immobili per uso residenziale sono rimaste relativamente stabili. Il 4 agosto il Monetary Policy Committee della Bank of England ha diminuito di 0,25 punti percentuali, al 4,5 per cento, il tasso sulle operazioni di pronti contro termine motivando la propria decisione con l'evoluzione modesta dell'economia e le prospettive meno ottimistiche per la crescita del prodotto.

ALTRI PAESI EUROPEI

Negli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro le prospettive restano piuttosto favorevoli, anche se in gran parte delle economie la crescita del prodotto per l'insieme del 2005 dovrebbe risultare inferiore rispetto all'anno precedente. Nel contempo, i dati relativi all'inflazione misurata sullo IAPC in luglio stanno a indicare che in alcuni paesi la tendenza calante dell'inflazione si è arrestata.

In Svezia dati preliminari indicano che nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è salita allo 0,6 per cento. L'attività economica è stata sorretta dagli investimenti e dai consumi privati in quanto è stato nullo il contributo delle esportazioni alla crescita del PIL. L'espansione del prodotto dovrebbe rafforzarsi anche in Danimarca, dopo essersi mantenuta su livelli relativamente modesti nel primo trimestre dell'anno (0,1 per cento sul trimestre precedente). L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sembra risentire in misura crescente degli andamenti dei prezzi dell'energia. Ciò vale in particolare per la Danimarca, dove è salita all'1,9 per cento in luglio. Nello stesso mese la Svezia ha invece registrato un tasso di inflazione ancora piuttosto contenuto (0,7 per cento), grazie alla forte concorrenza e agli elevati incrementi di produttività. In prospettiva, la crescita del prodotto nel 2005 dovrebbe restare relativamente vigorosa in entrambi i paesi, trainata soprattutto dalla domanda interna.

Nei tre principali nuovi Stati membri dell'UE, la crescita del PIL in termini reali ha continuato ad aumentare durante il primo trimestre a un ritmo relativamente sostenuto benché generalmente infe-

riore rispetto al passato. Con riferimento al secondo trimestre, gli indicatori dell'attività segnalano il persistere di un'espansione relativamente robusta nella Repubblica Ceca (grazie all'andamento favorevole delle esportazioni nette) e in Ungheria (per effetto della crescita delle vendite al dettaglio e del settore delle costruzioni). Stando alle stime preliminari, il PIL in termini reali sarebbe invece aumentato in misura relativamente inferiore in Polonia. In prospettiva, in tutti e tre i paesi i minori tassi di interesse dovrebbero stimolare la domanda interna. L'inflazione misurata sullo IAPC ha seguito andamenti diversi nelle tre economie. In Polonia è scesa in misura significativa dall'inizio dell'anno, portandosi all'1,5 per cento in luglio; nello stesso mese, pur se in generale in flessione, è rimasta su livelli relativamente elevati (3,6 per cento) in Ungheria, mentre ha continuato a mantenersi su livelli contenuti nella Repubblica Ceca (1,4 per cento). In tutti e tre i paesi gli andamenti favorevoli dei prezzi dei prodotti alimentari e i recenti apprezzamenti valutari sembrano controbilanciare le pressioni verso l'alto esercitate dal rialzo dei corsi dei beni energetici. Nel contesto dell'ulteriore miglioramento delle prospettive per l'inflazione, il 22 agosto la Magyar Nemzeti Bank ha ridotto di 0,5 punti percentuali (al 6,25 per cento) il proprio tasso ufficiale. Il 31 agosto anche la Narodowy Bank Polski ha abbassato di 0,25 punti percentuali, al 4,5 per cento, il suo tasso di riferimento principale.

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro, e in particolare negli Stati baltici e in Slovacchia, le prospettive per la crescita restano relativamente favorevoli. Nei paesi per i quali i dati sono disponibili, nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è rimasta robusta, raggiungendo il 5,1 per cento in Slovacchia e il 6,7 per cento in Lituania. Benché dall'inizio dell'anno l'inflazione misurata sullo IAPC sia scesa nella maggior parte delle economie, in Lettonia è rimasta particolarmente elevata (6,3 per cento in luglio).

In Svizzera l'attività economica ha mostrato qualche segnale di miglioramento dopo la debole dinamica della parte iniziale dell'anno. In maggio e in giugno le esportazioni si sono notevolmente rafforzate e, stando ai dati delle indagini, la fase di debolezza dovrebbe concludersi nel terzo trimestre. In luglio l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita all'1,2 per cento, dallo 0,7 per cento di giugno.

In Russia il ritmo dell'espansione economica continua a moderarsi rispetto ai livelli del 2004. Nel secondo trimestre la produzione industriale è salita del 4,1 per cento sul periodo corrispondente, contro il 7,3 per cento del 2004, con un indebolimento particolarmente pronunciato nel settore minerario ed estrattivo e una contrazione della crescita del settore manifatturiero al 6,0 per cento, dal 9,2 per cento del 2004. Allo stesso tempo, l'inflazione è rimasta su livelli piuttosto elevati benché lievemente in calo: l'inflazione al consumo sui dodici mesi è scesa al 13,2 per cento in luglio, dal 13,7 di giugno.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

L'espansione economica dei paesi asiatici escluso il Giappone è rimasta complessivamente robusta nel secondo trimestre. Negli ultimi mesi le esportazioni sono cresciute costantemente, dopo essere andate decelerando per alcuni trimestri, in un contesto in cui la domanda interna ha continuato a rafforzarsi in misura piuttosto consistente in gran parte delle economie della regione. Allo stesso tempo, le pressioni inflazionistiche sono rimaste generalmente moderate anche se in alcuni paesi del Sudest asiatico hanno registrato un incremento dovuto alla riduzione delle sovvenzioni pubbliche per i combustibili.

In Cina l'economia ha continuato a espandersi fortemente nel secondo trimestre, grazie sia all'aumento delle esportazioni sia al vigore della domanda interna. L'effetto congiunto della crescita

persistentemente elevata delle esportazioni e di quella più lenta delle importazioni ha determinato un forte miglioramento del saldo commerciale e un maggiore contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL. È proseguita la rapida dinamica delle esportazioni (+28,6 per cento sui dodici mesi in luglio), mentre le importazioni hanno registrato tassi di incremento inferiori (12,7 per cento). Nel contempo il vigore della domanda interna ha continuato a sostenere l'attività economica: la crescita sui dodici mesi della produzione industriale e delle vendite al dettaglio – benché in lieve decremento rispetto a giugno – è rimasta elevata e rispettivamente pari al 16,1 e 12,7 per cento in luglio. Con riferimento ai prezzi, in luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata lievemente (all'1,8 per cento, dall'1,6 di luglio).

La Corea del Sud ha registrato un aumento sostenuto dell'attività economica nel secondo trimestre. Il PIL in termini reali si è incrementato del 3,3 per cento sul periodo corrispondente, contro il 2,7 del trimestre precedente. In giugno la crescita sui dodici mesi della produzione industriale è salita al 4,1 per cento. L'espansione dell'economia può essere ricondotta al miglioramento della domanda interna e delle esportazioni.

Le prospettive economiche per i paesi asiatici escluso il Giappone restano piuttosto favorevoli, sorrette dal costante miglioramento della domanda interna (soprattutto per consumi privati), sebbene il livello elevato dei prezzi petroliferi continui a costituire un rischio rilevante per la regione. L'economia cinese dovrebbe invece decelerare gradualmente, a seguito del probabile rallentamento delle esportazioni e degli investimenti.

AMERICA LATINA

I dati più recenti per l'America latina confermano che la crescita economica permane relativamente sostenuta. L'espansione è ancora trainata dalle esportazioni, con l'ulteriore sostegno della domanda interna. In Brasile e in Messico l'aumento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stato rispettivamente pari al 3,9 e al 3,1 per cento nel secondo trimestre. Nello stesso periodo la crescita della produzione industriale è rimasta estremamente robusta in Argentina (8,4 per cento sul periodo corrispondente). Pur non seguendo andamenti omogenei nei vari paesi della regione, le pressioni inflazionistiche si sono in media lievemente attenuate durante gli ultimi mesi.

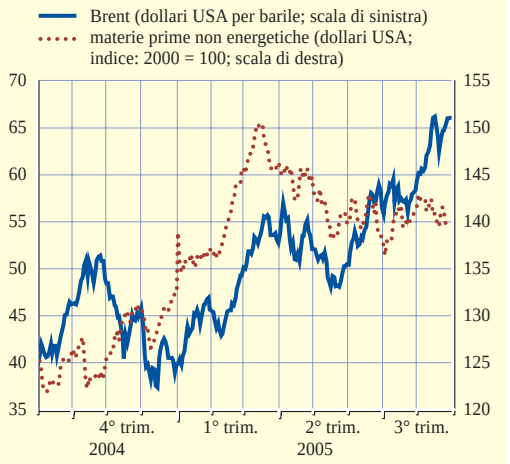
Le prospettive economiche dell'America latina appaiono attualmente favorevoli. Sorretta da tassi di interesse più bassi, la domanda interna dovrebbe acquisire slancio nel prosieguo dell'anno. Ciò dovrebbe concorrere a compensare l'attesa riduzione su tassi maggiormente sostenibili della crescita delle esportazioni.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Tra la metà di luglio e la fine di agosto i prezzi petroliferi hanno registrato forti aumenti e il 31 agosto il prezzo del greggio di qualità Brent ha raggiunto un nuovo massimo storico a 66,9 dollari. Sullo sfondo delle condizioni già tese dei fondamentali di mercato, i prezzi hanno riflesso le pressioni al rialzo esercitate dall'acuirsi dei timori geopolitici circa la sicurezza degli approvvigionamenti e dalle interruzioni nel rifornimento riconducibili a fenomeni meteorologici e alla distruzione di alcune raffinerie. L'ultima valutazione delle condizioni del mercato del petrolio condotta dall'International Energy Agency prevede che le tensioni fra la domanda e l'offerta si intensificheranno ritenendo che la domanda di petrolio rimarrà relativamente robusta nonostante i prezzi eccezionalmente elevati, a fronte di previsioni di crescita dell'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC inferiori alle attese. Di conseguenza, continua a crescere la domanda di petrolio prodotto dai paesi OPEC e quindi il grado di dipendenza da paesi

la cui produzione mostra un'elevata variabilità. Il margine per un'ulteriore espansione dell'offerta dei paesi dell'OPEC è limitato, poiché tali produttori sono già prossimi ai massimi livelli di utilizzo della capacità produttiva. Inoltre, a causa dei vincoli relativi alla capacità mondiale di raffinazione, gran parte della capacità in eccesso dell'OPEC è di una qualità di greggio per la quale esiste attualmente una domanda contenuta. Il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento, e di conseguenza l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta, dovrebbero mantenere i corsi petroliferi elevati e volatili nel prossimo futuro. Stando ai contratti *future*, negli anni a venire le quotazioni del petrolio dovrebbero restare vicine ai livelli attuali.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

Dopo essere scesi rispetto al picco di marzo, i prezzi delle materie prime non energetiche non hanno in generale evidenziato alcuna tendenza significativa negli ultimi quattro mesi in quanto l'aumento dei corsi delle materie prime industriali è stato controbilanciato dal calo di quelli dei prodotti alimentari. Ciò nonostante, in agosto i prezzi in dollari statunitensi delle materie prime non energetiche risultavano approssimativamente superiori del 13 per cento rispetto a un anno prima.

1.3 PROSPETTIVE GENERALI PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e per la domanda estera dell'area dell'euro restano piuttosto favorevoli. In particolare, i migliori risultati del settore manifatturiero in vari paesi stanno a indicare che il precedente indebolimento era stato probabilmente in qualche misura temporaneo e in parte riconducibile a correzioni dei livelli delle scorte. Un quadro analogo viene fornito dall'indicatore anticipatore composito dell'OCSE, il cui tasso di variazione sui sei mesi, proseguendo nella fase di miglioramento iniziata in maggio, è ulteriormente aumentato in giugno pur mantenendosi su livelli contenuti. L'aumento è stato generalizzato e particolarmente robusto negli Stati Uniti, in Canada e in Svizzera. Anche le prospettive per i principali mercati emergenti dell'Asia e dell'America latina restano piuttosto positive, sostenute in particolare dalla domanda interna. Condizioni di finanziamento ancora favorevoli e una robusta crescita degli utili dovrebbero continuare a sostenere l'espansione mondiale. Il rischio principale per queste prospettive piuttosto positive deriva dai prezzi del petrolio.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Gli andamenti monetari degli ultimi mesi confermano il rafforzamento della crescita di M3 in atto dalla metà del 2004. L'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse rimane la principale determinante della dinamica monetaria, mentre è venuto meno l'effetto di contenimento legato al processo di normalizzazione delle scelte di portafoglio. L'impatto dei bassi tassi di interesse si riflette, dal lato delle componenti, sul dinamismo degli strumenti più liquidi di M3 inclusi in M1 e, dal lato delle contropartite, sull'ulteriore accelerazione del credito. Nel complesso le evidenze disponibili indicano il permanere di un abbondante liquidità nell'area, continuando a segnalare rischi verso l'alto per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Negli ultimi mesi è proseguito il rafforzamento della crescita di M3 in atto dalla metà del 2004, con un tasso di variazione sui dodici mesi del 7,9 per cento in luglio, a fronte del 7,0 e del 6,6 per cento rispettivamente nel secondo e primo trimestre. La media mobile a tre mesi relativa al periodo maggio-luglio è salita al 7,6 per cento dal 7,2 del periodo aprile-giugno (cfr. figura 3). L'ulteriore accelerazione di M3 a metà del 2005 riflette la vigorosa dinamica a breve termine, come si evince, ad esempio, dal più elevato tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno, collocatosi all'8,7 per cento in luglio (contro il 7,1 per cento di gennaio).

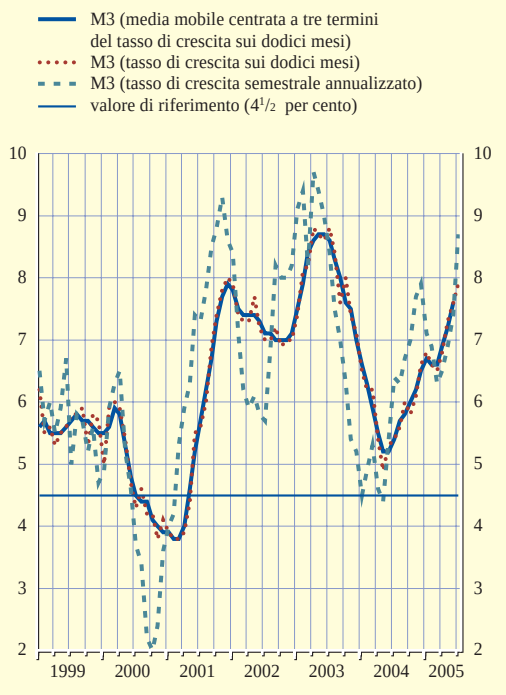
L'effetto di stimolo del contenuto livello prevalente dei tassi (e quindi del basso costo opportunità di detenere moneta) è rimasto la principale forza trainante della dinamica monetaria, come indica la crescita sostenuta delle componenti più liquide di M3, incluse nell'aggregato monetario ristretto M1.

Allo stesso tempo, i profili di investimento paiono essere tornati a una maggiore normalità e il fattore denominato "normalizzazione delle scelte di portafoglio degli operatori economici dell'area dell'euro", che aveva frenato la crescita monetaria dopo l'eccezionale preferenza per la liquidità osservata fra il 2001 e la metà del 2003, avrebbe perso il suo precedente vigore. Questa ipotesi è suffragata, ad esempio, dal fatto che lo scarto fra la forte espansione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e la crescita modesta di attività sicure come le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari non si sia ulteriormente ampliato negli ultimi mesi.

Al venir meno degli effetti del fattore "normalizzazione delle scelte di portafoglio degli operatori economici dell'area dell'euro", la differenza fra la crescita sul periodo corrispondente

Figura 3 Crescita di M3 e valore di riferimento

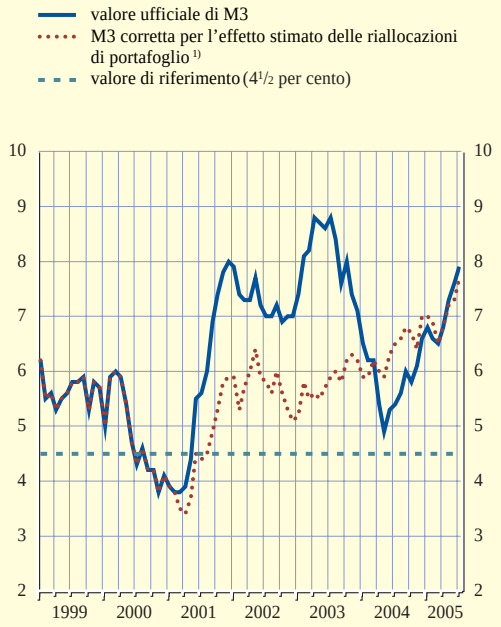
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

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

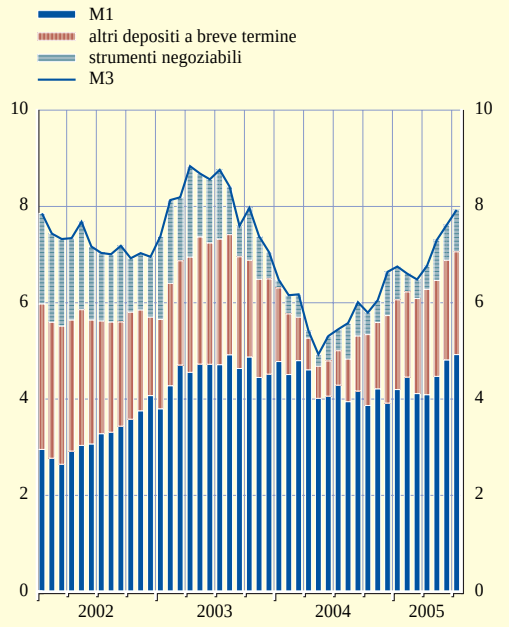
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
1) 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.

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

(punti percentuali; crescita di M3 espressa in variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

di M3 ufficiale e quella di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio è scomparsa nel secondo trimestre del 2005. In luglio, la crescita sui dodici mesi della misura corretta è stata del 7,7 per cento (cfr. figura 4) [1)]. Tuttavia, considerata l'inevitabile incertezza che caratterizza le stime delle ricomposizioni di portafoglio occorre interpretare con cautela tale misura corretta e la sua recente convergenza verso le serie ufficiali.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Nel periodo in esame il maggiore contributo alla dinamica di M3 è continuato a provenire dalla vigorosa crescita di M1 (cfr. figura 5). Nel secondo trimestre il tasso di incremento di M1 sul periodo corrispondente è salito al 9,8 per cento, dal 9,6 del trimestre precedente (cfr. tavola 1). Il luglio la crescita sui dodici mesi di M1 è salita ulteriormente, all'11,1 per cento dal 10,9 di giugno.

Sottostanti all'accelerazione di M1 nella prima metà dell'anno vi sono stati andamenti divergenti delle sue due componenti: mentre il tasso di variazione sul periodo corrispondente del circolante ha segnato una lieve moderazione, scendendo dal 18,0 al 17,3 per cento fra il primo e il secondo trimestre, quello dei depositi a vista è salito nello stesso periodo dall'8,2 all'8,5 per cento.

1) Per informazioni più dettagliate in merito alla costruzione della misura corretta, cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Tavola I Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

(valori medi per le frequenze trimestrali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)

	Consistenze in essere in percentuale di M3 [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 giu.	2005 lug.
M1	**48,0**	**9,6**	**9,3**	**9,6**	**9,8**	**10,9**	**11,1**
Banconote e monete in circolazione	7,2	20,3	19,1	18,0	17,3	17,2	16,0
Depositi a vista	40,8	7,9	7,7	8,2	8,5	9,8	10,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	37,5	2,0	3,5	4,5	5,0	5,1	5,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,2	-5,8	-2,4	0,5	2,6	3,4	4,1
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	22,2	7,6	7,4	7,1	6,6	6,1	6,0
M2	**85,5**	**5,8**	**6,4**	**7,1**	**7,5**	**8,1**	**8,3**
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,5	4,0	3,9	3,9	4,3	5,0	5,9
M3	**100,0**	**5,6**	**6,1**	**6,6**	**7,0**	**7,6**	**7,9**
Credito a residenti nell'area dell'euro		**6,2**	**6,0**	**6,4**	**6,5**	**6,6**	**6,8**
Credito alle amministrazioni pubbliche		6,3	3,7	3,4	2,1	1,1	1,0
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		2,2	0,6	-0,4	-0,9	-1,1	-1,8
Credito al settore privato		6,2	6,7	7,3	7,7	8,1	8,4
Prestiti al settore privato		6,2	6,9	7,3	7,5	8,0	8,2
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		**8,5**	**8,9**	**9,5**	**9,6**	**10,4**	**9,8**

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

A partire dalla seconda metà del 2004, il contributo alla dinamica monetaria dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista ha assunto un'importanza sempre maggiore. La crescita di tali depositi è aumentata ulteriormente nel secondo trimestre del 2005, portandosi al 5,0 per cento sul periodo corrispondente, dal 4,5 nel trimestre precedente. Questo movimento al rialzo è proseguito in luglio, con un aumento al 5,3 per cento, rispetto al 5,1 di giugno. L'incremento ha riflesso un rafforzamento della domanda di depositi con durata prestabilita fino a due anni (depositi a termine), unito al proseguimento dell'espansione vigorosa dei depositi rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi (depositi a risparmio).

Il tasso di crescita degli strumenti negoziabili è salito al 5,9 per cento in luglio, dopo essere stato pari al 4,3 e al 3,9 per cento nel secondo e nel primo trimestre rispettivamente. L'incremento delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari si è portato dal 2,2 per cento in giugno al 3,9 in luglio. Guardando oltre le fluttuazioni di breve periodo, l'espansione di queste attività, utilizzate dalle famiglie e dalle imprese come forme di investimento temporaneo nei periodi di maggiore incertezza, pur essendo rimasta relativamente modesta non si è indebolita ulteriormente negli ultimi mesi. D'altra parte, la domanda di titoli di debito con scadenza fino a due anni ha teso ad aumentare nei mesi recenti.

La scomposizione per settore dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine indica che il principale contributo alla sostenuta dinamica di questi strumenti ha continuato a provenire dalle famiglie. Al tempo stesso, nella prima metà del 2005 il contributo delle società non finanziarie alla crescita complessiva dei depositi a breve è stato molto più ampio che nell'ultimo trimestre del 2004. Le disponibilità di questo settore sono formate tipicamente dalle tipologie di deposito più liquide, indicando che generalmente sono detenute a fini di transazione, connessi con il finanziamento a breve e il fabbisogno di capitale circolante. In un orizzonte leggermente più lungo, dalla metà

del 2004 il rafforzamento della crescita delle consistenze di depositi a breve termine e di contratti pronti contro termine ha interessato in modo generalizzato tutti i settori detentori di moneta, ma è stato particolarmente marcato nel caso degli intermediari finanziari.

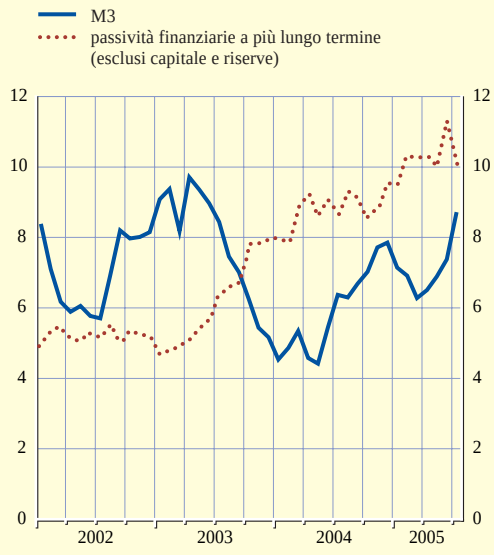
PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro si è collocato al 6,5 per cento nel secondo trimestre, dal 6,4 del trimestre precedente. Tale andamento riflette il proseguimento della tendenza al rialzo della crescita del credito al settore privato, a fronte di un'ulteriore moderazione della dinamica del credito alle amministrazioni pubbliche (cfr. tavola 1).

L'ulteriore incremento del tasso di variazione del credito al settore privato nel secondo trimestre (al 7,7 per cento su base annua, contro il 7,3 nel trimestre precedente) è riconducibile al basso livello prevalente dei tassi di interesse oltre che al miglioramento delle condizioni di offerta del credito nel corso dell'ultimo anno (come indicato dalle indagini sul credito bancario condotte dalla BCE). La tendenza al rialzo è proseguita in luglio, quando la crescita sui dodici mesi del credito al settore privato è salita all'8,4 per cento, dall'8,1 di giugno. Fra giugno e luglio l'incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato è salito dall'8,0 all'8,2 per cento (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 sull'andamento settoriale dei prestiti al settore privato). Negli ultimi anni la crescita di quest'ultima componente potrebbe aver sottostimato la dinamica dei prestiti totali al settore privato, per via della crescente attività di cartolarizzazione dei crediti (cfr. il riquadro *Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro*).

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

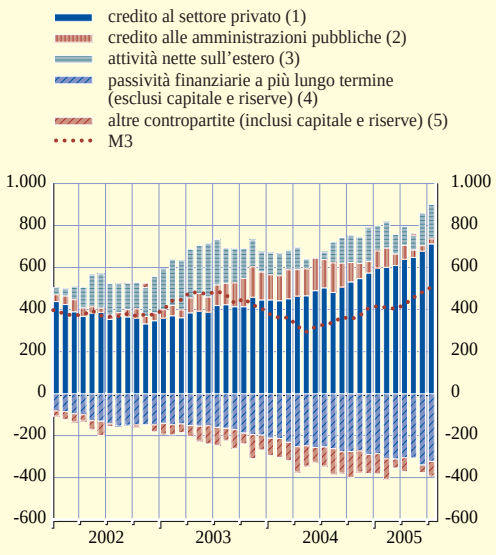
(variazioni percentuali sui sei mesi annualizzate; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 7 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; in miliardi di euro; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.
Nota: M3 è riportata come riferimento (M3 = 1+2+3–4+5). Le passività finanziarie a più lungo termine (esclusi capitale e riserve) sono riportate con il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche è sceso nel secondo trimestre al 2,1 per cento, dal 3,4 nel trimestre precedente. Tale andamento è riconducibile alla minore crescita della componente relativa ai prestiti, che conferma pertanto la tendenza calante fatta osservare dall'ultimo trimestre del 2004. Nel contempo si è lievemente moderata anche la crescita degli acquisti di titoli del debito pubblico da parte delle IFM.

Fra le altre contropartite di M3, nel secondo trimestre si è registrato un ulteriore rafforzamento della dinamica delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve), in linea con la tendenza in atto dal 2003 (cfr. figura 6). Il tasso di crescita sui dodici mesi degli investimenti in questi strumenti da parte del settore detentore di moneta si è collocato al 9,8 per cento in luglio, a fronte del 9,6 e 9,5 per cento sul periodo corrispondente rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre del 2005. La sostenuta domanda di questi strumenti da parte dei residenti dell'area è indicativa della perdurante propensione a investire in strumenti a più lungo termine e, in una certa misura, più rischiosi, mentre la loro dinamica suggerisce una possibile stabilizzazione negli ultimi mesi.

In luglio, il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM ha registrato un ulteriore lieve aumento, a 163 miliardi di euro, riportandosi così sui livelli di inizio anno (cfr. figura 7). Il protrarsi di questi flussi positivi, nonché le informazioni ricavabili dalla presentazione monetaria dei dati della bilancia dei pagamenti, segnala la perdurante riluttanza del settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere, il che ha costituito un freno a un rientro più rapido delle scorse riallocazioni di portafoglio.

In sintesi, l'andamento delle contropartite di M3 nella prima metà del 2005 è stato ampiamente in linea con le tendenze precedenti. La dinamica del credito al settore privato si è ulteriormente rafforzata, sospinta principalmente dal basso livello dei tassi di interesse, e ha continuato ad alimentare la crescita monetaria. Allo stesso tempo, il settore detentore di moneta ha acquistato attività a più lungo termine e relativamente più rischiose. A parità degli altri fattori tuttavia, l'effetto di freno di quest'ultimo andamento sull'espansione di M3 non è stato sufficiente a compensare l'effetto di stimolo esercitato dalla sostenuta crescita del credito.

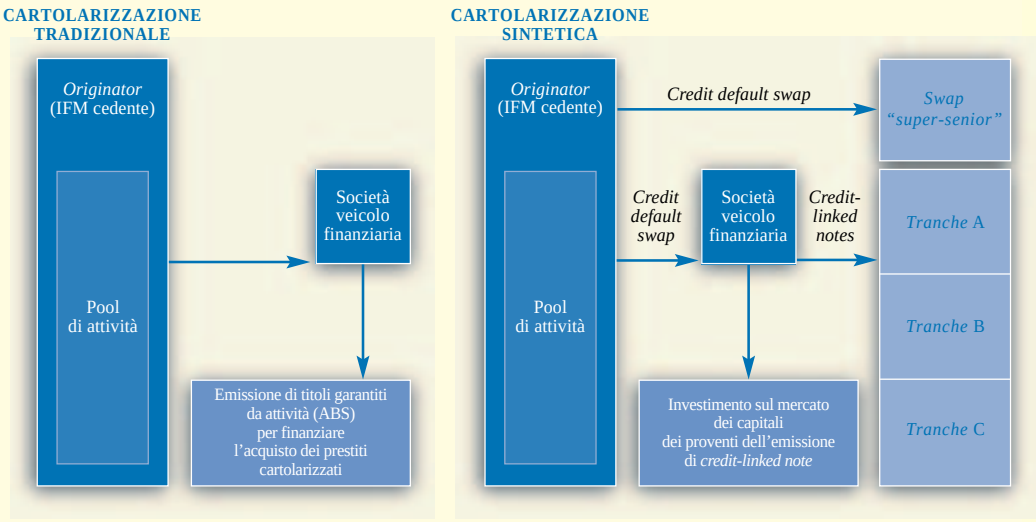
Riquadro 1

IMPATTO DELLA CARTOLARIZZAZIONE DEI PRESTITI DELLE IFM SULL'ANALISI MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO

Negli ultimi anni si è assistito a una forte espansione delle cartolarizzazioni di prestiti da parte delle IFM [1]. Nella misura in cui tali operazioni comportano il trasferimento dei prestiti al di fuori dei bilanci delle IFM, esse creano uno scarto fra il tasso di crescita effettivo dei prestiti totali al settore privato e quello ricavato dai bilanci delle IFM. In generale, la cartolarizzazione prevede il ricorso a entità giuridiche separate classificate come società veicolo finanziarie (SVF) e appartenenti al settore degli altri intermediari finanziari (AIF). Le ultime stime disponibili indicano che all'interno del settore complessivo degli AIF le SVF rappresentano una componente considerevole (pari a circa il 7 per cento delle attività degli AIF a fine 2003) e in rapida crescita. Alla luce di ciò, in questo riquadro vengono discussi i principali aspetti concet-

1) Per una descrizione easuriente degli strumenti e delle prassi di gestione del rischio delle IFM si rimanda alla pubblicazione *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, BCE, maggio 2004. Inoltre, il riquadro *La cartolarizzazione e l'attività delle società veicolo speciali* nel numero di ottobre 2003 di questo Bollettino fornisce ulteriori informazioni sull'attività dei veicoli finanziari coinvolti nel processo di cartolarizzazione dei prestiti.

Figura A Struttura tipo di un'operazione di cartolarizzazione



Fonti: Deutsche Bundesbank e BCE.
Note: **Cartolarizzazione tradizionale**: l'IFM cedente vende i prestiti cartolarizzati a una società veicolo finanziaria (SVF). Questa emette titoli assistiti da attività (*asset-backed securities*) per finanziare l'acquisto.
Cartolarizzazione sintetica: attraverso l'impiego di derivati creditizi la IFM cedente trasferisce i rischi di credito a una SVF. Quest'ultima emette *credit-linked notes* in singole *tranche* (A, B, C) che vengono acquistate dagli investitori, i quali si accollano così i rischi. Le *tranche* hanno un *rating* corrispondente alla loro partecipazione alle perdite. La SVF colloca sul mercato dei capitali i proventi della vendita. Se il valore nominale del portafoglio sottostante di prestiti della IFM eccede il valore facciale delle *credit-linked notes*, la IFM può trasferire il rischio residuo a soggetti terzi senza il coinvolgimento della SVF. Un'operazione di *credit default swap* di questo tipo viene spesso denominata *swap "super senior"*, dal momento che comporta il rischio più basso di partecipazione alle perdite. Per ulteriori informazioni, cfr. l'articolo *Credit risk transfer instruments: their use by German banks and aspects of financial stability* nel numero di aprile 2004 del Monthly Report della Deutsche Bundesbank.

tuali connessi con il processo della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM e l'impatto di tale processo sull'analisi monetaria.

Aspetti concettuali

Con il termine "cartolarizzazione di prestiti" ci si riferisce al processo in base al quale attività non negoziabili quali i mutui ipotecari e i prestiti alle imprese vengono raggruppate e convertite in titoli negoziabili che possono essere ceduti agli investitori. Esistono due tipi principali di cartolarizzazioni: quelle tradizionali (o *pro soluto*) e quelle sintetiche. Mentre le prime comportano il vero e proprio stralcio dei prestiti dal bilancio della IFM, nelle cartolarizzazioni sintetiche tali prestiti rimangono nel bilancio dell'istituzione cedente (*originator*) e viene trasferito unicamente il relativo rischio di credito.

Le cartolarizzazioni dei prestiti delle IFM comportano di norma il ricorso a una SVF quale controparte nella transazione. Nel caso delle operazioni tradizionali, la SVF finanzia l'acquisto dei prestiti cartolarizzati attraverso l'emissione di titoli assistiti da attività (*asset-backed securities*). Il pagamento degli interessi e il rimborso di tali titoli vengono finanziati dai flussi di cassa generati dai prestiti cartolarizzati. Grazie alla diversificazione del rischio sottostante, questi titoli comportano di norma un livello di rischio inferiore a quello dei prestiti originari. Un'operazione di cartolarizzazione sintetica presenta, per contro, una struttura di base più complessa. Vengono infatti utilizzati derivati di credito per trasferire il rischio alla SVF e – in ultima istanza – agli

investitori attraverso l'emissione di *credit-linked notes*, mentre i prestiti originari rimangono nel bilancio della IFM (cfr. figura A per un'illustrazione del procedimento).

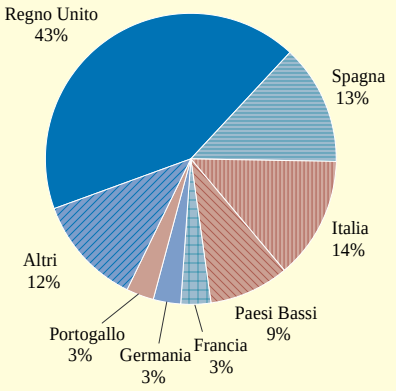
Considerate queste caratteristiche, è probabile che le cartolarizzazioni vadano a modificare il ruolo predominante delle IFM dell'area dell'euro nell'erogazione di prestiti alle imprese non finanziarie e alle famiglie. Da un lato, la cartolarizzazione di prestiti (così come altre forme di innovazione finanziaria) introducono nuove tipologie di operatori nei mercati del credito, ampliando così la gamma di opportunità finanziarie per le imprese e le famiglie. Dall'altro, potrebbe diventare più difficile individuare i soggetti che in ultima istanza sopportano il rischio di credito all'interno del sistema finanziario [2].

Impatto delle cartolarizzazioni sull'analisi monetaria

La cartolarizzazione dei prestiti può influire sull'analisi monetaria attraverso vari canali. In primo luogo, le operazioni *pro soluto* riducono l'ammontare di prestiti delle IFM (in termini sia di consistenze sia di flussi), accrescendo al tempo stesso quello delle SVF (e, pertanto, quello delle AIF). Di conseguenza, i dati sui prestiti ottenuti dai bilanci delle IFM sottostimeranno il volume dei prestiti totali al settore privato, con il rischio di distorsioni nell'analisi delle dinamiche del credito. In secondo luogo, nel caso della cartolarizzazione sintetica, vi è la possibilità che le AIF acquisiscano sempre maggiore importanza quale settore detentore di moneta laddove i fondi raccolti attraverso la vendita di *credit-linked notes* siano – quantomeno momentaneamente – collocati in depositi a breve termine. Ciò potrebbe avere conseguenze per l'analisi delle componenti di M3, poiché la struttura per strumenti della domanda di moneta delle AIF potrebbe differire da quella delle imprese non finanziarie e delle famiglie. La volatilità dei depositi delle AIF potrebbe inoltre aumentare, confondendo l'estrazione dei segnali al momento dell'analisi monetaria mensile. In terzo luogo, poiché le operazioni di cartolarizzazione sono spesso regolate via centri *offshore*, esse influiscono anche sulle attività e passività esterne delle IFM. È infine probabile che le cartolarizzazioni (sia tradizionali sia sintetiche) abbiano un impatto positivo sia sulla domanda sia sull'offerta di credito al settore privato, accrescendo la popolazione di prestatori potenziali e riducendo i costi dell'indebitamento [3].

Figura B Cartolarizzazioni in Europa: quote dei singoli paesi

(2004; percentuale per paese di appartenenza delle garanzie)



Fonti: Dealogic Bondware, Thomson Financial Securities Data (*E SF Securitisation Data Report*, inverno 2005).
Nota: la voce "Altri" comprende Austria, Belgio, Grecia, Irlanda, Lettonia, Lussemburgo, Polonia, Repubblica Ceca, Russia, Svezia, Svizzera, Turchia, Ucraina e le operazioni "multinazionali" (ovvero per le quali la garanzia è in essere in diversi paesi).

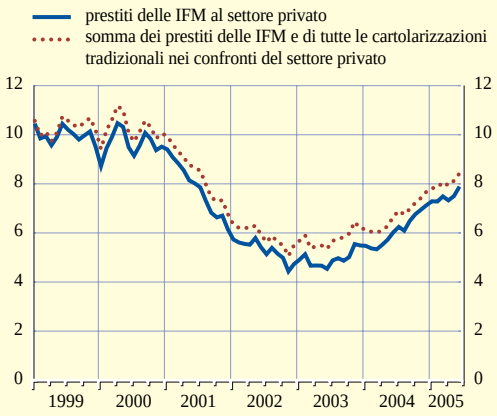
2) Per una trattazione dei potenziali effetti della cartolarizzazione dei prestiti sulla stabilità finanziaria, cfr. lo studio *Has the European collateralised debt obligations market matured?* nell'edizione di giugno 2005 della Financial Stability Review della BCE.
3) Le IFM potrebbero ricavare vari benefici in termini di costo dalla parziale cartolarizzazione del loro portafoglio prestiti; i prestiti cartolarizzati potrebbero ad esempio essere ceduti per accrescere la solvibilità. Alcune IFM ricorrono alla cartolarizzazione per ottenere garanzie da impiegare nelle operazioni di rifinanziamento settimanali del SEBC. Per una rassegna esauriente delle motivazioni sottostanti la cartolarizzazione di prestiti e delle varie tipologie di operazioni, cfr. l'articolo *Growing importance of securitisation and special purpose vehicles* nel Bollettino statistico di dicembre 2003 di De Nederlandsche Bank.

Negli ultimi anni la cartolarizzazione *pro soluto* dei prestiti ha acquisito maggiore rilevanza nell'area dell'euro, in parte in risposta al basso livello prevalente dei tassi di interesse e alla forte crescita dei prestiti al settore privato: le evidenze aneddotiche indicano che il volume delle transazioni di questo tipo è approssimativamente raddoppiato negli ultimi tre anni, raggiungendo 25 miliardi di euro nel 2004 [4]. L'importanza della cartolarizzazione si evince anche dalle statistiche sulle emissioni di titoli di debito delle società finanziarie non monetarie, costituite quasi esclusivamente da titoli delle AIF. Nel maggio di quest'anno le emissioni di società finanziarie non monetarie rappresentavano l'8 per cento circa dei titoli di debito in essere totali e il 15 per cento di quelli del settore privato, superando in entrambi i casi la quota delle emissioni di società non finanziarie. A livello nazionale, più paesi – ad esempio Spagna, Italia e Paesi Bassi – hanno registrato un volume considerevole di cartolarizzazioni tradizionali nel 2004 (cfr. figura B) [5]. Tuttavia, la diffusione di operazioni di questo tipo nell'area dell'euro resta piuttosto limitata al confronto con il Regno Unito, che continua a essere il paese *leader* in termini di volumi cartolarizzati, con quasi la metà delle operazioni di cartolarizzazione in Europa.

In base a stime approssimative il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato risulta inferiore di ½ punto percentuale circa a quello totale dei prestiti al settore privato (originati dalle IFM) nell'area dell'euro (cfr. figura C). Tale osservazione concorda con l'analisi del finanziamento del settore delle famiglie riportata alla sottosezione 2.7 della sezione *Gli andamenti monetari e finanziari* di questo Bollettino mensile. Va tuttavia rilevato che vi è considerevole incertezza riguardo alle stime attualmente disponibili sulle cartolarizzazioni *pro soluto*, che andrebbero pertanto considerate solo come indicative.

Figura C Impatto delle cartolarizzazioni tradizionali sul tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE e stime della BCE.

In sintesi, il fenomeno della cartolarizzazione dei prestiti da parte delle IFM, benché ancora relativamente modesto, sta acquisendo importanza ed è destinato a esercitare un influsso crescente sull'analisi monetaria basata sui dati delle IFM. A questo proposito, le varie caratteristiche delle operazioni di cartolarizzazione andranno tenute sotto attenta osservazione. Sarebbe inoltre necessario affinare le statistiche per ciò che riguarda le cartolarizzazioni nell'area dell'euro per quanto riguarda sia le IFM sia le SVF.

4) Per maggiori informazioni sull'espansione dell'attività di emissione delle SVF, cfr. il riquadro già citato alla nota 1, nonché il riquadro *Credit derivatives markets continue to grow rapidly* nel numero di dicembre 2004 della Financial Stability Review della BCE.

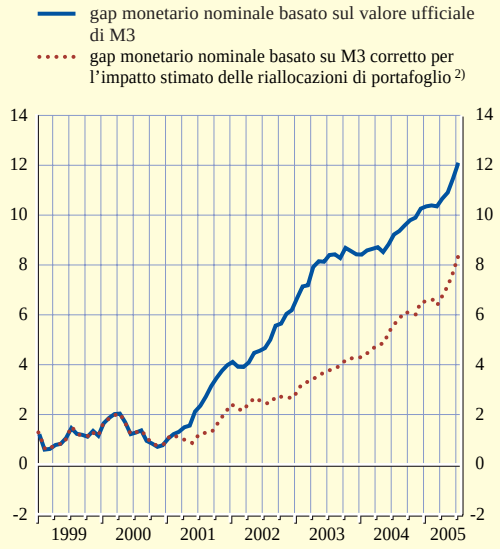
5) Per una trattazione degli sviluppi recenti a livello nazionale, cfr. ad esempio gli articoli *Special Purpose Vehicles: einde aan de groei?* nel Bollettino statistico di giugno 2005 della De Nederlandsche Bank e *Credit risk transfer instruments: their use by German banks and aspects of financial stability* nel Monthly Report di aprile 2004 della Deutsche Bundesbank.

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

Il protrarsi di una sostenuta crescita di M3 a metà del 2005 ha determinato un ulteriore incremento delle misure dei *gap* nominale e reale, le quali rappresentano una stima delle condizioni di liquidità complessive.

Figura 8 Stime del *gap* monetario nominale [1)]

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



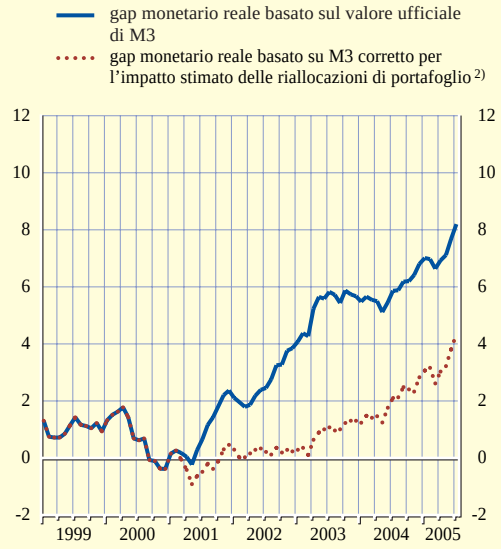
Fonte: BCE.

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 dal dicembre 1998 (utilizzato 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 [1)]

(in percentuale rispetto allo stock di M3 in termini reali; 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.

Sia la misura del *gap* monetario nominale basata sulla serie ufficiale di M3, sia quella basata sulla serie di M3 corretta per le riallocazioni di portafoglio sono ulteriormente aumentate in luglio. Le due misure sono rimaste su livelli molto diversi, e quelle basate sulla serie di M3 corretta risultano notevolmente inferiori (cfr. figura 8). La perdurante ma relativamente stabile differenza fra le due misure negli ultimi trimestri supporta la valutazione in base alla quale, pur non essendoci stata un'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio, i profili di investimento dei nuovi fondi da parte del settore detentore di moneta siano tornati a una maggiore normalità.

Le misure del *gap* monetario reale tengono conto del fatto che parte dell'eccesso di liquidità accumulato è stato assorbito dal rialzo dei prezzi, di riflesso a deviazioni verso l'alto dei tassi di inflazione rispetto alla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. I *gap* monetari reali calcolati sia sulle serie ufficiali di M3, sia su quelle corrette per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio risultano inferiori alle rispettive misure dei *gap* monetari nominali (cfr. figura 8 e 9).

Tuttavia, queste misure rappresentano solo una stima imperfetta delle condizioni di liquidità. Dato che la scelta del periodo base è in un certo modo arbitraria, il livello di queste misure presenta un notevole grado di incertezza e dovrebbe quindi essere considerato con cautela. Tale incertezza è ben illustrata dall'ampia serie di stime desumibili dalle quattro misure descritte. D'altra parte, nono-

stante il grado di incertezza, il quadro delineato da queste misure segnala condizioni di abbondante liquidità nell'area dell'euro. In una prospettiva di medio e più lungo termine, la liquidità in eccesso comporta dei rischi per la stabilità dei prezzi, soprattutto se le disponibilità liquide dovessero essere rivolte all'acquisto di beni e servizi in una fase di rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività economica. Inoltre, la crescita sostenuta della moneta e del credito in un contesto di ampia liquidità rende necessario tenere sotto osservazione la dinamica dei prezzi delle attività e le sue potenziali ripercussioni.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel primo trimestre (periodo cui risalgono gli ultimi dati disponibili) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore non finanziario è rimasto sostanzialmente stabile. Il risultato ha riflesso un ulteriore rafforzamento dell'espansione degli investimenti in titoli di debito a lungo termine e un nuovo calo di quella degli investimenti in fondi del mercato monetario, in linea con una graduale normalizzazione delle scelte di portafoglio all'inizio dell'anno.

INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO

Nel primo trimestre dell'anno (periodo cui risalgono gli ultimi dati disponibili) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore non finanziario si è collocato al 4,8 per cento, pressoché invariato dal 4,7 per cento del quarto trimestre del 2004 (cfr. tavola 2). L'andamento ha riflesso un modesto aumento del tasso di incremento degli investimenti

Tavola 2 Investimenti finanziari del settore non finanziario nell'area dell'euro

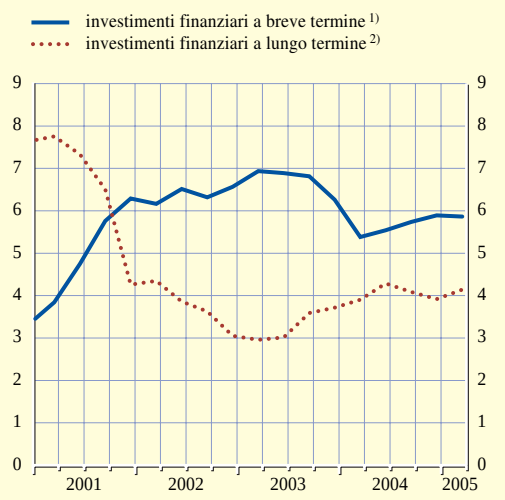
	Consistenze in percentuale del totale [1]	Tassi di crescita sul periodo corrispondente								
		2003 1° trim.	2003 2° trim.	2003 3° trim.	2003 4° trim.	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.
Totale	**100**	**4,4**	**4,6**	**5,0**	**4,8**	**4,5**	**4,9**	**4,8**	**4,7**	**4,8**
Circolante e depositi	37	6,2	6,7	6,7	5,8	5,5	5,5	5,8	6,3	6,1
Titoli non azionari	12	0,0	-2,3	-1,8	-1,2	-1,0	3,0	3,3	2,3	4,1
di cui: a breve termine	1	-4,9	-10,9	-7,4	-2,5	1,4	20,8	18,8	5,0	5,5
a lungo termine	11	0,6	-1,3	-1,1	-1,1	-1,2	1,1	1,7	2,0	3,9
Quote di fondi comuni	12	5,5	7,0	7,2	7,1	5,1	2,9	1,8	1,1	1,0
di cui: quote e partecipazioni in fondi comuni (esclusi quelli monetari)	9	4,3	5,7	6,7	6,8	5,8	3,2	2,1	1,6	1,9
quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	2	12,0	13,6	9,3	8,5	2,8	1,7	0,5	-0,8	-2,3
Azioni quotate	14	0,2	0,6	1,6	1,3	2,1	4,0	3,3	1,9	1,6
Riserve tecniche di assicurazione	26	6,3	6,4	6,6	6,9	6,6	6,3	6,2	6,5	6,6
M3 [2]		8,2	8,6	7,6	7,1	6,2	5,3	6,0	6,6	6,5
Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL)		-16,9	-6,4	1,8	4,7	8,2	3,8	3,5	2,5	3,0

Fonte: BCE.
Nota: per dettagli, cfr. tavola 3.1 nella sezione Statistiche dell'area dell'euro di questo Bollettino.
1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. 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).

finanziari a lungo termine, mentre quello degli investimenti a breve termine è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. figura 10). Queste dinamiche contrastanti sono coerenti con una graduale normalizzazione delle scelte di portafoglio agli inizi del 2005. Il miglioramento del tasso di crescita degli investimenti a lungo termine è principalmente riconducibile a un aumento del tasso di espansione dei titoli di debito a lungo termine. Nel contempo, il tasso di incremento degli investimenti in azioni quotate è leggermente diminuito, a indicazione di una protratta riluttanza degli investitori ad accrescere i propri investimenti in attività più rischiose. Per quanto riguarda gli investimenti finanziari a breve termine, il tasso di variazione dei depositi a breve termine detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente stabile, mentre quello degli investimenti in fondi del mercato monetario è sceso ulteriormente, a -2,3 per cento da -0,8 del quarto trimestre del 2004.

Figura 10 Investimenti finanziari del settore non finanziario

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.
1) Comprende circolante e depositi a breve termine, titoli di debito a breve termine e quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, ad esclusione di quelli detenuti dalle amministrazioni centrali.
2) Comprende depositi a più lungo termine, titoli di debito a lungo termine, quote e partecipazioni in fondi comuni esclusi quelli monetari, azioni quotate e riserve tecniche di assicurazione, ad esclusione di quelli detenuti dalle amministrazioni centrali.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

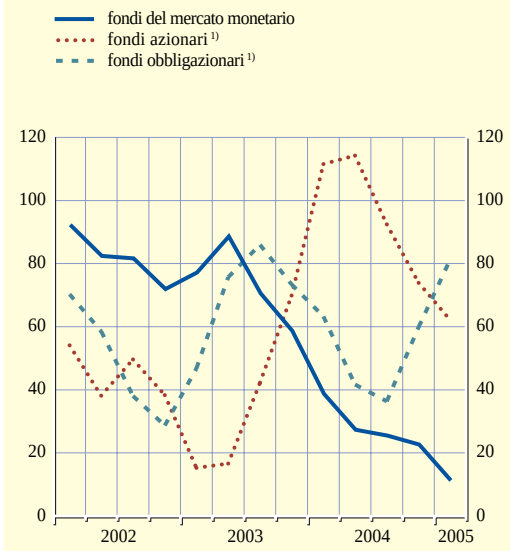
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente del valore delle attività totali dei fondi di investimento è stato del 10,5 per cento nel primo trimestre, invariato dall'ultimo trimestre del 2004. Il valore delle attività totali è cresciuto per tutti i tipi di fondi di investimento. Tuttavia, le variazioni del valore delle attività totali detenute includono anche gli effetti di rivalutazione causati dalle variazioni dei prezzi delle attività e pertanto possono fornire informazioni solo parziali sulle scelte di investimento. I dati pubblicati dall'European Fund and Asset Management Association (EFAMA) [2] per il primo trimestre del 2005 indicano che le vendite nette annuali di fondi di investimento (esclusi i fondi del mercato monetario) sono aumentate in quel trimestre rispetto all'ultimo del 2004, poiché la domanda di fondi obbligazionari si è ulteriormente rafforzata e ha controbilanciato il calo in corso degli afflussi netti annuali verso i fondi azionari (cfr. figura 11). Nel contempo, i flussi netti annuali verso i fondi del mercato monetario sono nuovamente diminuiti. Nel loro insieme, queste dinamiche suffragano l'interpretazione di un proseguimento della normalizzazione delle scelte di portafoglio agli inizi del 2005.

L'andamento dei flussi netti annuali riflette il fatto che nel primo trimestre le vendite nette di fondi di investimento sono state molto sostenute, per effetto di un ulteriore aumento delle vendite nette di fondi azionari e di afflussi verso i fondi obbligazionari ai livelli più elevati dagli inizi del 2001.

2) L'EFAMA fornisce dati sulle vendite nette (ovvero sugli afflussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni 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.

Figura 11 Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)

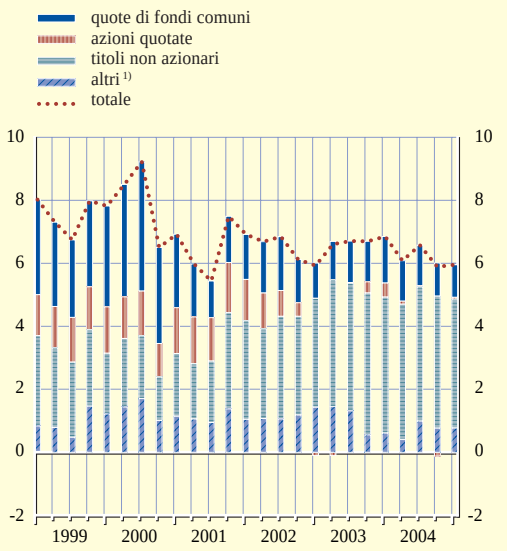
(in miliardi di euro)



Fonti: BCE ed EFAMA.
1) Elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dalla EFAMA.

Figura 12 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.
1) Comprende prestiti, depositi e riserve tecniche di assicurazione.

Nel primo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato al 6,0 per cento, dal 5,9 del trimestre precedente (cfr. figura 12). Ciò riflette un lieve calo nel trimestre degli investimenti in titoli diversi dalle azioni, che hanno tuttavia continuato a crescere vigorosamente, a un tasso del 10 per cento. Nel contempo, benché i rendimenti azionari siano migliorati agli inizi del 2005, le società di assicurazione e i fondi pensione hanno mantenuto un atteggiamento cauto nei confronti degli investimenti in titoli azionari: la crescita degli investimenti in azioni quotate è ridivenuta positiva ma è restata modesta. Le plusvalenze sull'insieme dei titoli detenuti non sono sostanzialmente variate nel primo trimestre dell'anno rispetto all'ultimo del 2004.

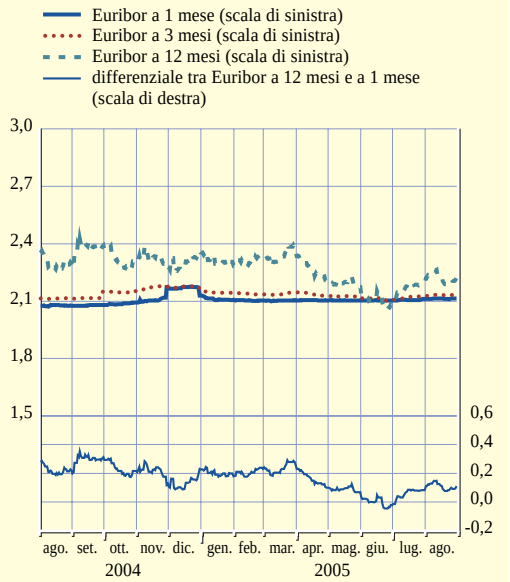
2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Alla fine di agosto i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine si sono collocati leggermente al di sopra dei livelli di inizio giugno. Dato che i tassi a breve termine sono rimasti sostanzialmente stabili, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata lievemente negli ultimi tre mesi.

Dopo la flessione di giugno, i tassi di interesse del mercato monetario a più lungo termine sono aumentati tra luglio e metà agosto, per poi calare nuovamente nella seconda parte del mese riportandosi così sui livelli di metà luglio. I tassi a più breve termine, invece, sono rimasti sostanzialmente stabili negli ultimi tre mesi. Di conseguenza, da inizio giugno l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è lievemente accentuata. Il differenziale tra l'Euribor a

Figura 13 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

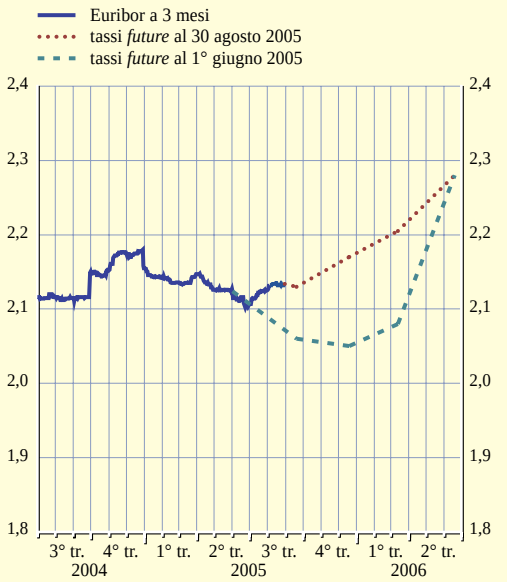
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Figura 14 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.

dodici mesi e quello a un mese è aumentato dai 4 punti base del 1° giugno ai 10 del 31 agosto (cfr. figura 13).

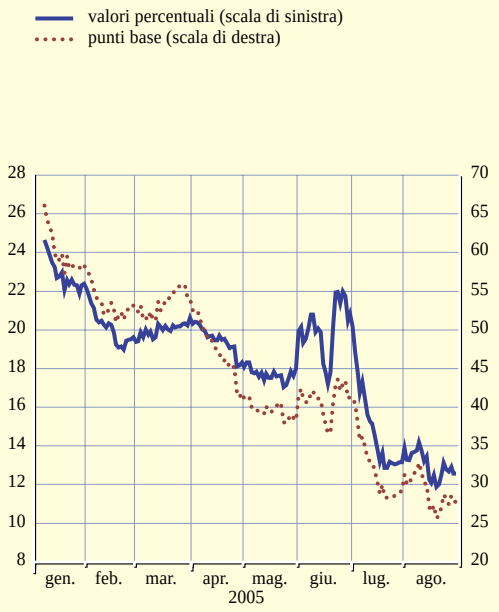
Dagli inizi di giugno gli operatori di mercato hanno rivisto al rialzo le aspettative sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nella parte restante di quest'anno e all'inizio del prossimo. Ciò nondimeno, i mercati in genere non prevedono ancora un rialzo dei tassi a breve termine prima del secondo trimestre del 2006, come mostrato dagli andamenti dei contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi. Il 31 agosto i tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in dicembre 2005, marzo 2006 e giugno 2006 erano pari rispettivamente al 2,16, 2,18 e 2,25 per cento, superiori di 14 (nei primi due casi) e 11 punti base rispetto agli inizi di giugno (cfr. figura 14).

Tra luglio e agosto la volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi si è ridotta, dopo aver toccato livelli più elevati in giugno, e alla fine di agosto si è situata su valori storicamente bassi (cfr. figura 15). Ciò suggerisce che l'incertezza degli operatori di mercato sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine nei prossimi mesi è relativamente contenuta.

Per la maggior parte del periodo compreso fra il 1° giugno e il 31 agosto le condizioni dei tassi di interesse del mercato monetario sono rimaste relativamente stabili (cfr. figura 16). Il tasso marginale e quello medio ponderato delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema si sono attestati al 2,05 per cento per gran parte del periodo. L'Eonia si è per lo più mantenuto stabile al 2,08-2,09 negli ultimi tre mesi, con poche eccezioni dovute ai consueti effetti di fine mese e di fine semestre e ai picchi alla fine di periodi di mantenimento. Nell'ultimo giorno dei periodi di mante-

Figura 15 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a marzo 2006

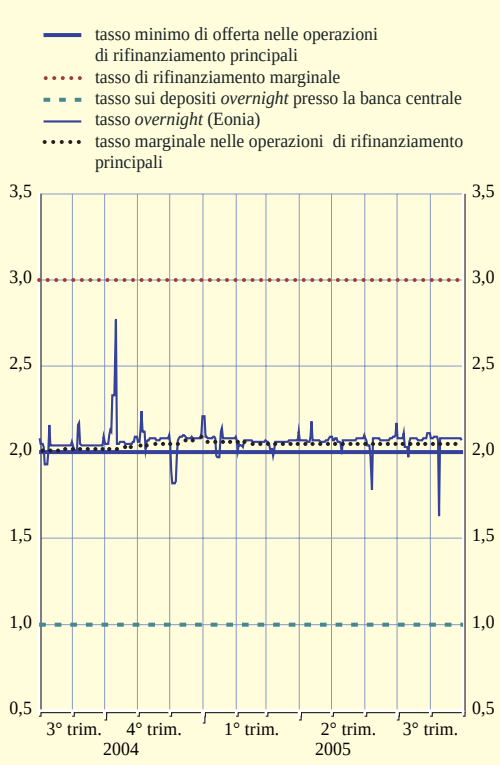
(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; dati giornalieri)



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 16 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

nimento di ciascuno degli ultimi tre mesi l'Eonia è sceso al di sotto del 2 per cento, rispecchiando la presenza di condizioni di liquidità abbondanti (cfr. riquadro 2).

Nelle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolate il 30 giugno e il 28 luglio i tassi marginali si sono collocati 5 punti base al di sotto del tasso Euribor a tre mesi prevalente in tali date.

Riquadro 2

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DALL'11 MAGGIO AL 9 AGOSTO 2005

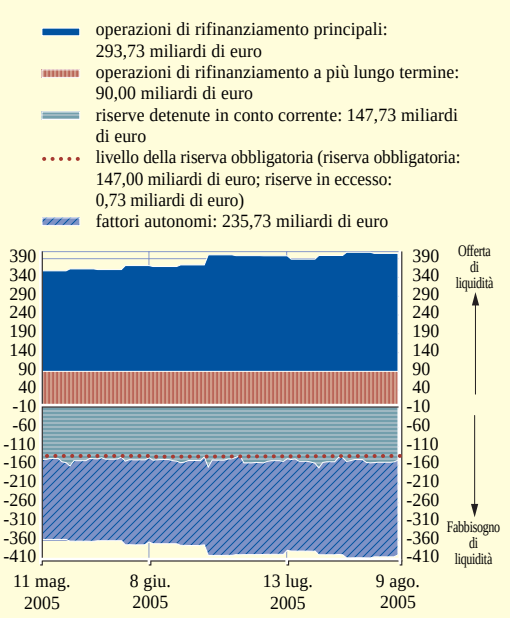
Questo riquadro esamina la gestione della liquidità della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve conclusisi rispettivamente il 7 giugno, il 12 luglio e il 9 agosto 2005.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Il fabbisogno di liquidità delle banche è aumentato ulteriormente nel periodo in esame, principalmente a seguito della crescita dello stock di banconote in circolazione (cfr. figura A).

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

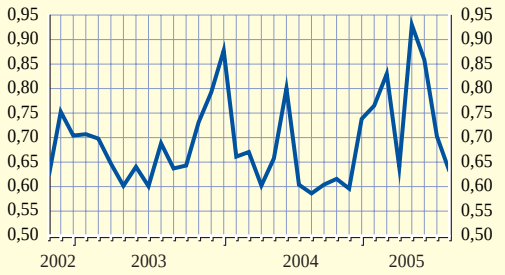
(miliardi di euro; in corrispondenza di ciascuna voce sono riportate le medie giornaliere per l'intero periodo)



Fonte: BCE.

Figura B Riserve in eccesso [1)]

(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.

Le banconote in circolazione, che rappresentano il principale "fattore autonomo" (ossia un fattore che generalmente non deriva dall'utilizzo di strumenti di politica monetaria), hanno toccato il 5 agosto un massimo storico di 537,5 miliardi di euro. In media i fattori autonomi hanno contribuito per 235,7 miliardi al disavanzo di liquidità dell'Eurosistema nel periodo in esame. Gli obblighi di riserva, che costituiscono l'altra fonte importante di fabbisogno di liquidità delle banche, sono saliti a 147,0 miliardi di euro. L'eccedenza giornaliera media delle riserve (ossia la media giornaliera dei depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) è rimasta su livelli relativamente elevati (0,86 miliardi) nel primo periodo di mantenimento, ma è poi scesa a 0,70 miliardi in quello successivo e a 0,63 miliardi nel terzo (cfr. figura B). Il valore elevato osservato per il periodo chiuso al 7 giugno è in parte riconducibile a depositi di riserve relativamente abbondanti concentrati intorno alle festività.

Offerta di liquidità e tassi di interesse

Parallelamente alla crescente domanda di liquidità, si è accresciuto il volume delle operazioni di mercato aperto (cfr. figura A). La liquidità assegnata nell'operazione di rifinanziamento principale (ORP) regolata il 27 luglio è stata pari a 317 miliardi di euro, il valore più elevato dall'introduzione dell'euro. Tuttavia, il rapporto fra gli importi richiesti dalle controparti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) è aumentato, in media, a circa 1,28 nel periodo in esame.

Nei tre periodi di mantenimento in esame, la BCE ha aggiudicato il volume di riferimento in tutte le operazioni di rifinanziamento principale. Il differenziale tra il tasso marginale e quello medio ponderato è risultato nullo o pari a un punto base in tutte le aste settimanali, essendo il tasso marginale pari al 2,05 per cento.

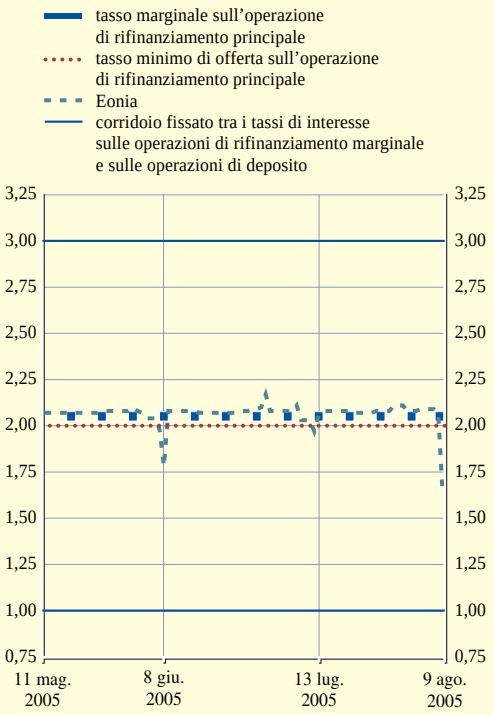
Generalmente, l'Eonia è rimasto piuttosto stabile durante la maggior parte del periodo in esame, mantenendo quasi sempre un differenziale di 7-8 punti base rispetto al tasso minimo di offerta

(cfr. figura C). Come di consueto, l'indice è aumentato a fine mese e ha anche evidenziato un lieve aumento di volatilità alla fine dei periodi di mantenimento.

Dopo l'aggiudicazione dell'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato il 7 giugno, l'Eonia è inizialmente sceso di poco, collocandosi su livelli lievemente inferiori al tasso minimo di offerta del 2 per cento nel penultimo giorno del periodo, in risposta alla percezione di condizioni di liquidità abbondanti da parte degli operatori. Il 7 giugno, l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, la BCE ha condotto un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) finalizzata ad assorbire un eccesso di liquidità previsto intorno ai 7,5 miliardi di euro. Tuttavia, poiché l'offerta di liquidità delle controparti è stata inferiore a quanto atteso, l'operazione ha assorbito liquidità solo per un ammontare di 3,7 miliardi. Il periodo è terminato con un ricorso netto ai depositi presso la banca centrale di 3,5 miliardi di euro, con l'Eonia in flessione all'1,78 per cento.

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

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

Nel successivo periodo di mantenimento le condizioni di liquidità sono nuovamente diventate più ampie dopo con l'aggiudicazione dell'ultima ORP il 5 luglio. L'Eonia è sceso al 2,03 per cento l'8 luglio e all'1,97 per cento (ovvero lievemente al di sotto del tasso minimo di offerta) l'11 luglio. Il 12 luglio, l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, le previsioni di liquidità aggiornate dell'Eurosistema hanno indicato attese di un eccesso di liquidità di 10 miliardi, cui ha fatto seguito un'operazione di regolazione puntuale che ha assorbito 9,6 miliardi. Il ricorso netto ai depositi presso la banca centrale nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento è stato pari a 1,4 miliardi di euro e l'Eonia si è collocato al 2,06 per cento.

Nei giorni successivi all'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato il 9 agosto l'Eonia si è mantenuto stabile intorno al 2,08 per cento, malgrado le condizioni di liquidità sempre più abbondanti. Il 9 agosto la BCE ha annunciato un'operazione di regolazione puntuale finalizzata ad assorbire liquidità per un importo di 6,5 miliardi di euro. Tuttavia, l'operazione ha assorbito liquidità per soli 0,5 miliardi. Alla fine della giornata il ricorso netto ai depositi presso la banca centrale è stato pari a 5,4 miliardi di euro e l'Eonia si è collocato a 1,63 per cento.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

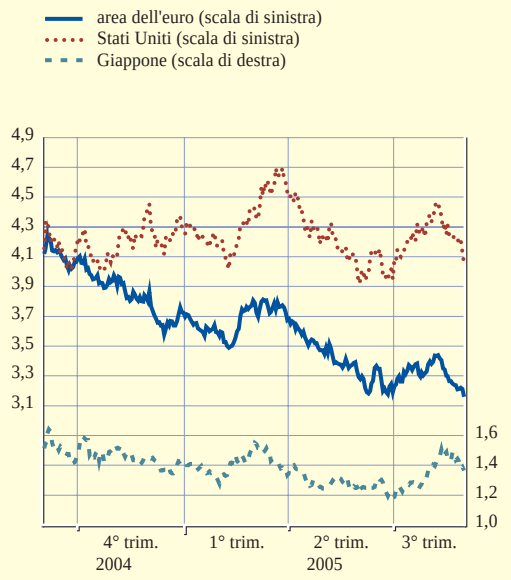
Negli ultimi tre mesi i tassi di interesse a lungo termine hanno registrato oscillazioni significative nei principali mercati obbligazionari. In particolare, il movimento al rialzo osservato dalla fine di mag-

gio si è invertito a partire da metà agosto circa, molto probabilmente a causa delle preoccupazioni degli investitori in merito all'impatto degli andamenti del prezzo del petrolio sull'attività economica. Nel complesso, tra la fine di maggio e la fine di agosto i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro hanno subito un calo significativo, imputabile quasi interamente ai più bassi tassi reali a lungo termine. I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine sono rimasti sostanzialmente invariati su tutte le scadenze. Per contro, negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono risultati a fine agosto pressoché invariati rispetto alla fine di maggio. La volatilità del mercato obbligazionario derivata dai prezzi delle opzioni è restata contenuta in tutti i principali mercati.

Negli ultimi tre mesi gli andamenti dei tassi di interesse a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono stati caratterizzati da due fasi distinte (cfr. figura 17). I rendimenti dei titoli di Stato decennali hanno cominciato il periodo con alcuni rialzi sulla scia della pubblicazione di dati macroeconomici più favorevoli, in particolare per gli Stati Uniti. Nelle ultime settimane, tuttavia, le preoccupazioni degli investitori circa il possibile impatto dei recenti rincari del petrolio sull'attività economica mondiale hanno innescato una dinamica negativa nei rendimenti obbligazionari. A causa di questi recenti cali, nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono scesi di circa 20 punti base tra la fine di maggio e il 31 agosto, collocandosi in tale data attorno al 3,2 per cento. Per contro, negli Stati Uniti nello stesso periodo i rendimenti obbligazionari decennali sono rimasti sostanzialmente invariati nel complesso, attestandosi al 4,1 per cento il 31 agosto. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

Figura 17 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

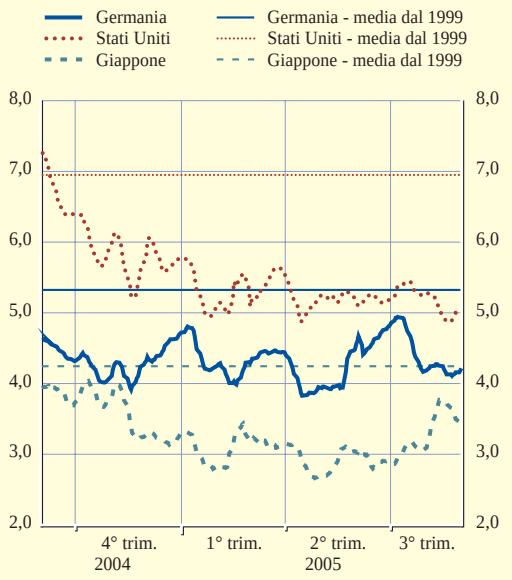
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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 18 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a dieci termini, 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.

è cresciuto nel trimestre portandosi a circa 90 punti base il 31 agosto. In Giappone, tra la fine di maggio e il 31 agosto i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono saliti di circa 10 punti base a circa l'1,4 per cento, un aumento che sembra principalmente ascrivibile al miglioramento delle prospettive per l'economia nipponica.

Malgrado le recenti oscillazioni dei tassi di interesse a lungo termine, l'incertezza degli operatori di mercato circa l'evoluzione a breve termine dei mercati obbligazionari, indicata dalla volatilità implicita di tali mercati, è rimasta relativamente contenuta nelle principali economie (cfr. figura 18).

Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono gradualmente risaliti dai livelli piuttosto bassi al di sotto del 4 per cento raggiunti a fine maggio. Grazie alle pubblicazioni di dati macroeconomici positivi che hanno rassicurato gli investitori circa una ripresa dell'attività economica verso la fine del secondo trimestre, è cominciato un movimento al rialzo di tali rendimenti che è durato per la maggior parte del periodo in esame. Attorno alla metà di agosto, tuttavia, i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono calati, a causa del rinnovarsi delle preoccupazioni fra gli investitori circa l'impatto dei rincari del petrolio sull'inflazione e sull'attività economica, invertendo pertanto i precedenti aumenti. Nel contesto della continuazione dell'inasprimento monetario graduale da parte del Federal Reserve System, che ha innalzato di 25 punti base il tasso obiettivo sui *federal fund* per due volte il 30 giugno e il 9 agosto, tali andamenti hanno determinato un ulteriore appiattimento dell'inclinazione della curva dei rendimenti statunitense, con una flessione del differenziale fra i rendimenti a dieci e due anni a nuovi minimi annuali verso la fine del periodo.

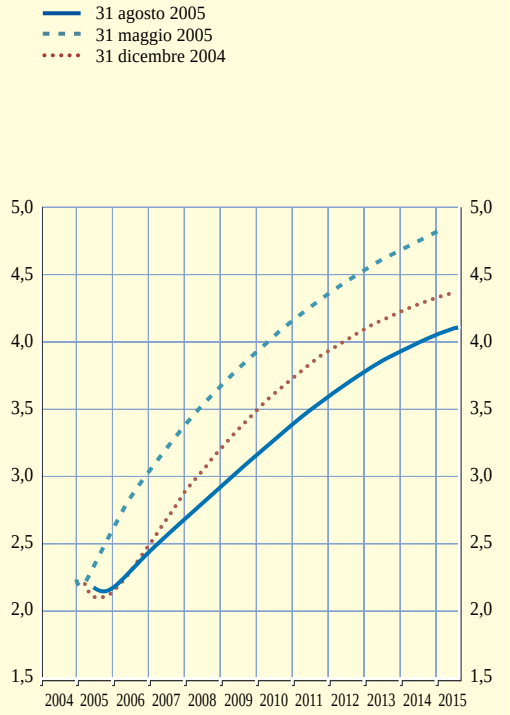
Coerentemente con l'evoluzione delle prospettive degli operatori di mercato relativamente all'attività economica negli Stati Uniti, che sono state la determinante fondamentale dei rendimenti obbligazionari, nel trimestre in esame le marcate oscillazioni dei tassi di interesse nominali a lungo termine sono state accompagnate da movimenti analoghi nei rendimenti delle obbligazioni indicizzate a lungo termine. Nel contempo, le aspettative di inflazione a più lungo termine, rispecchiate nei corrispondenti tassi di inflazione di pareggio, sono rimaste contenute, malgrado un significativo rialzo degli indici dei prezzi alla produzione e al consumo nell'ultima parte del periodo e le dichiarazioni del Federal Reserve System in merito ad accresciute pressioni inflazionistiche, che hanno determinato tassi di inflazione di pareggio a breve termine lievemente più elevati.

Nell'area dell'euro i movimenti più ampi dei rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno rispecchiato quelli del mercato statunitense. In particolare, si è registrato un movimento di graduale rialzo a partire dall'inizio di giugno, molto probabilmente riconducibile ai miglioramenti dei dati macroeconomici per l'economia statunitense e, da luglio, della maggior parte dei risultati delle indagini per l'area dell'euro. Nelle ultime settimane, tuttavia, le preoccupazioni circa l'evoluzione del prezzo del petrolio sono sembrate rafforzarsi fra gli investitori, offuscando le notizie positive sull'attività economica nell'area dell'euro, così che i rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'area sono scesi di pari passo con quelli statunitensi. Nel periodo in esame l'inclinazione della curva dei tassi *overnight* a termine dell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap* si è leggermente appiattita sulle scadenze da medio a lungo termine (cfr. figura 19).

Il calo complessivo dei rendimenti nominali delle obbligazioni a lungo termine nell'area dell'euro è quasi interamente riconducibile ai minori tassi reali a lungo termine (cfr. figura 20), il che indica un certo rafforzamento delle preoccupazioni sulle prospettive di crescita dell'area fra gli operatori di mercato. I rendimenti delle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2015 sono scesi all'1 per cento circa, un valore inferiore di circa 20 punti base rispetto alla fine di maggio.

Figura 19 Tassi di interesse *overnight* a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi *swap*

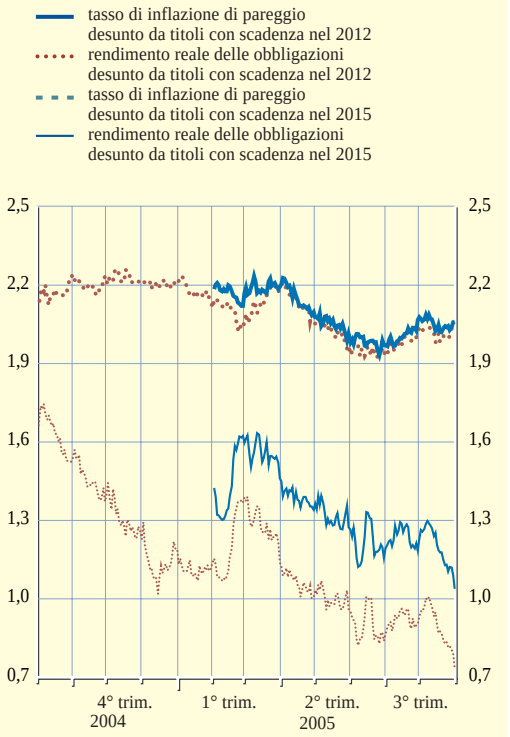
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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 riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

Figura 20 Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; escluse le spese; 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). Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto nel riquadro 2 del Bollettino mensile di febbraio 2002.

Il tasso di inflazione di pareggio a lungo termine, calcolato dal differenziale fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato e quelli dei titoli indicizzati con scadenza nel 2015, è temporaneamente sceso sotto il 2 per cento all'inizio del periodo in esame, un livello mai osservato dalla metà del 2003. Dall'inizio di luglio, tuttavia, ha oscillato al di sopra di tale livello (cfr. figura 20) e il 31 agosto si è attestato al 2 per cento, sostanzialmente invariato dalla fine di maggio. Ciò, unitamente al fatto che i tassi di inflazione di pareggio a breve termine si sono mantenuti attorno alla soglia del 2 per cento per la maggior parte del periodo, suggerisce che le preoccupazioni degli operatori di mercato sui rischi per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro sono rimaste contenute malgrado i rincari del petrolio e dell'inflazione complessiva negli ultimi mesi.

Gli andamenti commentati regolarmente in questa sezione si riferiscono ai dati per l'intera area dell'euro. Va tuttavia ricordato che tali dati sono derivati da un'aggregazione dei rendimenti dei titoli di Stato di tutti i paesi dell'area dell'euro i quali possono essere influenzati da fattori molto diversi. Il riquadro 3 esamina i recenti andamenti dei differenziali fra i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro.

Riquadro 3

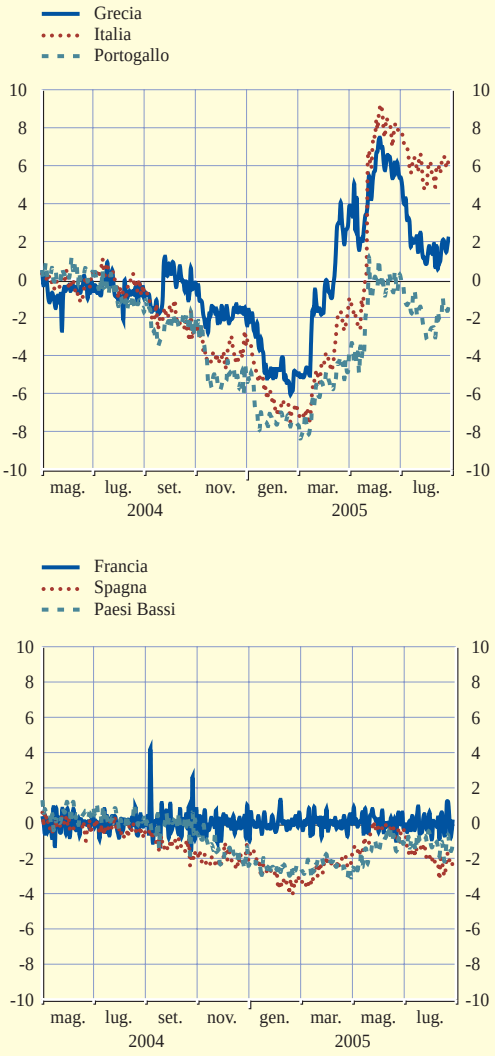
ANDAMENTO RECENTE DEI DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO FRA I TITOLI DI STATO DEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

A partire dall'introduzione dell'euro nel gennaio del 1999 e dalla conseguente eliminazione dei rischi connessi ai tassi di cambio i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato a lungo termine dei paesi dell'area dell'euro sono rimasti relativamente ristretti. Nondimeno, ancora sussistono alcuni differenziali di rendimento, a indicazione che gli investitori non ritengono in genere che i titoli di Stato dei singoli paesi dell'area siano perfetti sostituti. In particolare, gli investitori distinguono fra le obbligazioni in termini di liquidità e, in certa misura, in termini di rischio di credito. Per quanto attiene a quest'ultimo, ad esempio, se gli investitori nutrono timori riguardo la posizione di bilancio di un paese, allora i tassi di interesse a lungo termine pagati su titoli emessi dal paese in questione dovrebbero aumentare rispetto a quelli di altri paesi, rispecchiando la richiesta di un premio più elevato da parte degli investitori per compensare l'accresciuto rischio di inadempienza da parte dell'emittente. Di conseguenza, questo premio per il rischio di credito dovrebbe rappresentare di norma l'opinione degli operatori di mercato in merito alla sostenibilità delle posizioni di bilancio. Nel 2004 e nel 2005 fino a oggi alcuni paesi dell'area dell'euro hanno registrato una variazione del *rating* dei propri titoli di Stato, di riflesso all'evoluzione delle proprie posizioni di bilancio. Il presente riquadro si propone di valutare se tali variazioni di *rating*, nonché i recenti avvenimenti politici che hanno potenziali implicazioni sulla politica di bilancio agli occhi degli operatori di mercato, hanno comportato variazioni corrispondenti nei differenziali fra i titoli di Stato a lungo termine dei paesi interessati rispetto a un'obbligazione di riferimento.

Finora i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni tedeschi sono stati generalmente i più bassi fra i paesi dell'area dell'euro, per effetto in primo luogo della loro maggior liquidità e del loro status corrispondente di *benchmark*, ma anche dei modesti timori relativi alla sostenibilità delle finanze pubbliche nell'orizzonte

Figura A Variazioni cumulate nei differenziali di rendimento di alcuni titoli di Stato rispetto a quelli tedeschi a partire da maggio 2004

(in punti base; dati giornalieri)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: quelle presentate in figura sono le variazioni cumulate nei differenziali di rendimento depurate dei dati relativi ai giorni in cui si è verificata una variazione nel titolo di riferimento sottostante. In tali giorni, infatti, è solito che si verifichino brusche oscillazioni nelle misurazioni dei differenziali.

Rating del credito sovrano per i paesi dell'area dell'euro

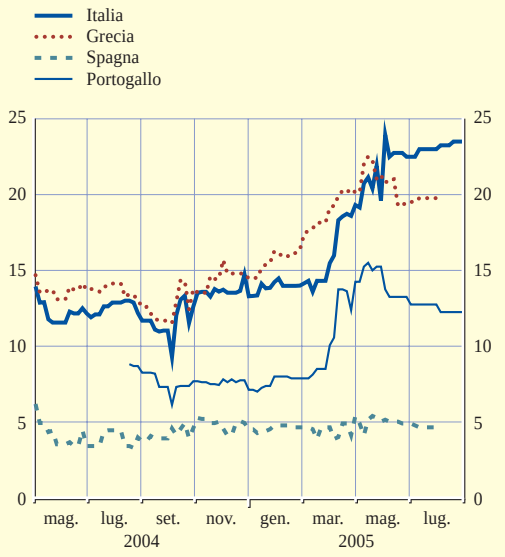
	Standard & Poor's		Moody's	
	maggio 2004	agosto 2005	maggio 2004	agosto 2005
Belgio	AA+	AA+	Aa1	Aa1
Germania	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Grecia	A+	A (nov. 2004)	A1	A1
Spagna	AA+	AAA (dic. 2004)	Aaa	Aaa
Francia	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Irlanda	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Italia	AA	AA– (lug. 2004)	Aa2	Aa2
Paesi Bassi	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Austria	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Portogallo	AA	AA– (giu. 2005)	Aa2	Aa2
Finlandia	AAA	AAA	Aaa	Aaa

Fonte: Bloomberg.
Nota: i *rating* si riferiscono al debito a lungo termine in valuta locale. Le date tra parentesi stanno a indicare quando si è verificata la variazione più recente nel *rating*.

dell'emissione. La figura A riporta le variazioni cumulate dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli tedeschi, corrette per le variazioni nello strumento sottostante di *benchmark*, per alcuni paesi da maggio 2004 ad agosto 2005. Si possono formulare diverse osservazioni. Il differenziale fra le obbligazioni francesi e tedesche è rimasto molto stabile nell'intero periodo. Per contro, quelli di Grecia, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna sono tutti inizialmente diminuiti fino a circa metà marzo 2005, per poi recuperare nel loro complesso. I paesi che hanno mostrato i maggiori incrementi nei differenziali di rendimento rispetto alla Germania fra marzo e agosto sono stati Grecia, Italia e Portogallo. Questi sono stati gli ultimi a riferire crescenti squilibri di bilancio e a essere sottoposti a procedure per i disavanzi eccessivi. I differenziali per Grecia, Italia e Portogallo hanno toccato il massimo livello immediatamente dopo i referendum sulla Costituzione europea in Francia e nei Paesi Bassi e da allora sono tornati a scendere lievemente. I differenziali relativi ai titoli francesi e olandesi non hanno mostrato alcuna reazione significativa agli esiti dei rispettivi referendum sulla Costituzione europea.

Figura B Differenziali nei *credit default swap* sul credito sovrano a dieci anni

(in punti base)



Fonte: Bloomberg.

Da maggio 2004 sono cambiati anche i *rating* degli emittenti sovrani, rispecchiando le preoccupazioni degli investitori finanziari circa il deterioramento delle posizioni di bilancio di alcuni paesi. La tavola riporta i *rating* degli emittenti sovrani assegnati da due società di *rating*: Standard and Poor's e Moody's. Stando alla prima, dei dodici Stati membri dell'area

dell'euro otto hanno un *rating* AAA, mentre il Belgio ha un *rating* AA+, Italia e Portogallo un *rating* AA- e solo la Grecia un *rating* A. Fra maggio 2004 e agosto 2005, sono stati diminuiti i *rating* di Grecia, Italia e Portogallo, mentre Standard and Poor's ha rivisto al rialzo quello dei titoli di Stato spagnoli. Il declassamento del merito di credito a lungo termine di Grecia e Italia nonché la promozione delle obbligazioni spagnole sembrano coincidere, rispettivamente, con l'aumento e la diminuzione complessivi dei rispettivi differenziali di rendimento nel periodo, sebbene non si sia riscontrata sui mercati obbligazionari una significativa reazione immediata alle annunciate variazioni di *rating*.

L'andamento dei differenziali dei *credit default swap* (CDS) sovrani fornisce evidenza aggiuntiva sul recente ampliamento dei differenziali di rendimento sui titoli di Stato (cfr. figura B) [1)]. Per costruzione, anche i differenziali dei CDS sovrani possono essere considerati misure del rischio di credito associato al detenere titoli di Stato corrispondenti. Per lo scopo specifico in questione, i differenziali dei CDS sovrani presentano il vantaggio di non essere distorti da variazioni delle obbligazioni di riferimento dei paesi interessati. In linea con l'analisi sopra riportata sui differenziali di rendimento, anche i differenziali dei CDS per i tre paesi menzionati in precedenza hanno iniziato ad aumentare nella primavera del 2005.

1) In un contratto CDS il venditore in protezione promette di acquistare l'obbligazione di riferimento al suo valore di parità al verificarsi di un evento creditizio predefinito. In cambio, l'acquirente in protezione effettua pagamenti periodici al venditore fino allo scadere del CDS o al verificarsi dell'evento creditizio. I pagamenti periodici sono stabiliti in percentuale alla base del contratto sottostante. Questo tasso di pagamento, misurato in termini annualizzati e in punti base, è denominato differenziale del CDS. In teoria, il differenziale dei CDS dovrebbe essere approssimativamente uguale al differenziale di rendimento corrispondente fra l'obbligazione di un'entità di riferimento e un'obbligazione priva di rischi.

2.5 MERCATI AZIONARI

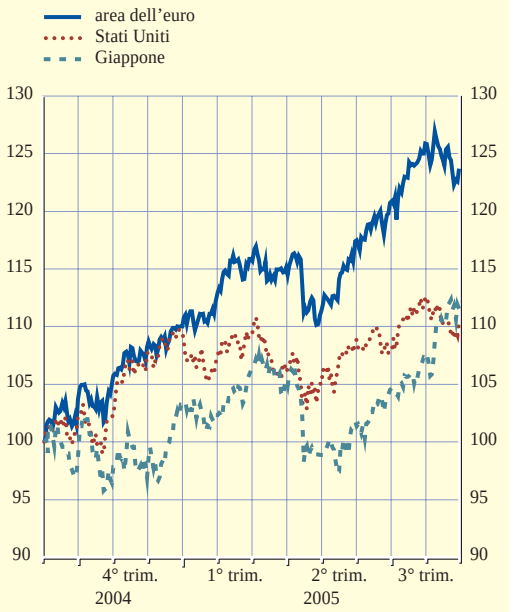
Negli ultimi tre mesi gli indici di borsa dei principali mercati azionari sono complessivamente aumentati, proseguendo la generale tendenza al rialzo osservata da metà agosto 2004. Tale andamento ha continuato a essere in gran parte sorretto dalla forte crescita degli utili effettivi e attesi delle imprese. Nel periodo in esame la dinamica degli indici azionari ampi dell'area dell'euro e del Giappone ha sopravanzato quella degli indici statunitensi.

Malgrado la flessione delle ultime settimane, le quotazioni azionarie hanno continuato a salire nei principali mercati azionari nell'insieme degli ultimi tre mesi (cfr. figura 21), con la forte redditività delle imprese quale fattore principale alla base di tale tendenza al rialzo. Nell'area dell'euro gli incrementi sono stati significativamente più elevati rispetto agli Stati Uniti, il che è in parte riconducibile ai diversi profili degli andamenti dei tassi di interesse.

Negli Stati Uniti il mercato azionario si è ulteriormente ripreso negli ultimi tre mesi dal minimo segnato a metà aprile. Le aspettative di utili elevati per le società quotate hanno apparentemente controbilanciato le preoccupazioni degli investitori circa l'impatto dei rincari del petrolio sull'attività economica negli Stati Uniti e sull'economia mondiale più in generale. Tra la fine di maggio e il 31 agosto le quotazioni, misurate dall'indice Standard & Poor's 500, sono aumentate di circa il 2 per cento. Inoltre, tale rialzo è stato relativamente generalizzato, con incrementi della maggior parte degli indici settoriali. Gli aumenti dei corsi di gran lunga più elevati sono stati registrati nei settori che tendono a trarre vantaggio da prezzi del petrolio più alti, quali quelli connessi all'energia o, in misura minore, quello dei servizi di pubblica utilità. Per quanto riguarda il mercato azionario giap-

Figura 21 Indici dei corsi azionari

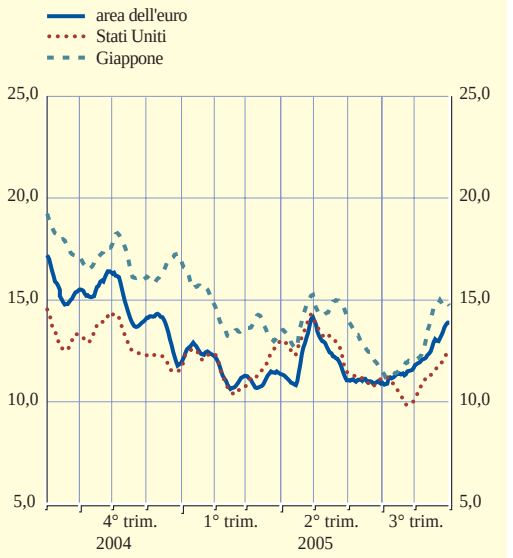
(indice: 1° settembre 2004 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Figura 22 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a dieci termini, 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.

ponese, l'indice Nikkei 225 è cresciuto fortemente nel periodo in esame, di circa il 10 per cento, grazie al miglioramento delle prospettive per l'economia nipponica.

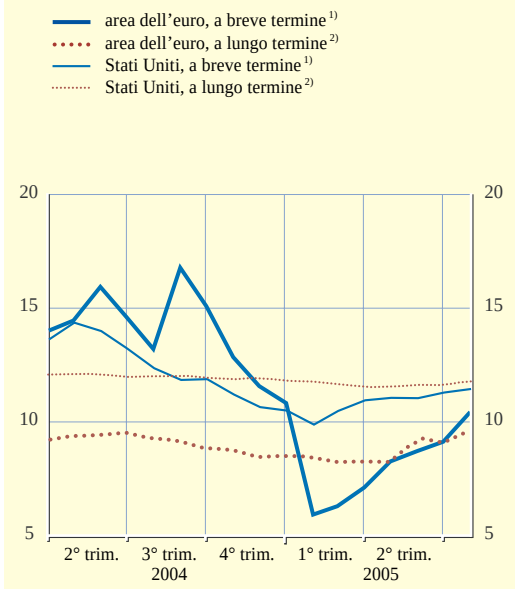
Il grado di incertezza prevalente nei mercati mondiali, misurato dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni, è lievemente aumentato nell'ultimo trimestre. Esso si è mantenuto piuttosto stabile nel complesso dall'inizio del 2005 ed è rimasto nettamente al di sotto della media registrata dal 1999 (cfr. figura 22).

Nell'area dell'euro i corsi azionari hanno seguito la tendenza globale al rialzo e negli ultimi tre mesi hanno evidenziato risultati superiori a quelli degli indici ampi statunitensi. Tra la fine di maggio e il 31 agosto l'indice Dow Jones Euro Stoxx è aumentato del 7 per cento. L'andamento relativamente sostenuto degli ultimi mesi sembrerebbe leggermente contraddittorio considerate le preoccupazioni degli investitori sulle prospettive per l'attività economica nell'area dell'euro, che sembrerebbero invece in linea con il simultaneo calo dei rendimenti obbligazionari reali.

Tuttavia, nell'interpretare gli andamenti delle quotazioni azionarie dell'area dell'euro è importante tenere presenti diverse considerazioni. In primo luogo, i più bassi tassi di interesse reali hanno determinato minori tassi di sconto per i dividendi attesi futuri e hanno pertanto contribuito, a parità di condizioni, agli aumenti osservati delle quotazioni azionarie. In secondo luogo, la redditività relativamente elevata delle imprese dell'area dell'euro, in parte alimentata dagli sforzi di riduzione dei costi, ha continuato a sostenere i corsi azionari. Le aspettative degli analisti sulla crescita a breve ter-

Figura 23 Crescita attesa degli utili per azione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti indice Standard & Poor's 500.
1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).
2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

Figura 24 Corsi petroliferi, vendite al dettaglio nell'area dell'euro e andamenti dei paesi in alcuni settori

(dati giornalieri)

Fonti: Stoxx, Reuters ed elaborazioni della BCE
1) Le serie delle quotazioni dei settori petrolifero e del gas naturale e delle vendite al dettaglio rappresentano la differenza percentuale cumulata tra l'indice di settore e l'indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia).
2) Dati mensili.

mine degli utili delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx, seppur lievemente inferiori a quelle per le società statunitensi e per l'ultimo anno, sono andate costantemente migliorando negli ultimi tre trimestri, e i dati più recenti indicano attese di un tasso di crescita superiore al 10 per cento per i prossimi dodici mesi. Le corrispondenti attese per i tassi di crescita degli utili a lungo termine sono anch'esse migliorate nell'area dell'euro negli ultimi due mesi (cfr. figura 23). A tale riguardo, gli indici ampi dell'area rispecchiano probabilmente le attese sugli utili per imprese che operano non solo nell'area dell'euro ma anche in altre aree economiche caratterizzate da più elevati tassi di crescita.

Infine, benché i rialzi delle quotazioni azionarie abbiano apparentemente interessato tutti i settori economici, un contributo piuttosto consistente all'incremento dell'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx è provenuto dalle società del comparto energetico, il quarto comparto per capitalizzazione di mercato all'interno dell'indice, che tendono a beneficiare dei prezzi del petrolio più elevati. Per contro, riflettendo la relativa debolezza degli andamenti della domanda interna nell'area dell'euro, le imprese del settore delle vendite al dettaglio hanno registrato risultati inferiori a quelli dell'indice (cfr. figura 24). Pertanto, un'analisi degli andamenti settoriali dei corsi azionari potrebbe fornire un quadro più accurato quando si vogliano interpretare le dinamiche degli indici ampi delle quotazioni in termini di attese degli operatori di mercato sulle prospettive per l'insieme dell'economia (cfr. tavola 3) [3].

3) Cfr. anche il riquadro 4 *Come reagiscono i mercati azionari alle variazioni dei corsi petroliferi?* nel numero di settembre 2004 del presente Bollettino.

Tavola 3 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	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato *(dati di fine periodo)*	**4,9**	**7,1**	**11,7**	**8,9**	**31,5**	**4,1**	**10,2**	**5,4**	**8,2**	**8,1**	**100,0**
Variazioni dei prezzi *(dati di fine periodo)*											
2004 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
4° trimestre	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
2005 1° trimestre	6,0	7,5	6,3	9,7	4,7	0,1	5,3	-1,2	-4,0	3,7	4,3
2° trimestre	-0,8	1,8	2,6	11,4	2,8	5,6	5,2	10,1	-0,3	8,2	4,4
giugno	1,0	2,6	2,6	9,4	3,2	-4,4	4,4	3,5	2,5	4,0	3,5
luglio	6,1	2,2	7,2	3,6	5,3	4,9	4,3	0,7	4,1	1,2	4,4
fine maggio 2005-31 agosto 2005	5,8	3,0	9,0	17,3	6,8	-1,0	8,1	0,1	3,3	6,5	6,9
Volatilità *(medie del periodo)*											
2004 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
4° trimestre	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
2005 1° trimestre	10,6	8,4	8,5	11,6	8,8	16,5	9,3	14,7	9,9	13,0	8,2
2° trimestre	13,1	10,1	11,0	13,8	10,7	14,9	11,8	17,1	12,1	12,3	10,3
giugno	11,8	8,8	11,5	13,8	9,3	15,6	10,2	16,4	12,7	12,4	9,5
luglio	13,0	8,6	13,0	19,3	10,5	10,9	9,6	24,7	10,9	11,1	9,7
fine maggio 2005-31 agosto 2005	11,8	8,4	11,3	16,2	10,0	13,5	9,5	18,4	11,5	12,1	9,6

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: la volatilità storica è calcolata 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.

2.6 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Nel secondo trimestre del 2005 il costo complessivo dei debiti finanziari delle società non finanziarie è rimasto contenuto; nello stesso periodo alle favorevoli condizioni di finanziamento per tali società nell'area dell'euro ha contribuito un ulteriore miglioramento delle condizioni di accesso al credito bancario. Il basso costo dei debiti finanziari e l'allentamento dei criteri per la concessione del credito hanno contribuito a determinare una significativa crescita dei prestiti bancari alle società non finanziarie, mentre il finanziamento tramite capitale di rischio è rimasto contenuto. Sono di conseguenza aumentati, nel periodo, gli indici di indebitamento delle società dell'area.

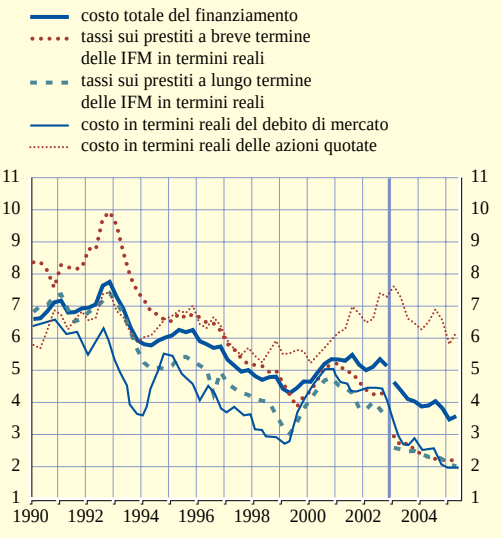
CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo marginale complessivo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie nell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo di diverse fonti di finanziamento sulla base delle consistenze in essere [4], è rimasto contenuto nel secondo trimestre (cfr. figura 25), rispecchiando il calo del costo dei prestiti delle IFM, a fronte della sostanziale stazionarietà del costo del debito sul mercato e del lieve aumento di quello del capitale di rischio. L'andamento di quest'ultima componente ha indotto un lieve aumento del costo complessivo verso la fine del trimestre.

Il costo in termini reali del finanziamento bancario sulle nuove operazioni ha continuato a diminuire lievemente nel secondo trimestre, toccando un minimo storico (cfr. tavola 4). Dal punto di vista delle scadenze, i tassi sui prestiti a breve termine sono in genere diminuiti lievemente nel periodo di tre mesi terminato a giugno, rispecchiando complessivamente l'andamento dei tassi di interesse del mercato monetario con scadenze comparabili. Per esempio, i tassi applicati ai prestiti a società non finanziarie (fino a un milione di euro e oltre tale importo), con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno, e quelli applicati ai conti correnti attivi si sono ridotti fra i 5 e i 10 punti base, a fronte di un calo dell'Euribor a tre mesi di 3 punti base. Nello stesso periodo i tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM sulle nuove operazioni si sono ridotti in misura maggiore. Per esempio, i tassi sui prestiti a lungo termine a società non finanziarie (fino a un milione di euro e oltre tale importo) con periodo di determinazione iniziale oltre i cinque anni sono diminuiti di circa 15 punti base. A titolo di paragone, nel periodo di tre mesi terminato a giugno i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni si sono ridotti di 50 punti base.

Figura 25 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecast.
Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del Bollettino mensile di marzo 2005). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie.

4) Per una descrizione dettagliata del costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo di questo Bollettino.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

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

							Variazione in punti base fino a giugno 2005		
	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 mag.	2005 giu.	2004 giu.	2005 mar.	2005 mag.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,39	5,38	5,27	5,26	5,17	5,14	-25	-12	-3
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,97	3,99	3,98	3,91	3,92	3,88	-10	-4	-4
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,72	4,70	4,44	4,33	4,23	4,20	-52	-13	-3
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,01	3,00	3,04	3,01	2,99	2,94	-7	-7	-5
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,17	4,31	4,06	4,04	3,76	3,89	-28	-15	13
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,11	2,12	2,17	2,14	2,13	2,11	0	-3	-2
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,74	2,60	2,36	2,49	2,22	2,07	-66	-42	-15
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,60	3,35	2,93	3,08	2,74	2,58	-103	-50	-16

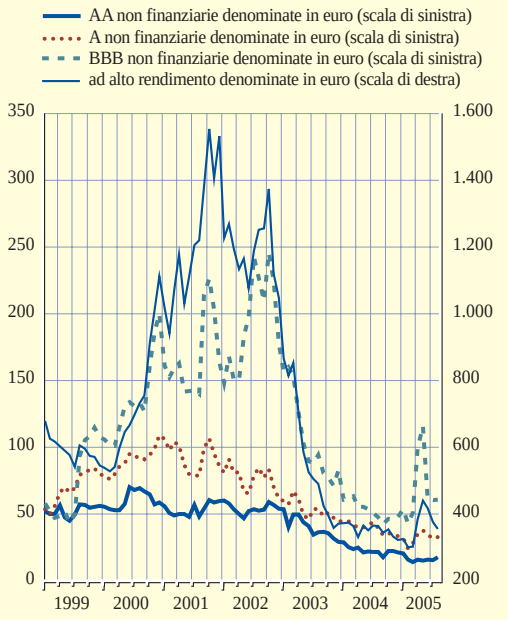
Fonte: BCE.
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati sono ottenuti usando pesi basati sui volumi medi delle nuove operazioni nel 2003. Per ulteriori informazioni, cfr. il riquadro 3 *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

La flessione meno pronunciata dei tassi bancari a lungo termine rispetto ai tassi di mercato con scadenze comparabili riflette di norma la loro lentezza nell'adeguarsi all'andamento del mercato. In generale, il calo dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM conferma l'andamento calante in atto dal giugno 2004, dopo il picco dei rendimenti dei titoli di Stato. Nel complesso, i margini dei tassi bancari sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie sono lievemente aumentati, mentre quelli sui prestiti a breve sono rimasti sostanzialmente invariati.

Il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato da parte delle società non finanziarie è rimasto contenuto nel secondo trimestre. A fronte di un aumento in aprile e maggio infatti la flessione di giugno ha portato tale costo ai minimi storici; l'evoluzione dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie ha sostanzialmente rispecchiato questi andamenti (cfr. figura 26). Per esempio, i differenziali sui titoli con *rating* BBB sono aumentati in aprile e maggio, principalmente sospinti da una serie di eventi specifici collegati, in generale, alle singole società emittenti (e in

Figura 26 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato AAA.

particolare al settore automobilistico; escludendo tali società dall'indice BBB, l'aumento dei differenziali appare considerevolmente più contenuto). Più in generale, i differenziali di rendimento dei titoli con *rating* più basso, hanno teso ad aumentare in aprile e maggio per poi tornare successivamente su livelli inferiori; per contro, i differenziali relativi a titoli di società con *rating* più elevato (A e AA) hanno registrato variazioni inferiori, rimanendo molto contenuti in termini storici. Nel complesso, il basso livello dei differenziali sui titoli di debito societari sembra continuare a indicare una valutazione complessivamente favorevole da parte del mercato dei rischi di credito delle società non finanziarie nell'area. Allo stesso tempo l'attuale andamento dei differenziali appare anche riconducibile ad altri fattori, quali la "ricerca di rendimento", soprattutto nell'attuale contesto di basso rendimento dei titoli di Stato.

Malgrado l'andamento relativamente favorevole dei mercati azionari dell'area dell'euro, il costo in termini reali del capitale di rischio quotato è lievemente aumentato nel secondo trimestre, in parte a causa dell'adozione di più generose politiche di distribuzione dei dividendi. Nel complesso, il costo del capitale di rischio è rimasto lievemente superiore alla sua media nel periodo 1999-2005. Un'analisi più dettagliata, basata su due differenti indicatori, del suo andamento nell'area dell'euro, insieme a un raffronto con la situazione negli Stati Uniti, è presentata nel riquadro 4.

Riquadro 4

IL COSTO DEL CAPITALE DI RISCHIO NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Questo riquadro esamina la dinamica del costo del capitale di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti in una prospettiva di lungo periodo mediante due indicatori: il primo è il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione (*earnings yield*) e copre gli ultimi 30 anni; il secondo è estratto da un modello a tre fasi dei dividendi attualizzati e copre il periodo dal 1990.

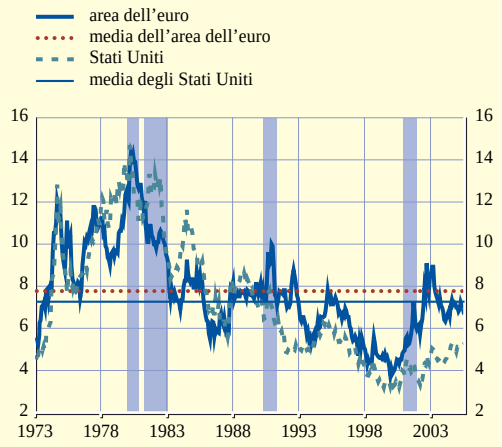
Il costo del capitale di rischio può essere definito come il tasso di rendimento che gli investitori richiedono per detenere un'azione. Nei metodi di valutazione tradizionali tale tasso di rendimento coincide anche con il tasso di sconto utilizzato per calcolare il valore corrente dei dividendi futuri attesi. Pertanto, la stima del costo del capitale di rischio è intrinsecamente collegata alla stima del premio per il rischio azionario. Questa variabile tuttavia non può essere misurata in modo affidabile, come evidenziato dall'ampia letteratura sul premio per il rischio azionario (*equity premium puzzle*) [1]. Esistono però almeno due modi di uso comune per valutare il costo reale del capitale di rischio senza avvalersi di proxy del premio per il rischio. Il primo è basato sul rapporto utili correnti/capitalizzazione, ossia il rapporto tra gli utili correnti e il prezzo corrente delle azioni, il secondo sul modello dei dividendi attualizzati.

La figura A presenta i valori mensili del rapporto utili correnti/capitalizzazione relativi agli indici azionari ampi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti dal gennaio 1973. In media, nelle due aree l'indicatore è stato pari rispettivamente al 7,8 e al 7,3 per cento. Dopo il massimo raggiunto durante la prima delle due recessioni statunitensi riportate nella figura (gennaio-luglio 1980), a oltre il 14 per cento in ragione d'anno, esso ha cominciato a diminuire, toccando minimi storici prossimi al 4 per cento agli inizi del 2000. Da allora, ha ripreso a salire e alla fine di luglio 2005 si

1) In termini semplici, il *puzzle* emerge dal fatto che nell'ultimo secolo, in particolare per il mercato statunitense, un indice azionario ampio ha registrato un rendimento reale molto più elevato delle obbligazioni e che il divario fra i due rendimenti può essere conciliato solo da livelli non plausibili del relativo coefficiente di avversione al rischio.

Figura A Rapporto utili correnti/capitalizzazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

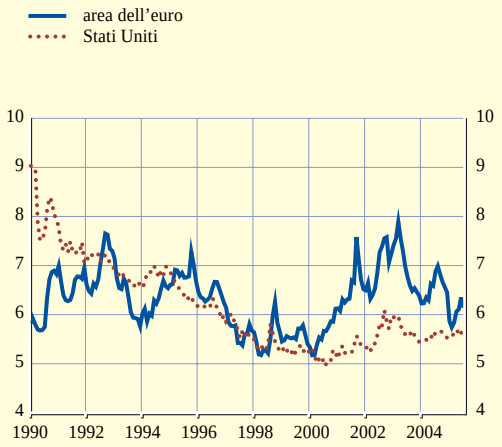
(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
Nota: per ciascuna area economica il rapporto utili/capitalizzazione è calcolato come l'inverso del rapporto prezzo/utili del *Datastream Global Equity Index* moltiplicato per 100. Le aree ombreggiate stanno a indicare i periodi di recessione negli Stati Uniti, così come determinati dall'NBER.

Figura B Costo del capitale di rischio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.
Nota: il costo del capitale di rischio si basa sul modello dei dividendi attualizzati in tre fasi.

è collocato al 5,3 per cento negli Stati Uniti e al 6,9 per cento nell'area dell'euro. Negli Stati Uniti il livello corrente è significativamente inferiore alla media registrata dal 1973, mentre nell'area dell'euro esso è solo lievemente inferiore a tale media. Oltre alle differenze in termini di livello corrente, il costo del capitale di rischio ha anche evidenziato un'evoluzione diversa nelle due aree economiche negli anni recenti. Negli Stati Uniti ha avuto luogo un costante rialzo dalla primavera del 2002 mentre nell'area dell'euro si è verificato un pronunciato incremento iniziale, tra gennaio 2000 e marzo 2003, seguito da una rapida discesa e da una fase di stabilità.

Il semplice calcolo del costo del capitale di rischio tramite il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione potrebbe non tenere adeguatamente conto dell'influsso degli andamenti del ciclo economico sulle principali determinanti economiche dei corsi azionari, in particolare le aspettative degli operatori di mercato sulla crescita dei dividendi. Un agevole modo di includere tale fattore nell'analisi è mediante il modello dei dividendi attualizzati di Gordon. Come già discusso in precedenti numeri del presente Bollettino, tale modello può fornire una stima più accurata del costo del capitale di rischio allorché la formulazione originale a una sola fase viene estesa a una versione a tre fasi [2]. Tale modifica consente ai dividendi di crescere a un tasso più elevato in una fase iniziale e di convergere infine al tasso di crescita di lungo periodo in un lasso di tempo predeterminato, in genere ipotizzato di otto anni. Per stimare la crescita attesa dei dividendi ci si basa sulle previsioni di utili, con un orizzonte di 3-5 anni, fornite dagli operatori di mercato e raccolte dall'*Institutional Broker's Estimate System* (IBES).

La figura B riporta le serie temporali mensili del costo del capitale di rischio per l'area dell'euro e gli Stati Uniti calcolate con il modello dei dividendi attualizzati in tre fasi tra gennaio

2) Cfr. il riquadro 2 nel numero di novembre 2004 e il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

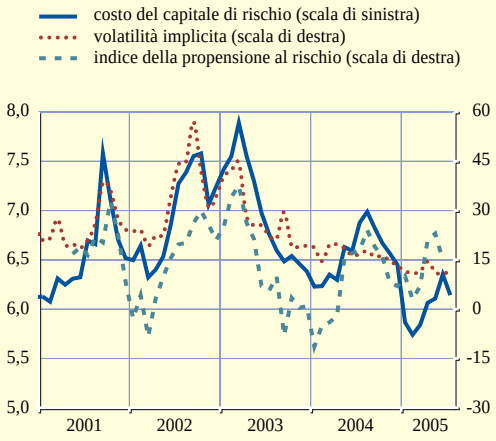
1990, quando l'indagine dell'IBES è divenuta disponibile, e luglio 2005. Nei calcoli, i tassi attesi nominali della crescita degli utili sono stati convertiti in tassi reali sottraendo l'inflazione attesa ottenuta da Consensus Economics. Il tasso di crescita reale di lungo periodo degli utili è stato fissato al 2,25 per cento per anno per l'area dell'euro e al 3,0 per cento per gli Stati Uniti.

Nel complesso, i risultati mostrano che le indicazioni derivate dal rapporto tra utili correnti e capitalizzazione sono in linea, in particolare per l'area dell'euro, con il risultato del modello dei dividendi attualizzati in tre fasi, quantomeno per il campione analizzato. L'utilizzo di queste stime del costo del capitale di rischio richiede una certa cautela poiché esse dipendono da cifre relative agli utili attesi fornite dagli operatori di mercato, nelle quali è stata riscontrata una distorsione significativa. È tuttavia possibile fare un po' di luce sulla plausibilità di tali stime mettendole in relazione con variabili che sono tra le principali determinanti del costo del capitale di rischio. Nella figura C, il costo del capitale di rischio per l'area dell'euro, basato sul modello dei dividendi attualizzati in tre fasi, è presentato insieme alla volatilità implicita dell'indice Dow Jones Euro STOXX 50 e a un indicatore della propensione al rischio [3]. Il costo stimato del capitale di rischio segue da vicino i movimenti dell'indice della propensione al rischio e la volatilità del mercato azionario. Tali riscontri avvalorano la plausibilità delle indicazioni ricavate dal modello di Gordon. Un'ulteriore conferma può essere ottenuta tramite una regressione del costo del capitale di rischio sulle due variabili della figura C e sul rendimento del mercato azionario. Il coefficiente R2 della regressione è pari a 75 per cento, mentre la volatilità e l'indice della propensione al rischio hanno un peso all'incirca uguale nel determinare i movimenti del costo del capitale di rischio. Tutte le variabili esplicative hanno il segno atteso, ossia il costo del capitale di rischio cresce all'aumentare della volatilità e cala all'aumentare della propensione al rischio e dei rendimenti positivi del mercato azionario. Indicazioni analoghe sono ottenute per il mercato azionario statunitense, benché l'R2 scenda a 50 per cento.

In sintesi, l'analisi ha rivelato che il costo del capitale di rischio, misurato mediante il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione, alla fine di luglio 2005 era inferiore alle medie registrate dal 1973 nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, quantunque con una dinamica recente piuttosto diversa nelle due aree economiche. Nel complesso, il modello dei dividendi attualizzati in tre fasi conferma i risultati basati sul rapporto utili correnti/capitalizzazione, e il costo stimato del capitale di rischio sembra muoversi in linea con due misure ampie del rischio quali la volatilità del mercato azionario e un indice della propensione al rischio.

Figura C Costo del capitale di rischio e sue determinanti

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



Fonti: Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch ed elaborazioni della BCE.
Nota: il costo del capitale di rischio è derivato dal modello dei dividendi attualizzati in tre fasi. La volatilità implicita è desunta dalle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx 50. L'indice della propensione al rischio si riferisce alla percentuale netta degli intervistati nell'indagine Merrill Lynch Global Fund Manager Survey.

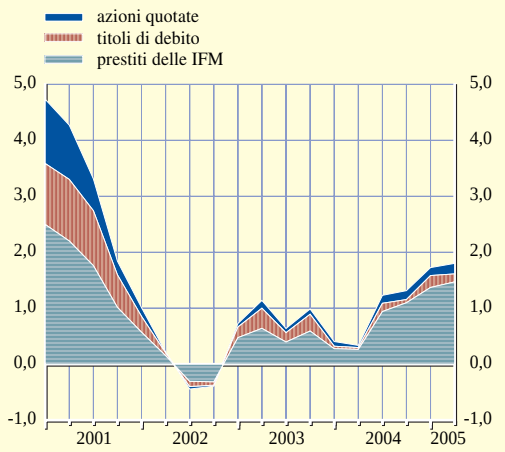
3) I dati sottostanti la figura iniziano dal 2001, quando si è reso disponibile l'indice di propensione al rischio di *Merrill Lynch*.

FLUSSI DI FINANZIAMENTO

I flussi di finanziamento alle società non finanziarie, sotto forma di prestiti bancari e di obbligazioni societarie, hanno continuato a crescere nel secondo trimestre, confermando la tendenza di lieve aumento dell'indebitamento relativo di tali società, già osservata nel primo trimestre (cfr. figura 27).

Figura 27 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie [1)]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.
1) Il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

Nel contempo la capacità di finanziamento interno delle società non finanziarie indicata dagli utili societari è rimasta elevata. Per esempio, nel secondo trimestre la crescita effettiva degli utili di importanti società incluse nell'indice Dow Jones EuroStoxx si è mantenuta su un livello relativamente elevato. Il maggior ricorso al finanziamento esterno da parte delle società non finanziarie potrebbe essere in parte collegato al desiderio di assicurarsi il finanziamento di investimenti futuri, soprattutto in un contesto di bassi tassi bancari e di più favorevoli criteri di erogazione del credito. Indicazioni a tal riguardo sono fornite dalla liquidità relativamente elevata detenuta dalle società non finanziarie sotto forma di depositi e altri strumenti del mercato monetario inclusi in M3 (cfr. sezione 2.1). Anche se le attuali statistiche dell'area dell'euro non consentono di analizzare con precisione gli investimenti finanziari delle società non finanziarie (cfr. sezione 2.2), l'incremento di tali investimenti è in linea con la loro vigorosa crescita per il complesso del settore non finanziario già osservata nel primo trimestre. Inoltre, è possibile che un certo aumento nel 2005 delle attività di fusione e acquisizione tramite operazioni finanziarie in contanti abbia contribuito all'aumento della domanda di debiti finanziari.

Dal punto di vista della composizione in strumenti finanziari, l'aumentato ricorso al finanziamento esterno delle società non finanziarie nel secondo trimestre è principalmente riconducibile alla crescita della domanda di prestiti delle IFM (cfr. tavola 5), passata dal 5,9 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre al 6,3 per cento nel secondo trimestre per poi raggiungere, più di recente, il 6,9 per cento in luglio. Dal punto di vista delle scadenze, la domanda di prestiti a lungo termine ha continuato a crescere a un ritmo analogo a quello elevato osservato nel trimestre precedente, a fronte di un'ulteriore accelerazione dei prestiti a breve.

L'incremento significativo della domanda di prestiti bancari è stato sostenuto dal basso livello dei tassi di interesse applicati dalle IFM oltre che dalle più favorevoli condizioni di accesso al credito nell'area dell'euro. Al riguardo, l'indagine sul credito bancario di luglio (cfr. il riquadro 1 nel numero di agosto di questo Bollettino) riporta un ulteriore allentamento netto delle condizioni di concessione del credito alle imprese, segnalando un pronunciato miglioramento dei termini e condizioni applicati nel secondo trimestre. Secondo le banche partecipanti, tale andamento è principalmente riconducibile alla concorrenza dalle altre banche.

Per quanto riguarda i titoli di debito, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli emessi dalle società non finanziarie è salito al 4,9 per cento nel secondo trimestre, dal 3,1 nel trimestre precedente. In particolare, le emissioni lorde delle società non finanziarie si sono collocate su livelli

Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie

	Consistenza alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili (miliardi di euro)	Tassi di crescita sul periodo corrispondente (variazioni percentuali)				
		2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.
Prestiti delle IFM	**3.283**	**4,0**	**4,5**	**5,4**	**5,9**	**6,3**
fino a un anno	1.025	-2,1	-0,6	2,5	3,9	4,7
da uno a cinque anni	566	6,5	6,1	6,0	6,6	6,5
oltre cinque anni	1.692	7,2	7,2	7,0	6,9	7,3
Emissioni di obbligazioni	**615**	**2,2**	**3,6**	**3,0**	**3,1**	**4,9**
a breve termine	103	2,1	4,0	-1,0	3,1	1,6
a lungo termine, *di cui:* [1]	512	2,2	3,4	3,8	3,0	5,7
a tasso fisso	416	2,5	1,1	0,7	-0,9	1,9
a tasso variabile	83	-2,4	18,3	29,1	28,0	26,6
Emissioni di azioni quotate	**3.253**	**0,8**	**0,7**	**0,8**	**0,8**	**0,8**
Per memoria [2]						
Finanziamento totale	7.873	1,8	1,8	2,2	3,1	*3*
Prestiti a società non finanziarie	3.778	2,2	1,9	3,3	4,3	*4*
Riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie	302	4,7	4,7	4,5	4,4	*4¼*

Fonte: BCE.
Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.
1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.
2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale della società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e le riserve dei fondi pensione. I prestiti alle società non finanziarie comprendono i prestiti concessi dalle IFM e dalle altre società finanziarie. I dati differenti al trimestre più recente sono stimati usando i dati delle statistiche monetarie e bancarie e quelli relativi alle emissioni di titoli.

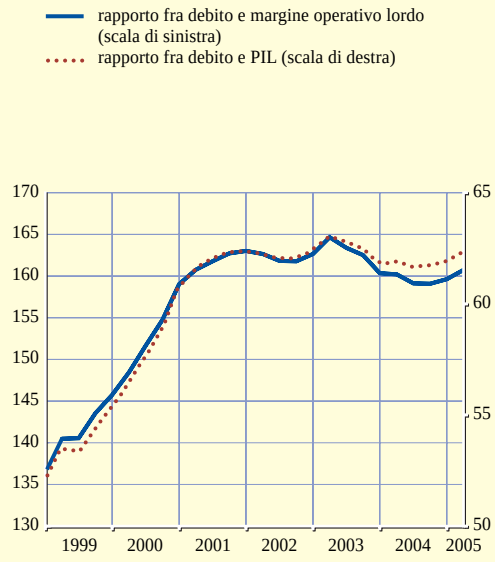
molto elevati in maggio e giugno, vicini al massimo storico del giugno 2004. Nel secondo trimestre la crescita dei titoli di debito a lungo termine delle società non finanziarie (pari a circa l'83 per cento del debito totale in essere di questo settore) è salita al 5,7 per cento, dal 3,0 del trimestre precedente, a fronte di un calo all'1,6 per cento (dal 3,1) di quella dei titoli di debito a breve. La maggior domanda di strumenti a più lunga scadenza è in qualche misura riconducibile al desiderio di alcuni investitori di assicurarsi maggiori rendimenti, dato il basso livello di remunerazione offerto dalla maggior parte dei titoli di debito con scadenze inferiori e nonostante il maggior rischio associato alle scadenze più lunghe. Nel complesso, tale aumento della domanda ha sostenuto l'emissione di titoli a lungo termine, spingendo i rispettivi rendimenti verso i minimi storici in giugno.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie – che sono in parte utilizzati dalle società non finanziarie per la raccolta indiretta (tramite società veicolo o *special-purpose vehicles*) – è aumentato ulteriormente nel secondo trimestre. Nonostante gli incrementi dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni societarie descritti in precedenza, la loro emissione è rimasta relativamente vigorosa incoraggiata dalla perdurante domanda degli investitori. È inoltre possibile che le attività di emissione siano in parte riconducibili all'introduzione della nuova direttiva UE sui prospetti informativi, entrata in vigore il 1° luglio. L'attuazione della direttiva comporta diverse incertezze, in particolare di natura legale, ed è possibile che diversi emittenti abbiano preferito anticipare le emissioni per evitare problemi.

Al contrario dei debiti finanziari, l'andamento del finanziamento azionario si è mantenuto sui livelli molto contenuti osservati negli ultimi due anni. In particolare, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è rimasto invariato allo 0,8 per cento nel secondo trimestre, a fronte tuttavia di un significativo aumento dei rimborsi. Lo scarso ricorso

Figura 28 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

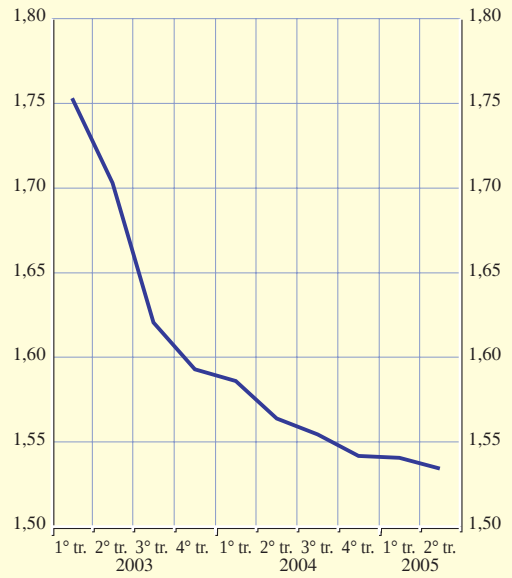
(valori percentuali)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: il margine operativo lordo include il reddito misto e si riferisce all'intera economia. I dati sul debito sono tratti dalle statistiche sui conti finanziari. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito e le riserve di fondi pensione.

Figura 29 Oneri finanziari netti delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Nota: gli oneri finanziari netti fanno riferimento agli oneri per interessi sui prestiti delle IFM denominati in euro al netto degli interessi sui depositi denominati in euro presso le IFM.

al finanziamento tramite capitale di rischio sembra riconducibile al costo molto contenuto di altre fonti esterne e alla disponibilità di risorse interne. A tale andamento potrebbe inoltre aver contribuito anche il livello relativamente basso degli investimenti, dato che l'emissione azionaria tende a essere collegata alla domanda di investimento in capitale a lungo termine.

Nel complesso, si stima che il tasso di crescita sul periodo corrispondente del finanziamento totale delle società non finanziarie sia rimasto al 3 per cento nel secondo trimestre, sostanzialmente stabile rispetto al 3,1 registrato nel trimestre precedente (cfr. tavola 5).

POSIZIONE FINANZIARIA

Il secondo trimestre ha fatto segnare un rafforzamento della tendenza all'aumento degli indici di indebitamento delle società, iniziata nel trimestre precedente (cfr. figura 28). Come indicato in precedenza, tale sviluppo è riconducibile al maggior ricorso ai debiti finanziari, a sua volta in parte collegato all'elevato costo dell'emissione delle azioni rispetto all'indebitamento. Dato il basso costo dei debiti finanziari, gli oneri finanziari netti delle società non finanziarie sono rimasti su livelli contenuti (cfr. figura 29), stimolando la domanda di nuovo debito. Tuttavia, l'aumento dei livelli d'indebitamento potrebbe accrescere l'esposizione al rischio delle società non finanziarie, soprattutto in un contesto di tassi di interesse relativamente contenuti. Al riguardo, va notato che nei trimestri recenti è aumentata la quota dei nuovi prestiti e dei titoli di debito con tasso variabile o con breve periodo di determinazione iniziale del tasso [5].

5) Cfr. il riquadro 4 *Interest rate sensitivity of debt raised by non-financial corporations in the euro area*, nel numero di giugno della Financial Stability Review della BCE.

2.7 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

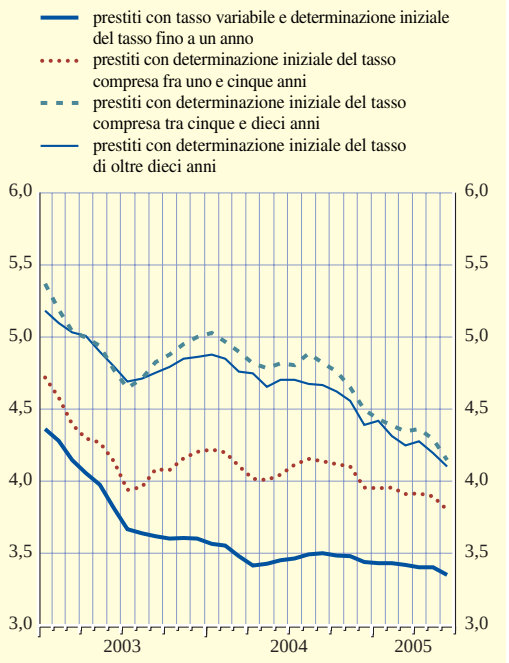
L'indebitamento delle famiglie è aumentato ulteriormente nel secondo trimestre, riflettendo principalmente la forte dinamica dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, ma anche un aumento del credito al consumo. La domanda di prestiti ha continuato a essere sostenuta dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dall'andamento esuberante del mercato immobiliare in diversi paesi dell'area dell'euro. La dinamica vigorosa dei prestiti ha determinato un ulteriore aumento del rapporto fra indebitamento delle famiglie dell'area dell'euro e PIL.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nella prima metà del 2005 le condizioni di finanziamento per le famiglie dell'area dell'euro sono rimaste complessivamente favorevoli. Tale andamento è in parte riconducibile al lieve calo dei tassi applicati dalle IFM ai prestiti per l'acquisto di abitazioni e al credito al consumo nel secondo trimestre. In particolare, nel caso dei tassi sui mutui ipotecari, il calo implica un proseguimento della passata tendenza al ribasso e ha interessato i tassi sui prestiti a più lunga scadenza in misura maggiore rispetto a quelli a più breve termine. Il differenziale fra i tassi sui prestiti a più lunga e più breve scadenza si è ridotto fino ai livelli osservati l'ultima volta all'inizio del 2003 (cfr. figura 30). Allo stesso tempo, alcuni segnali indicano un lieve peggioramento delle condizioni di finanziamento complessive. Nell'indagine sul credito bancario di luglio, le banche indicano un lieve inasprimento netto dei criteri per l'approvazione dei mutui per l'acquisto di abitazioni e un allentamento netto di poco inferiore nel caso del credito al consumo e altri prestiti.

Figura 30 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

(valori percentuali in ragione d'anno escluse le spese; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati [1])



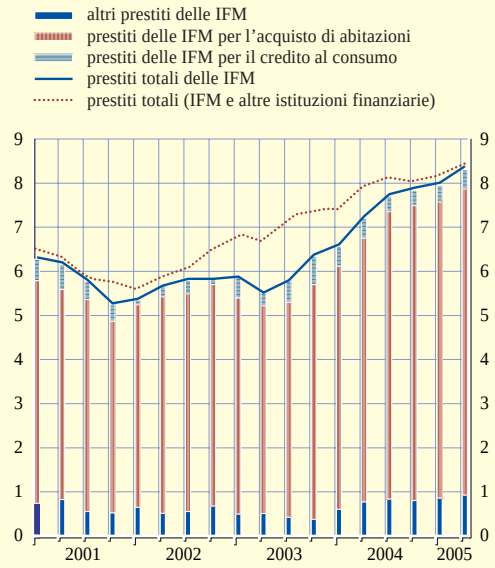
Fonte: BCE.
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM 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.

FLUSSI DI FINANZIAMENTO

Secondo gli ultimi dati trimestrali sui conti finanziari, nel primo trimestre i prestiti totali concessi alle famiglie sono aumentati dell'8,2 per cento sul periodo corrispondente, dall'8,0 nel trimestre precedente. Tale andamento conferma la tendenza al rialzo già osservata nei dati sui prestiti delle IFM. Questi ultimi rappresentano il 90 per cento circa dei prestiti totali alle famiglie, la cui crescita vigorosa sarebbe proseguita nel secondo trimestre secondo gli ultimi dati disponibili. Dalla metà del 2003, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti erogati alle famiglie da altre istituzioni finanziarie (AIF) si è ridotto considerevolmente fino ai livelli della crescita dei prestiti totali, che, come conseguenza ha teso a convergere con quella dei prestiti delle IFM (cfr. figura 31). La minor crescita dei prestiti delle AIF destinati al finanziamento delle famiglie è in parte riconducibile al lieve calo del volume di trasferimenti di prestiti dalle IFM verso tali istituzioni nel quadro delle operazioni di cartolarizzazione di prestiti, intervenuto dalla metà del 2003 (cfr. il riquadro 1 per ulteriori dettagli sulla cartolarizzazione di prestiti da parte delle IFM).

Figura 31 Prestiti totali concessi alle famiglie

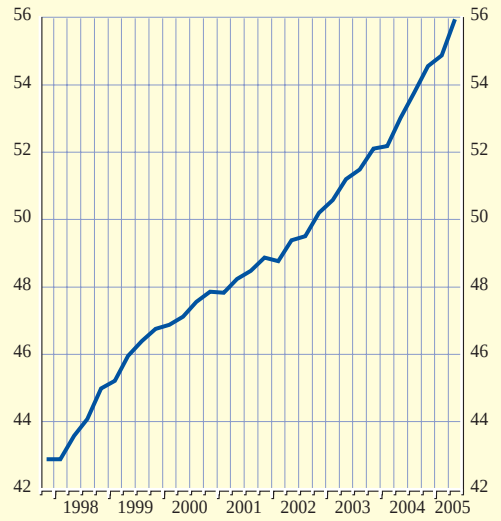
(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)



Fonte: BCE.
Nota: i prestiti totali (IFM e altre istituzioni finanziarie) per il secondo trimestre 2005 sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie.

Figura 32 Rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL

(in percentuale)



Fonte: BCE.
Note: i dati, ottenuti sulla base dei conti finanziari trimestrali, portano il rapporto tra il debito delle famiglie e il PIL a un livello lievemente inferiore a quello che si otterrebbe sulla base dei conti finanziari annuali. Ciò è dovuto principalmente alla non inclusione dei prestiti concessi dal settore non finanziario e dalle banche al di fuori dell'area dell'euro. I dati per l'ultimo trimestre riportato in figura sono parzialmente stimati.

La dinamica complessiva dei prestiti ha continuato a essere principalmente riconducibile all'andamento vigoroso dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, cresciuti in luglio del 10,5 per cento sui dodici mesi, dopo una media del 10,1 nel primo e secondo trimestre. Secondo l'indagine sul credito bancario di luglio, la domanda di mutui ipotecari ha continuato a essere sostenuta dalle prospettive favorevoli delle famiglie relativamente al mercato degli immobili residenziali.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo si è collocato al 6,8 per cento in luglio, contro il 6,4 e 6,8 per cento rispettivamente nel primo e secondo trimestre. Ciò è in linea con i risultati dell'indagine sul credito bancario di luglio, in cui le banche riportano un lieve aumento netto della domanda di credito al consumo per l'acquisto di beni durevoli, sostenuto da un leggero miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. La crescita degli altri prestiti alle famiglie è stata del 2,1 per cento in luglio, dopo il 2,2 e 2,1 nel primo e secondo trimestre rispettivamente.

POSIZIONE FINANZIARIA

Rispecchiando le forti dinamiche dell'indebitamento delle famiglie, il rapporto fra il debito di questo settore e PIL è aumentato ulteriormente a circa il 56 per cento nel secondo trimestre (cfr. la figura 32). Tale aumento è principalmente riconducibile alla crescita dell'indebitamento a lungo termine, a fronte della sostanziale stabilità negli anni recenti della quota relativa al debito a breve. L'onere totale del servizio del debito delle famiglie (pagamenti per interessi e rimborso del capitale) in percentuale del reddito disponibile è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi anni, grazie al prevalere di bassi tassi di interesse.

3 PREZZI E COSTI

L'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro a partire da maggio è risultata in aumento, raggiungendo il 2,2 per cento a luglio, principalmente a causa dell'andamento dei prezzi petroliferi. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, è lievemente calata al 2,1 per cento in agosto. Negli ultimi mesi i rincari dei beni energetici sono stati solo parzialmente controbilanciati dalla modesta dinamica di gran parte delle altre componenti dello IAPC complessivo. Le pressioni al rialzo provenienti dai rincari petroliferi si sono riflesse anche in una lieve accelerazione dei prezzi alla produzione in giugno, sebbene ci siano poche indicazioni di ripercussioni significative sugli stadi successivi della catena produttiva. Nonostante i dati contrastanti provenienti da vari indicatori, la crescita del costo del lavoro nell'area dell'euro dovrebbe essere rimasta contenuta nella prima metà dell'anno. In particolare, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è sceso lievemente al 2,1 per cento nel secondo trimestre. Nei prossimi mesi l'inflazione armonizzata dovrebbe mantenersi al di sopra del 2 per cento con un certo grado di variabilità, anche in relazione all'andamento dei corsi petroliferi. In prospettiva, le spinte inflazionistiche di fondo nell'area dovrebbero rimanere contenute, benché continuino a sussistere alcuni rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER AGOSTO 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in agosto l'inflazione misurata sul tasso di variazione dello IAPC a dodici mesi è lievemente diminuita al 2,1 per cento. Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per le diverse componenti, l'impatto al rialzo degli ulteriori rincari dei beni energetici in agosto potrebbe essere stato attutito da un effetto base favorevole riconducibile agli andamenti dello scorso anno. Tale stima è caratterizzata da un significativo grado d'incertezza, data la natura preliminare dei dati.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A LUGLIO 2005

L'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è aumentata gradualmente al 2,2 per cento da maggio a luglio (cfr. tavola 6). Questo lieve aumento riflette principalmente la recente impennata delle quotazioni petrolifere in euro, che ha esercitato forti pressioni al rialzo sui prezzi dei beni energetici.

Tavola 6 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005 mar.	2005 apr.	2005 mag.	2005 giu.	2005 lug.	2005 ago.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo [1]	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	*2,1*
Beni energetici	3,0	4,5	8,8	10,2	6,9	9,4	11,8	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	1,3	0,8	1,0	0,6	0,3	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	1,6	1,7	1,5	1,5	1,6	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,4	0,3	0,4	0,3	0,0	.
Servizi	2,5	2,6	2,5	2,2	2,5	2,2	2,3	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	4,2	4,3	3,5	4,0	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	40,4	41,4	39,4	45,7	48,3	51,9
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	-0,4	-1,9	1,2	7,6	9,6	11,9

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.
1) L'inflazione armonizzata di agosto 2005 fa riferimento alla stima rapida dell'Eurostat.

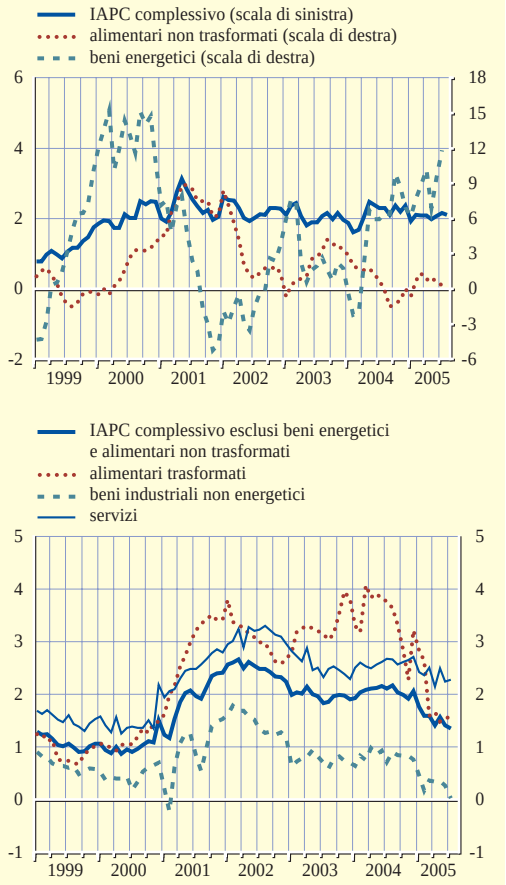
Ciò è stato solo in parte controbilanciato dal calo della crescita di gran parte delle altre componenti dello IAPC, in particolare i prezzi dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni industriali non energetici.

In luglio la crescita dei prezzi dei beni energetici è salita ancora, all'11,8 per cento, dal 9,4 del mese precedente. Gli effetti dell'impennata dei prezzi petroliferi hanno più che compensato l'ulteriore calo del tasso di incremento dei prezzi degli alimentari non trasformati, sceso allo 0,3 per cento. Nonostante i timori che le condizioni di siccità in alcune regioni dell'area possano provocare un significativo aumento dei prezzi, finora i rincari dei prodotti alimentari non trasformati sono stati più contenuti di quelli normalmente osservati nel periodo estivo.

A differenza dell'inflazione complessiva, la crescita dello IAPC al netto delle componenti più volatili (quali beni energetici e prodotti alimentari non trasformati) è rimasta invariata all'1,4 per cento, nonostante un lieve incremento sia per i prodotti alimentari trasformati che per i servizi (cfr. figura 33). Al momento esistono scarse indicazioni di effetti indiretti riconducibili ai rincari dei beni energetici. Di fatto, la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è scesa notevolmente, dallo 0,3-0,4 per cento in media nel primo semestre dell'anno allo 0,0 in luglio. Questa considerevole flessione è dovuta, in particolare, ai ribassi ancor più consistenti applicati nella maggioranza dei paesi dell'area per i saldi di fine stagione, che hanno ridotto la componente dell'abbigliamento e delle calzature nei prezzi dei beni industriali non energetici. Il contributo storicamente molto basso dei prezzi di questi beni all'inflazione complessiva nell'area potrebbe riflettere anche una spinta al ribasso sui prezzi riconducibile alla forte concorrenza nei mercati mondiali e al recente apprezzamento dell'euro, fattori che continuerebbero entrambi a esercitare pressioni al ribasso su questi prezzi. Il lieve incremento del tasso di variazione dei prezzi dei servizi è legato all'andamento di alcune componenti volatili, quali vacanze organizzate e servizi di trasporto.

Figura 33 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



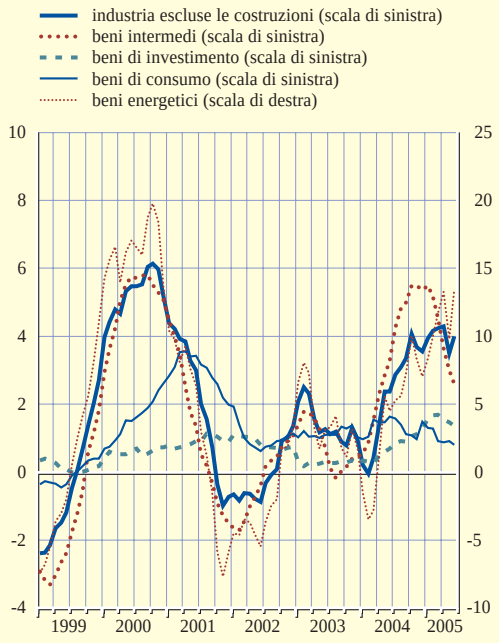
Fonte: Eurostat.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

Dopo la pubblicazione dell'ultimo numero di questo Bollettino non sono stati resi noti ulteriori dati sui prezzi alla produzione. In giugno il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione (al netto delle costruzioni) è salito al 4,0 per cento, dopo essere sceso al 3,5 in maggio. Dall'inizio dell'anno la dinamica dei prezzi alla produzione ha riflesso in larga misura i rincari dei beni energetici. Finora, tuttavia, non vi sono indicazioni di una loro trasmissione signi-

Figura 34 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

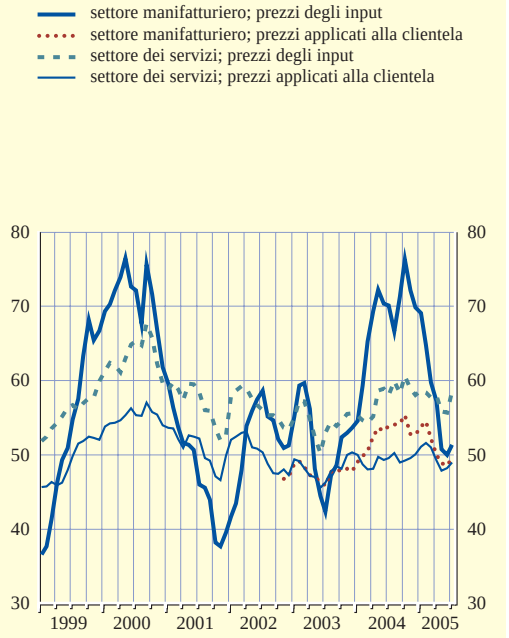
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 35 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)



Fonte: NTC Research.
Nota: un valore dell'indice superiore a 50 indica un incremento dei prezzi, mentre un valore inferiore a tale soglia ne indica un decremento.

ficativa agli stadi successivi della catena produttiva (cfr. figura 34). Il tasso di incremento dei prezzi dei beni intermedi e di investimento è calato durante tutta la prima metà dell'anno. Inoltre, quello dei prezzi dei beni di consumo ha registrato una certa diminuzione, anche se dovuta principalmente a un effetto base connesso a precedenti incrementi delle imposte sul tabacco. I rincari dei beni energetici, quindi, sarebbero stati parzialmente assorbiti dai margini di profitto delle imprese manifatturiere. Questa interpretazione trova conferma nelle recenti indagini presso i responsabili degli acquisti, da cui emerge che fattori come la debolezza della domanda dei consumatori e l'accresciuta concorrenza sui mercati mondiali stanno attenuando le pressioni al rialzo provenienti dagli effetti indiretti degli scorsi rincari petroliferi.

I dati delle indagini congiunturali di luglio indicano che le pressioni sui prezzi nel settore manifatturiero sono lievemente aumentate, dopo essere diminuite ininterrottamente per diversi mesi (cfr. figura 35). Nel settore manifatturiero lo *Eurozone Input Price Index*, basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti, è aumentato lievemente, a indicare un'accelerazione dei prezzi degli input per la prima volta dal novembre dello scorso anno, principalmente a causa dell'impennata dei corsi petroliferi in giugno e luglio. Nel contempo, l'indice dei prezzi applicati alla clientela è aumentato notevolmente, ma è rimasto al di sotto del valore soglia di 50, continuando dunque a segnalare una flessione dei prezzi. Gli interpellati, tuttavia, hanno ancora una volta dichiarato che l'accresciuta concorrenza sui mercati mondiali non aveva consentito loro di traslare per intero sui prezzi di vendita i rincari degli input. La generale ripresa delle pressioni sui prezzi a livello della produzione ha trovato conferma anche nelle indagini di luglio della Commissione europea, che indicavano un incremento delle aspettative sui prezzi di vendita in tutti i settori industriali.

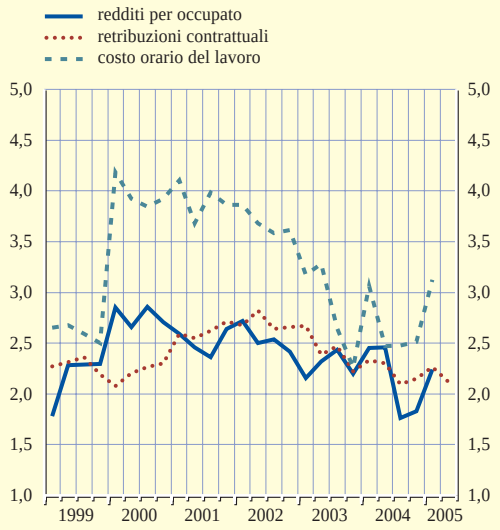
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Nonostante i risultati contrastanti di vari indicatori, la crescita del costo del lavoro nell'area dell'euro dovrebbe essere rimasta modesta nella prima metà dell'anno. Nel secondo trimestre l'incremento sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è sceso al 2,1 per cento, dal 2,3 del trimestre precedente. Il calo ha interessato gran parte dei paesi dell'area dell'euro.

I dati relativi agli altri indicatori del costo del lavoro, disponibili solo fino al primo trimestre dell'anno, indicano per questo periodo un incremento del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato e del costo totale del lavoro per ora lavorata (cfr. figura 36). Su entrambi, tuttavia, potrebbero aver inciso gli effetti delle correzioni statistiche per il numero delle giornate lavorative. Il costo totale del lavoro per ora lavorata, inoltre, potrebbe mostrare una certa variabilità a causa della graduale applicazione di nuovi regolamenti sull'indice del costo del lavoro. L'indicatore delle retribuzioni contrattuali, pur essendo un indicatore relativamente grezzo della dinamica salariale (date le differenze esistenti tra i livelli di copertura e le istituzioni dei vari paesi, nonché l'assenza di inerzia salariale), finora ha seguito un andamento sostanzialmente analogo a quello di altri indicatori del costo del lavoro, senza peraltro essere soggetto a così tanti effetti statistici o idiosincratici. Nel complesso, quindi, il calo della crescita del costo del lavoro nell'area sembra si stia esaurendo lentamente.

Figura 36 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Considerando l'accelerazione dei redditi per occupato al 2,2 per cento nel primo trimestre dell'anno e il lieve rallentamento della produttività del lavoro, il tasso di variazione sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto è salito nello stesso trimestre all'1,7 per cento. In prospettiva, la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe essere frenata da una graduale ripresa della produttività.

Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,4	2,2	2,3	2,1	2,2	2,3	2,1
Costo orario complessivo del lavoro	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	3,1	.
Redditi per occupato	2,3	2,1	2,5	1,8	1,8	2,2	.
Per memoria:							
Produttività del lavoro	0,5	1,2	1,7	1,2	0,7	0,5	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,8	0,9	0,8	0,6	1,1	1,7	.

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Il riquadro 5 analizza il differenziale della crescita delle retribuzioni nei servizi di mercato e in quelli di altro tipo, lievemente aumentato nel 2004 rispetto agli anni precedenti, e mostra in particolare l'influsso rilevante esercitato dalle variazioni strutturali, come la crescita dell'occupazione a tempo parziale.

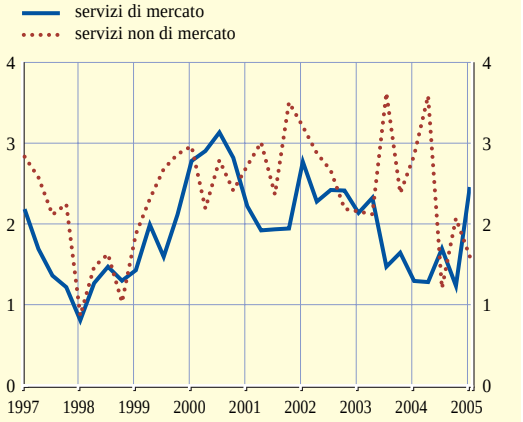
Riquadro 5

LE DIFFERENZE DI CRESCITA DELLE RETRIBUZIONI NEI SERVIZI DI MERCATO E IN QUELLI NON DI MERCATO

Dato il peso rilevante del settore dei servizi nell'attività economica complessiva (quasi il 70 per cento del valore aggiunto nell'area dell'euro), è essenziale comprendere chiaramente le sue dinamiche salariali, anche per valutare le spinte inflazionistiche. Nel 2004 la crescita complessiva delle retribuzioni nel settore dei servizi è rimasta modesta nell'area dell'euro, con un incremento sul periodo corrispondente dei redditi per occupato collocatosi in media all'1,8 per cento. Sottostanti a tale dato, tuttavia, esistono notevoli differenze all'interno del comparto. In particolare, la crescita dei redditi per occupato nei servizi "non di mercato" (quali pubblica amministrazione, istruzione, previdenza sociale e assistenza sanitaria, che assorbono circa il 45 per cento dell'occupazione complessiva nei servizi) si è collocata al 2,4 per cento a fronte dell'1,4 nei servizi più "orientati verso il mercato" (quali commercio, trasporti, servizi finanziari e aziendali, che assorbono circa il 55 per cento dell'occupazione complessiva nei servizi). Tale differenza si sarebbe mantenuta anche negli ultimi anni (cfr. figura A), pur avendo registrato un incremento tra la metà del 2003 e la metà del 2004. Dal 1997 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nei servizi "non di mercato", sottoposti a una pressione competitiva meno intensa, è risultato superiore di 0,5 punti percentuali in media rispetto a quello dei servizi di mercato, caratterizzati da una competitività più sostenuta. Questo riquadro analizza in dettaglio le ragioni alla base delle differenze di crescita salariale nei vari tipi di servizi.

Figura A Redditi per occupato nel settore dei servizi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



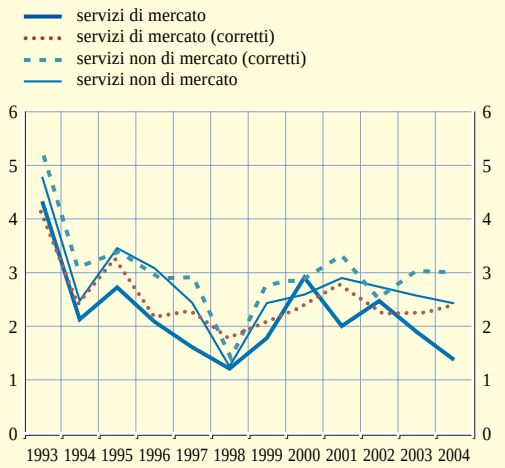
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

I cambiamenti nell'occupazione a tempo parziale potrebbero spiegare in parte il recente profilo della crescita salariale nel sottosettore dei servizi. Tra il 1997 e il 2004 la percentuale di occupati a tempo parziale nel totale del comparto è salita da meno del 18 per cento a oltre il 22. Inoltre, l'occupazione a tempo parziale è cresciuta a un ritmo più sostenuto nei servizi di mercato (5,6 per cento in media d'anno) rispetto ai servizi più "protetti" (3,1 per cento in media d'anno). Nel 2004 la percentuale di occupati a tempo parziale è ulteriormente aumentata nei servizi "orientati verso il mercato" mentre è diminuita in maniera marginale nei servizi più protetti. Tali andamenti incidono sulla struttura complessiva dei salari, in quanto una percentuale più elevata di occupati a tempo parziale abbassa automaticamente il numero medio di ore lavorate e quindi riduce l'incremento medio dei redditi per occupato. Inoltre gli occupati a tempo parziale ricevono tendenzialmente paghe orarie inferiori rispetto a quelle degli occupa-

ti a tempo pieno [1]. Utilizzando i dati relativi all'occupazione a tempo parziale e al numero medio di ore lavorate tratti dall'Indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat, è possibile correggere l'incremento della crescita salariale per tenere conto degli effetti dell'occupazione a tempo parziale (cfr. figura B) [2].

Figura B Redditi per occupato corretti per la crescita del lavoro part-time

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

La figura B indica che nel 2004 la dinamica dell'occupazione a tempo parziale ha rappresentato oltre la metà del divario della crescita salariale tra i due sottosettori dei servizi. In una prospettiva di più lungo termine, tuttavia, le differenze nell'andamento dell'occupazione a tempo parziale non spiegano per intero tale divario né il motivo per cui negli anni novanta la crescita dei redditi per occupato nei servizi più "protetti" sia stata costantemente più elevata rispetto a quella nei servizi di mercato. Dal 1997, tenendo conto dell'impatto dell'occupazione a tempo parziale, il divario medio si è ridotto solo marginalmente a 0,4 punti percentuali in media.

Altri fattori strutturali potrebbero aver giocato un ruolo. In particolare, i salari medi nei servizi non di mercato sono rimasti costantemente al di sotto di quelli nei servizi di mercato, sebbene nel primo settore gli occupati altamente specializzati siano più di un terzo, mentre nel secondo settore si aggirano intorno al 20 per cento [3]. Pertanto, il persistere delle differenze di crescita delle retribuzioni potrebbe anche riflettere il fatto che negli ultimi anni i salari medi nei servizi non di mercato stanno recuperando terreno.

Il processo di determinazione dei salari in un settore concorrenziale può discostarsi per diverse ragioni da quello dei settori più protetti. Ad esempio, la domanda e l'offerta di servizi quali sanità, istruzione e altri servizi pubblici, e quindi la domanda e l'offerta di lavoro, possono essere determinate in parte da processi politici che non sono necessariamente influenzati dall'andamento ciclico dell'economia. Inoltre, l'effetto moderatore della disoccupazione sulle richieste salariali potrebbe perdere efficacia nei servizi meno concorrenziali. Di fatto, la crescita dell'occupazione nei servizi protetti mostra una variabilità nettamente inferiore rispetto a quella nei servizi più concorrenziali.

Oltre alle ragioni menzionate in precedenza, le differenze di crescita delle retribuzioni nel settore dei servizi potrebbero anche indicare problemi di efficienza o rigidità in alcuni servizi non di mercato, che possono essere risolti con interventi di natura politica. L'attuazione delle necessarie riforme nell'area dell'euro, quindi, può rappresentare un fattore determinante per indirizzare le future tendenze della crescita salariale nei servizi non di mercato e quindi nell'intera economia.

1) Cfr. ad esempio il rapporto sulle Prospettive per l'occupazione diffuso dall'OCSE, giugno 1999.
2) Il numero di occupati a tempo parziale può essere convertito nell'equivalente tempo pieno moltiplicandolo per il rapporto tra il "numero medio di ore lavorate dagli occupati a tempo parziale" e il "numero medio di ore lavorate dagli occupati a tempo pieno". Il risultato viene sommato al numero di occupati a tempo pieno per ottenere l'equivalente tempo pieno di tutti gli occupati. I redditi totali vengono poi divisi per quest'ultima grandezza al fine di avere una stima dei redditi in termini di "equivalente tempo pieno".
3) Cfr. Genre, Momferatou e Mourre, *Wage diversity in the euro area: an overview of labour cost differentials across industries*, Occasional Paper della BCE, n. 24, febbraio 2005.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Il recente andamento dei corsi petroliferi ha determinato un peggioramento delle prospettive a breve termine per l'inflazione armonizzata, che dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. In una prospettiva di più lungo periodo, non si riscontrano finora indicazioni significative di un accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo nell'economia dell'area. In particolare, la crescita salariale dovrebbe mantenersi modesta in un contesto caratterizzato dall'intensificarsi della concorrenza sui mercati mondiali, dal persistere di condizioni di eccesso di offerta nel mercato del lavoro e dall'incremento solo graduale dell'attività economica.

Secondo le ultime proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE (cfr. il riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*) l'inflazione armonizzata dovrebbe collocarsi tra il 2,1% e il 2,3% per cento nel 2005 e tra l'1,4% e il 2,4% per cento nel 2006. È necessario tenere conto di numerosi rischi al rialzo che gravano su tali proiezioni, in particolare per il futuro andamento dei corsi petroliferi. Inaspettate spinte al rialzo potrebbero inoltre provenire dalla dinamica delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Occorre vigilare anche sul rischio che gli scorsi aumenti dell'inflazione possano provocare effetti di secondo impatto in tutta l'economia attraverso il processo di formazione di salari e prezzi. Tale rischio potrebbe divenire più significativo nel medio periodo, con il graduale miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. A tale riguardo, occorre tenere sotto stretta osservazione l'evoluzione delle aspettative di inflazione a più lungo termine.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Stando alle prime stime dell'Eurostat, nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è stata pari allo 0,3 per cento rispetto al trimestre precedente, dopo essere stata appena più sostenuta (allo 0,4 per cento) nel primo trimestre. La scomposizione della domanda interna ha mostrato una variazione lievemente negativa dei consumi privati e un debole incremento degli investimenti nel secondo trimestre. Nel contempo le variazioni delle scorte hanno apportato il maggior contributo alla crescita complessiva, mentre il contributo delle esportazioni nette è stato pressoché nullo. Gli indicatori delle indagini suggeriscono un lieve miglioramento del clima di fiducia sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi agli inizi del terzo trimestre. Gli indicatori della spesa delle famiglie mostrano una crescita dei consumi privati piuttosto modesta nel secondo trimestre, in linea con le stime di crescita del PIL. Le condizioni del mercato del lavoro sembrano essere rimaste sostanzialmente stabili nella prima metà del 2005. In prospettiva, si prevede in generale un graduale miglioramento dell'attività economica nell'area dell'euro. Tuttavia, soprattutto il considerevole rincaro del petrolio comporta un rischio al ribasso per la crescita.

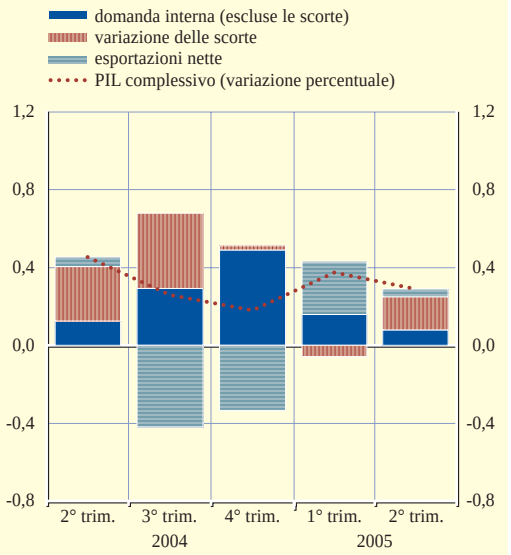
4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro è diminuita nel secondo trimestre. Secondo le prime stime dell'Eurostat, il PIL reale destagionalizzato e corretto per il numero delle giornate lavorative è aumentato dello 0,3 per cento rispetto al primo trimestre (cfr. figura 37). Rispetto alla crescita dello 0,4 per cento del periodo precedente, il tasso di espansione dell'attività economica reale sembrerebbe aver perso slancio nel secondo trimestre. Tuttavia, è probabile che la maggior crescita del PIL nel primo trimestre sia imputabile in qualche misura a fattori statistici legati alla distorsione causata dalla correzione per il numero di giornate lavorative. Se si considerano le variazioni percentuali sul periodo precedente degli ultimi due trimestri del 2004, pari allo 0,3 e allo 0,2 per cento, il ritmo di fondo della crescita economica è rimasto moderato negli ultimi quattro trimestri.

Figura 37 Crescita del PIL a prezzi costanti e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

L'ultima stima dei dati di contabilità nazionale dell'area dell'euro ha mostrato una correzione al ribasso della crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre, dallo 0,5 allo 0,4 per cento. Allo stesso tempo è stata rivista la composizione della spesa, determinando un contributo lievemente superiore della domanda interna, mentre il contributo fornito dall'interscambio netto è sceso a 0,3 punti percentuali.

Da un approfondimento circa le singole componenti della spesa emerge che nel secondo trimestre il contributo della domanda interna ha impresso il maggior slancio alla crescita rispetto al periodo precedente. Tuttavia, ciò è imputabile principalmente alle variazioni delle scorte che hanno contribuito per 0,2 punti percentuali alla crescita sul trimestre precedente del PIL in ter-

Tavola 8 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2003	2004	2004 1° trim.	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.
Totale economia	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,9	-0,9	-0,3	-0,2	0,0	-0,4	-1,0
Industria	-1,0	-0,9	-0,4	0,2	-0,1	0,0	-0,6
Escluse le costruzioni	-1,5	-1,6	-0,6	0,1	-0,5	0,2	-0,9
Costruzioni	0,1	1,0	0,0	0,6	1,1	-0,5	0,1
Servizi	0,9	1,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4
Commercio e trasporti	0,3	0,9	0,1	0,3	0,4	0,2	0,1
Finanziari e alle imprese	1,3	2,5	1,1	0,4	0,6	0,5	0,8
Amministrazione pubblica	1,2	0,8	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

mini reali. Gli investimenti nel secondo trimestre sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo una flessione dello 0,2 per cento nel primo trimestre. Questo andamento è in parte attribuibile alle condizioni climatiche che hanno avuto un significativo impatto negativo sugli investimenti in costruzioni nel primo trimestre (soprattutto in Germania). Questa categoria di investimenti rappresenta quasi la metà degli investimenti complessivi dell'area dell'euro (cfr. il riquadro *Andamento del settore delle costruzioni nell'area dell'euro*). Tale evoluzione degli investimenti lordi ha concorso per 0,1 punti percentuali alla crescita del PIL nel secondo trimestre. Sempre nello stesso trimestre la variazione della spesa per consumi è stata negativa, probabilmente a seguito dell'impatto avverso dei recenti rincari petroliferi. Dal lato esterno, la maggiore crescita delle esportazioni del secondo trimestre, che ha rispecchiato il contesto economico globale generalmente favorevole, è stata compensata da un incremento significativo della crescita delle importazioni. Pertanto, il contributo alla crescita delle esportazioni nette è stato pressoché nullo nel periodo compreso fra aprile e giugno.

Nel complesso, la composizione della crescita del PIL nel secondo trimestre riflette un ritmo di espansione sostanzialmente invariato e moderato. Tuttavia, non vi sono al momento chiari segnali di un possibile consolidamento della ripresa.

Riquadro 6

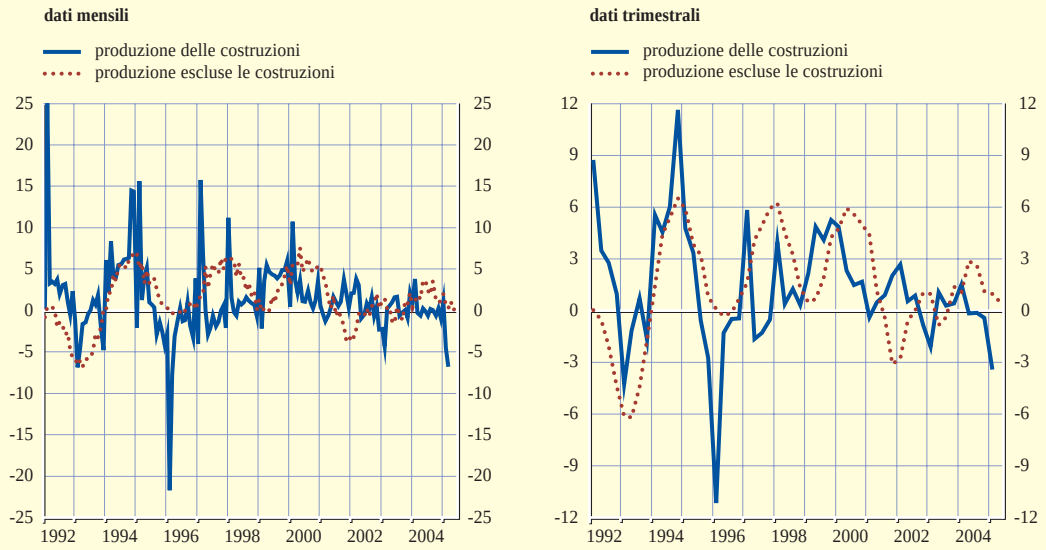
ANDAMENTO DEL SETTORE DELLE COSTRUZIONI NELL'AREA DELL'EURO

Il prodotto del settore delle costruzioni costituisce circa il 17 per cento della produzione industriale complessiva nell'area dell'euro. Inoltre, questo settore ha rappresentato nel 2004 poco più del 28 per cento dell'occupazione complessiva nell'industria e il 19 per cento circa del valore aggiunto (a prezzi costanti) del settore industriale. Nello stesso anno gli investimenti in costruzioni hanno inciso per circa metà degli investimenti totali dell'area e, di conseguenza, per circa il 10 per cento del PIL in termini reali. Ciò dimostra chiaramente che quello delle costruzioni è un settore importante nel valutare l'andamento ciclico dell'economia nel suo complesso.

Esistono tuttavia numerose ragioni per cui le costruzioni sono normalmente escluse dalla produzione industriale e analizzate separatamente. Questo settore mostra un grado molto più elevato

Figura A Produzione industriale e produzione delle costruzioni nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: Eurostat.

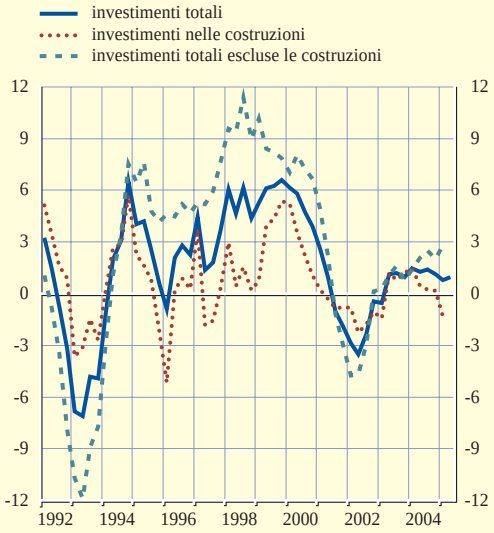
di volatilità che complica la valutazione delle variazioni a breve termine dell'attività economica. Ciò è evidente dal riquadro di sinistra della figura A, che riporta il tasso di variazione sul periodo corrispondente della produzione di costruzioni insieme alla produzione industriale al netto delle costruzioni calcolata sulla base di dati mensili. Inoltre, i dati sulla produzione di costruzioni dell'area dell'euro, benché elaborati mensilmente, sono attualmente pubblicati solo con frequenza trimestrale. Tuttavia, in seguito all'emendamento del Regolamento del Consiglio sulle statistiche a breve termine, entrato in vigore in agosto, è probabile che entro il 2006 l'Eurostat pubblichi questa serie con frequenza mensile. Un altro vantaggio di considerare separatamente il prodotto nel settore delle costruzioni risiede nel fatto che l'andamento a breve termine dei dati a livello dell'area risente spesso in misura considerevole di fattori specifici nazionali. Contrariamente alla produzione industriale al netto delle costruzioni, che mostra un elevato grado di comovimento fra i paesi dell'area, il prodotto in costruzioni è caratterizzato da sostanziali differenze fra gli stessi.

Un possibile modo di eliminare in parte la volatilità della crescita nel settore delle costruzioni è di calcolare il tasso di variazione sul periodo corrispondente utilizzando dati trimestrali (cfr. figura A, riquadro di destra). Nonostante alcune differenze fra la crescita del prodotto in costruzioni e la produzione industriale al netto delle costruzioni, a livello di area dell'euro le due serie mostrano un andamento ciclico simile, toccando picchi e minimi quasi contemporaneamente. Il tasso di crescita medio sul periodo corrispondente nei primi anni novanta è stato di circa l'1,5 per cento sia per la produzione di costruzioni sia per quella al netto delle stesse. La correlazione fra le due serie è diminuita negli ultimi anni e attualmente si colloca a circa 0,4. Di fatto, è possibile osservare una notevole differenza negli ultimi due anni: mentre la crescita sul periodo corrispondente della produzione industriale al netto delle costruzioni è gradualmente aumentata fra il 2001 e la fine del 2004, il prodotto nel settore delle costruzioni ha mostrato un profilo di crescita molto più debole.

Tale debolezza è in parte riconducibile a dinamiche contenute in numerosi paesi. Queste contribuiscono altresì a spiegare perché gli investimenti in costruzioni non si siano rafforzati e, quindi, perché la crescita degli investimenti complessivi nell'area dell'euro sia stata di recente più debole di quanto previsto in ragione delle favorevoli condizioni di finanziamento prevalenti e degli utili societari relativamente cospicui (cfr. figura B). Mentre il settore delle costruzioni ha continuato a espandersi vigorosamente in Austria e Finlandia, esso ha perso slancio in Spagna e Italia. Inoltre, il prodotto di questo comparto si è contratto notevolmente in Belgio, Germania e Paesi Bassi. Nel caso della Germania, sia l'edilizia residenziale sia quella commerciale hanno continuato a risentire di un significativo eccesso di offerta, mentre l'edilizia pubblica è rimasta depressa. La produzione industriale al netto delle costruzioni, invece, ha guadagnato terreno in tutti i paesi eccetto l'Italia in quanto la produzione di beni da esportazione ha beneficiato del favorevole contesto esterno.

Figura B Investimenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonte: Eurostat.

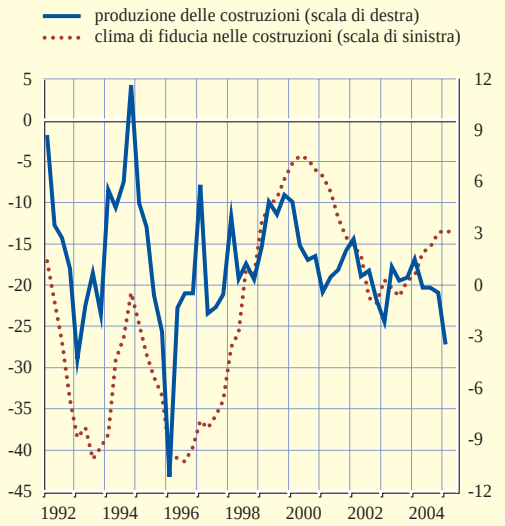
Nonostante il grado relativamente elevato di comovimento a più lungo termine fra la produzione industriale al netto e al lordo delle costruzioni, sussistono numerosi fattori che rivestono una particolare importanza per l'evoluzione della produzione di costruzioni. In primo luogo, le condizioni climatiche svolgono una ruolo determinante a questo riguardo dal momento che, se estreme o sfavorevoli, ritardano o addirittura bloccano i lavori di costruzione in corso. Questo è uno dei motivi alla base della volatilità della crescita della produzione di costruzioni. In secondo luogo, le costruzioni possono essere influenzate da misure fiscali. Ad esempio, alla fine degli anni ottanta e agli inizi degli anni novanta la produzione delle costruzioni dell'area dell'euro è cresciuta in larga misura per effetto dell'andamento del settore in Germania, che a sua volta è stato pesantemente influenzato dagli incentivi statali introdotti a seguito della riunificazione tedesca. Inoltre, anche l'andamento dei mercati finanziari rappresenta un'importante determinante del prodotto in costruzioni. Ad esempio, le variazioni dei tassi di interesse si ripercuotono sulla domanda di abitazioni e, quindi, sugli investimenti in costruzioni per effetto delle modifiche nei costi di finanziamento. Infine, anche i cambiamenti demografici possono avere un impatto sulla domanda di abitazioni nel lungo termine e pertanto sulla produzione di costruzioni. I fattori menzionati possono aiutare a comprendere le differenze relativamente considerevoli della dinamica delle costruzioni nei diversi paesi dell'area dell'euro.

Evidenze riguardo l'andamento a breve termine nel settore delle costruzioni si possono desumere dalle inchieste congiunturali di opinione pubblicate mensilmente dalla Commissione europea. L'indicatore del clima di fiducia nel settore delle costruzioni, basato su domande relative a una valutazione degli ordini e alle aspettative di occupazione nel comparto delle costruzioni per i tre mesi successivi, è stato sostanzialmente in linea con l'andamento dell'attività edile dai

primi anni novanta (cfr. figura C). Tuttavia, l'indicatore del clima di fiducia non coglie le oscillazioni a più breve termine di maggiore frequenza del prodotto in costruzioni effettivo e non sembra fornire molte informazioni come indicatore anticipatore. Più di recente l'indicatore del clima di fiducia continua a segnalare un miglioramento dell'attività nel settore delle costruzioni, sebbene in parziale discordanza con il più recente andamento del prodotto in costruzioni effettivo. Il clima di fiducia di questo settore è migliorato ultimamente in tutti i paesi dell'area dell'euro ad eccezione di Italia e Grecia. Nell'ultimo caso il peggioramento del clima di fiducia nel settore, in atto dalla fine del 2003, sembra riflettere il rientro dell'impulso impresso al comparto delle costruzioni nel periodo che ha preceduto le Olimpiadi.

Figura C Produzione delle costruzioni e clima di fiducia nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati trimestrali)



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

In sintesi, nel settore delle costruzioni sussistono differenze relativamente cospicue fra i paesi in termini di condizioni di domanda e offerta. Tali differenze hanno contribuito all'andamento eterogeneo della crescita all'interno dell'area dell'euro negli ultimi anni. Mentre alcuni paesi hanno registrato tassi di crescita positivi per la produzione e gli investimenti in costruzioni, altri sono stati interessati da una contrazione, il che ha offuscato la valutazione degli andamenti di fondo della produzione e degli investimenti industriali complessivi. Malgrado tali differenze fra paesi, il settore delle costruzioni costituisce una parte significativa dell'economia totale dell'area dell'euro e svolge quindi un ruolo importante nella valutazione dell'andamento complessivo dell'attività economica.

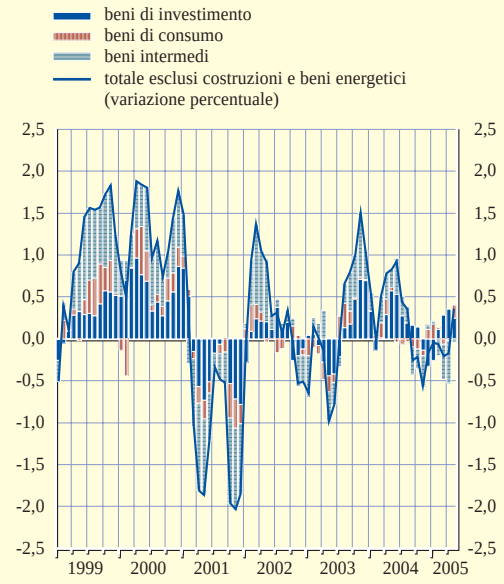
PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La composizione settoriale della crescita economica nel secondo trimestre mostra che alla crescita ha contribuito il valore aggiunto sia del settore industriale sia di quello dei servizi. Mentre il valore aggiunto nel settore industriale ha guadagnato vigore rispetto al trimestre precedente, la crescita di quello nel settore dei servizi è rimasta allo stesso livello.

La produzione industriale dell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata nel secondo trimestre dello 0,4 per cento sul periodo precedente, rispetto al primo trimestre in cui ha ristagnato. L'aumento generale della produzione industriale si compone di andamenti eterogenei fra le principali categorie industriali (cfr. figura 38). I dati per il secondo trimestre hanno mostrato un aumento della produzione di beni di investimento e di consumo, mentre si sono registrate flessioni nel settore dei beni intermedi e in quello dei beni energetici. Il marcato calo di quest'ultimo è attribuibile con ogni probabilità al clima insolitamente freddo all'inizio dell'anno che aveva determinato una produzione di beni energetici piuttosto elevata. In una prospettiva di più lungo termine, la produzione industriale, dopo un forte incremento nel periodo compreso fra la metà del 2003 e la metà del 2004, negli ultimi mesi ha oscillato attorno a un livello costante. I nuovi ordinativi nel settore manifattu-

Figura 38 Crescita della produzione industriale e contributi

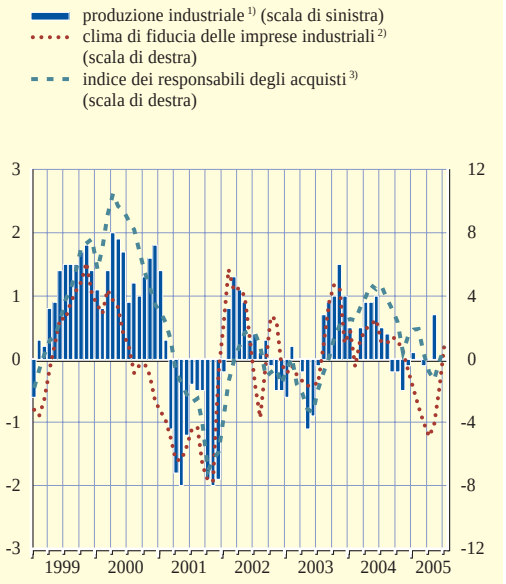
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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

Figura 39 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, NTC Research ed elaborazioni della BCE.
1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.
2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

riero sono aumentati nel secondo trimestre rispetto a quello precedente, dopo il calo significativo del primo trimestre, e forniscono pertanto alcuni segnali positivi per il terzo trimestre.

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini per luglio indicano un miglioramento del clima di fiducia sia per il settore industriale sia per quello dei servizi. Questi dati, quindi, forniscono alcuni segnali positivi per l'inizio del terzo trimestre, riconfermando le aspettative di un'espansione moderata e stabile nei settori dell'industria e dei servizi.

Per quanto riguarda il settore manifatturiero, sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria elaborato dalla Commissione europea sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero dell'area dell'euro forniscono indicazioni di taluni recenti miglioramenti (cfr. figura 39). Entrambi gli indicatori sono saliti in giugno e luglio, dopo i cali significativi dei mesi precedenti. Tuttavia, il livello di entrambi segnala una crescita soltanto moderata nel settore industriale, dal momento che il PMI supera soltanto di poco il livello di 50, e l'indicatore della Commissione europea è ancora lievemente inferiore alla media di lungo periodo.

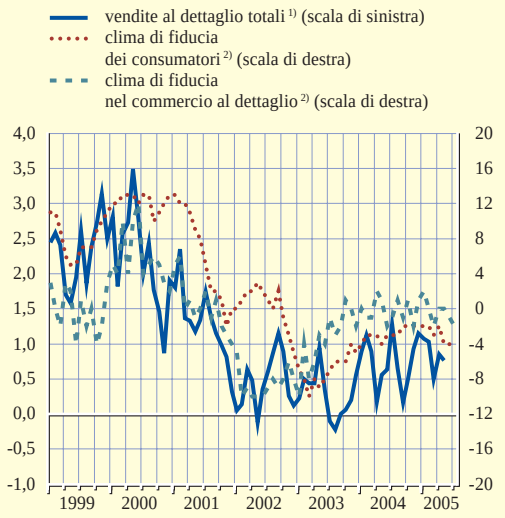
Quanto all'andamento del settore dei servizi, in luglio sono migliorati sia il PMI sia l'indicatore del clima di fiducia nel settore elaborato dalla Commissione europea, dopo i valori sostanzialmente stabili o in lieve flessione del secondo trimestre rispetto al primo. Il PMI supera marginalmente la soglia di 50, indicando quindi in questo settore condizioni di mercato in graduale miglioramento.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Benché i dati più recenti siano stati positivi, nel complesso gli indicatori della spesa delle famiglie segnalano in media consumi privati piuttosto modesti nel secondo trimestre (cfr. figura 40). Il volume delle vendite al dettaglio nell'area dell'euro, pur essendo effettivamente salito sul mese precedente sia in maggio sia in giugno, nel secondo trimestre è diminuito dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo l'incremento dello 0,8 per cento del primo trimestre. Nel contempo, nonostante l'elevata variabilità su base mensile, le immatricolazioni di nuove autovetture sono aumentate dell'1,9 per cento sul trimestre precedente. Il calo delle vendite al dettaglio nell'area e l'aumento delle immatricolazioni di nuove autovetture hanno determinato un contributo nullo degli indicatori mensili della spesa delle famiglie alla crescita dei consumi privati nel secondo trimestre.

Figura 40 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 sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.
2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e 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.

Infine, l'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è rimasto sostanzialmente stabile a un livello relativamente basso negli ultimi tre mesi. Tuttavia, la fiducia dei consumatori è diminuita dall'inizio dell'anno. Inoltre, la relazione generalmente piuttosto forte fra l'evoluzione della disoccupazione e la fiducia dei consumatori sembra essersi indebolita in tempi recenti, rispecchiando forse l'effetto negativo dei forti rincari petroliferi. Al tempo stesso, vanno tenute in debita considerazione le variazioni metodologiche nella compilazione dei dati sulla disoccupazione.

4.2 MERCATO DEL LAVORO

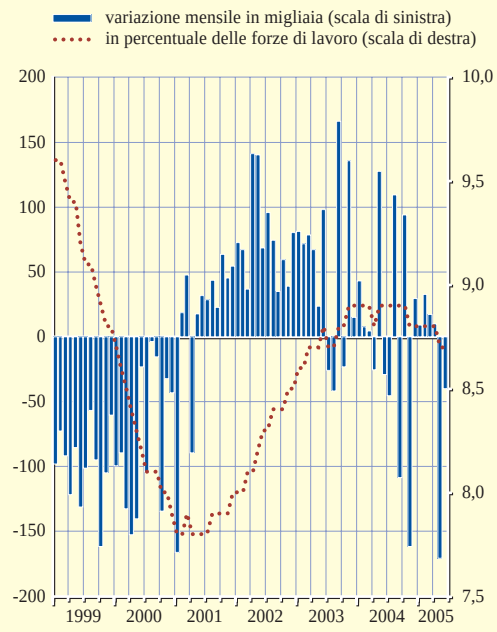
I dati disponibili indicano condizioni del mercato del lavoro sostanzialmente invariate nella prima metà del 2005. I risultati delle indagini suggeriscono aspettative di occupazione sostanzialmente stabili o in lieve miglioramento all'inizio del terzo trimestre.

DISOCCUPAZIONE

Il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro si è collocato all'8,7 per cento in giugno, invariato rispetto a maggio (cfr. figura 41). Il tasso di disoccupazione si è collocato all'8,8 per cento nel secondo trimestre, invariato per il terzo trimestre consecutivo. In termini di disaggregazione per fasce di età, in giugno il tasso di disoccupazione fra i minori di 25 anni è aumentato di 0,3 punti percentuali, collocandosi al 17,9 per cento, mentre quello relativo alla popolazione di età superiore ai 25 anni è rimasto invariato al 7,5 per cento. Nello stesso mese il numero di disoccupati è diminuito di circa 40.000 unità, dopo essere sceso di circa 170.000 unità in maggio. Tuttavia, i dati più recenti andrebbero interpretati con una certa cautela giacché le modifiche metodologiche nella raccolta dei dati sulla disoccupazione introdotte in Germania hanno comportato ultimamente un significativo aumento della variabilità delle cifre per l'area dell'euro.

Figura 41 Disoccupazione

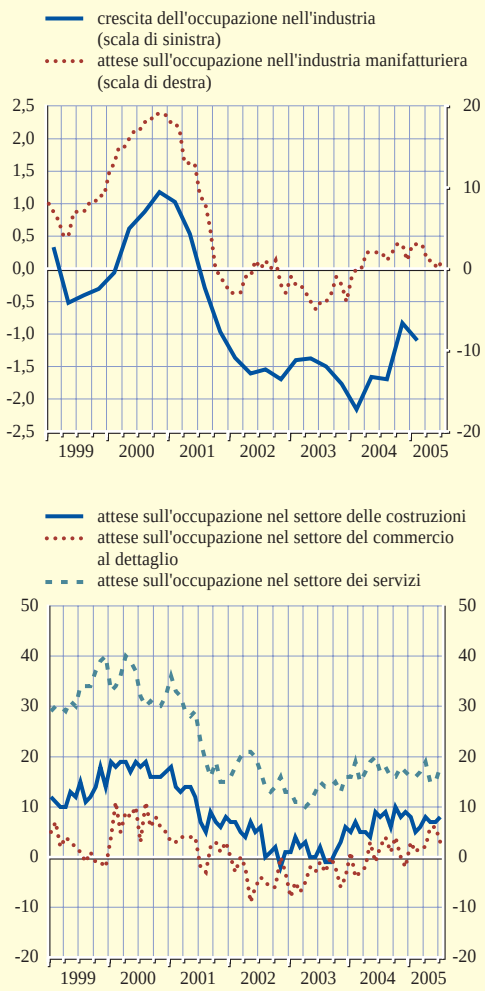
(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Figura 42 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali; dati destagionalizzati)



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

OCCUPAZIONE

Nel primo trimestre l'occupazione nell'area dell'euro è aumentata dello 0,1 per cento sul trimestre precedente (corretta al ribasso di 0,1 punti percentuali), rispetto a un tasso di crescita dello 0,2 per cento in ogni trimestre dello scorso anno. Questa evoluzione complessiva riflette andamenti divergenti della crescita dell'occupazione nei settori dei servizi e dell'industria (al netto delle costruzioni): mentre nel primo dei due settori l'occupazione ha continuato a crescere, nel secondo essa è diminuita.

I risultati delle indagini della Commissione europea e del PMI suggeriscono aspettative di occupazione sostanzialmente invariate nel settore dei servizi fra il primo e il secondo trimestre, ma in leggero peggioramento in quello manifatturiero (cfr. figura 42). Le aspettative di occupazione in luglio mostrano in generale un lieve miglioramento nel comparto dei servizi e condizioni sostanzialmente stabili in quello manifatturiero.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro si è moderata nel secondo trimestre rispetto al primo. Tuttavia, se si considera l'effetto di distorsione dovuto alla correzione per il numero delle gior-

nate lavorative, il quadro che si ricava è quello di un PIL in termini reali che cresce nella prima metà del 2005 a un ritmo moderato, sostanzialmente simile a quello registrato nella seconda metà del 2004.

In prospettiva, si prevede in generale un graduale rafforzamento dell'attività economica nell'area dell'euro (cfr. il riquadro *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate degli esperti della BCE*). Questa tesi è suffragata dai recenti miglioramenti delle indagini congiunturali. Inoltre, nel prossimo futuro l'economia dell'area dell'euro dovrebbe beneficiare in maniera più evidente del contesto positivo dei fondamentali, dal momento che gli effetti degli scorsi shock avversi rimangono contenuti. Persistono tuttavia rischi al ribasso per la crescita economica, derivanti in particolare dal perdurare di quotazioni petrolifere elevate. In connessione a questo fatto, il basso livello di fiducia dei consumatori sta gravando sulla crescita dei consumi. Infine, gli squilibri a livello mondiale rimangono una sfida fondamentale e un motivo di preoccupazione.

Riquadro 7

PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELLA BCE

Sulla base delle informazioni disponibili al 19 agosto 2005, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro [1].

L'esercizio previsivo si basa su ipotesi riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio, 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, sui livelli prevalenti nella prima metà di agosto. Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i corsi del greggio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle attese del mercato osservate a metà agosto [2]. Le ipotesi attinenti alle politiche fiscali si fondano sui programmi di bilancio nazionali dei paesi dell'area dell'euro e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti oppure definite in dettaglio e di probabile adozione nell'ambito del processo legislativo.

Per evidenziare 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 elaborate in passato.

Ipotesi relative al contesto internazionale

Secondo le attese, il contesto esterno all'area dell'euro dovrebbe rimanere favorevole sia nel 2005 sia nel 2006. L'espansione del PIL negli Stati Uniti resterebbe vigorosa, sebbene in certa

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto due volte l'anno congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle stabilite dall'Eurosistema in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001.

2) Si assume pertanto 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 2,12 per cento. L'ipotesi tecnica di invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro rimanga a 1,22 nel periodo di riferimento e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti più elevato dello 0,1 per cento nel 2005, rispetto alla media del 2004, e più basso dello 0,8 per cento nel 2006. Le attese del mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un lieve incremento, dal 3,5 per cento nella media del 2005 al 3,7 nel 2006. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 6,4 per cento nel 2005 e del 2,4 l'anno seguente. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future*, si ipotizzano ulteriori rialzi delle quotazioni petrolifere, in media a 55,3 dollari al barile nel 2005 e a 62,8 dollari nel 2006.

misura più moderata rispetto allo scorso anno, e quella nei paesi asiatici diversi dal Giappone si manterrebbe su livelli ben al di sopra della media mondiale, anche se inferiori in confronto agli ultimi anni. Le proiezioni indicano che la crescita nella maggior parte delle grandi economie continuerà a essere dinamica.

Si stima che l'espansione del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collochi, in media d'anno, intorno al 4,8 per cento nel 2005 e al 4,6 nel 2006. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe portarsi a circa il 7,1 per cento nel 2005 e il 7,2 l'anno seguente.

Proiezioni sulla crescita del PIL

La stima rapida dell'Eurostat indica per il secondo trimestre del 2005 un tasso di espansione del PIL dell'area dell'euro pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente. Secondo le proiezioni, si prevede un lieve aumento della crescita a partire dalla seconda metà di quest'anno. Il tasso di incremento del prodotto si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dell'1,0-1,6 per cento nel 2005, per poi raggiungere l'1,3-2,3 per cento nel 2006. Sulla spinta del protratto vigore ipotizzato per la domanda esterna, la dinamica delle esportazioni continuerebbe a sostenere l'attività economica nell'orizzonte di riferimento, mentre la domanda interna dovrebbe gradualmente rafforzarsi.

I consumi privati crescerebbero in linea con il reddito disponibile reale, che dovrebbe essere sostenuto dall'aumento dell'occupazione. Secondo le attese, l'incremento dei consumi sarebbe tuttavia frenato prevalentemente dai rincari del petrolio e dalla formazione di risparmio precauzionale, connessa ai persistenti timori sull'andamento delle finanze pubbliche e sulle prospettive di più lungo periodo per i sistemi sanitari e pensionistici. Nel contempo, l'espansione degli investimenti fissi totali mostrerebbe una ripresa dopo il recente periodo di debolezza, poiché gli investimenti delle imprese dovrebbero beneficiare della forte domanda esterna e reagire infine alle favorevoli condizioni creditizie e agli elevati utili societari. Gli investimenti privati nell'edilizia residenziale continuerebbero a crescere a un ritmo moderato nell'orizzonte di proiezione. La domanda interna dovrebbe stimolare l'incremento delle importazioni, di conseguenza le esportazioni nette fornirebbero un contributo solo lievemente positivo all'espansione del PIL.

Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Secondo quanto evidenziato dalle proiezioni, il tasso medio di variazione dello IAPC complessivo si collocherebbe fra il 2,1 e il 2,3 per cento nel 2005, per poi situarsi fra l'1,4 e il 2,4 per cento l'anno seguente. Il lieve calo dell'inflazione nel 2006 è riconducibile principalmente al trattamento statistico di una riforma sanitaria proposta nei Paesi Bassi, il quale contribuirebbe secondo le stime per -0,2 punti percentuali. Questa diminuzione riflette anche l'ipotesi di un minore incremento dei prezzi dei beni energetici e di un più contenuto tasso di variazione dei prezzi all'importazione nel 2006.

Si assume che la crescita dei redditi nominali per occupato rimanga moderata nel periodo in esame. Tale ipotesi incorpora non soltanto gli accordi salariali vigenti e il previsto miglioramento, appena modesto, delle condizioni del mercato del lavoro, ma anche un'altra ipotesi secondo cui gli elevati rincari del petrolio non producano significativi effetti di secondo impatto sui redditi nominali. Le proiezioni sull'espansione del PIL e sull'occupazione implicano un lento recupero

Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali) [1)]

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

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 elaborate dalle banche centrali dell'area dell'euro nel corso degli anni passati. Le proiezioni sul PIL si fondano su dati corretti per i giorni lavorativi.

della crescita della produttività del lavoro. A seguito degli andamenti delle retribuzioni e della produttività, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto resterebbe relativamente contenuto sia questo sia il prossimo anno.

Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2005

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di giugno 2005 del Bollettino, gli intervalli di valori indicati per il tasso di crescita del PIL hanno subito una lieve correzione verso il basso sia per il 2005 sia per il 2006. Per l'anno in corso, tale correzione riflette principalmente limitate revisioni verso il basso dei dati riportati in passato, mentre per il prossimo anno rispecchia in gran parte l'impatto della revisione verso l'alto dell'ipotesi relativa alle quotazioni petrolifere sul reddito disponibile reale.

Gli intervalli previsti per il tasso di crescita annuo dello IAPC nel 2005 e nel 2006 sono stati modificati al rialzo rispetto alle proiezioni di giugno, principalmente per effetto della già menzionata revisione al rialzo dell'ipotesi relativa ai corsi petroliferi per i due anni considerati. Tale ipotesi implica un maggiore contributo della componente energetica all'inflazione armonizzata, mentre le proiezioni per la componente non energetica restano sostanzialmente invariate a fronte dei valori di giugno.

Tavola B Confronto fra le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali)

	2004	2005	2006
IAPC – giugno 2005	2,1	1,8-2,2	0,9-2,1
IAPC – settembre 2005	2,1	2,1-2,3	1,4-2,4
PIL in termini reali – giugno 2005	1,8	1,1-1,7	1,5-2,5
PIL in termini reali – settembre 2005	1,8	1,0-1,6	1,3-2,3

5 LA FINANZA PUBBLICA

I dati infra-annuali relativi ai singoli paesi in generale confermano le previsioni della Commissione europea sui conti pubblici nel 2005, che indicano un rapporto fra disavanzo pubblico e PIL nell'area dell'euro sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente. La politica di bilancio sarà lievemente restrittiva. Se il deludente andamento delle finanze pubbliche in numerosi paesi è parzialmente imputabile alle condizioni economiche meno favorevoli del previsto, esso riflette anche l'insufficienza degli sforzi di risanamento compiuti. Preoccupano in particolar modo gli squilibri di bilancio dei cinque paesi attualmente sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le attuali prospettive per le finanze pubbliche fanno ritenere che anche nel 2006 il rapporto tra disavanzo e PIL dell'area nel suo complesso e quello di numerosi paesi a essa appartenenti si manterranno su livelli prossimi o superiori al 3 per cento e nettamente superiori agli obiettivi fissati nei programmi di stabilità. Le manovre di bilancio per il 2006 dovrebbero accelerare il passo del consolidamento fiscale per giungere a una correzione degli attuali squilibri entro tempi ragionevoli. In questo contesto, è importante ribadire la necessità di applicare in modo rigoroso e coerente il Patto di stabilità e crescita nella sua versione modificata, al fine di perseguire una disciplina di bilancio e finanze pubbliche sostenibili.

PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2005

Le informazioni più recenti fornite dai governi dei diversi paesi sugli andamenti e sulle misure di finanza pubblica non sono armonizzate, date le differenze in termini di copertura e di definizione fra i dati nazionali. A questo stadio pertanto è possibile formulare una valutazione solo indicativa delle prospettive a breve termine dei conti pubblici nell'area dell'euro. Gli ultimi dati armonizzati per l'area dell'euro sono le previsioni pubblicate in primavera dalla Commissione europea (presentate nel numero di giugno 2005 di questo Bollettino) e i dati trimestrali relativi al primo trimestre dell'anno (pubblicati nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

I dati infra-annuali disponibili per i singoli paesi confermano sostanzialmente le previsioni sui conti pubblici per il 2005. In particolare, risulta ormai chiaro che la maggior parte dei paesi mancherà gli obiettivi fissati negli aggiornamenti dei programmi di stabilità predisposti alla fine del 2004, in taluni casi con uno scostamento rilevante. Diversi paesi registreranno presumibilmente un disavanzo, che nel caso di Germania, Grecia, Francia, Italia e Portogallo potrebbe sfiorare, o persino superare, il limite massimo del 3 per cento del PIL. Anziché diminuire, come inizialmente previsto dai piani di bilancio degli Stati membri, nel 2005 il rapporto fra disavanzo e PIL nell'area dell'euro risulterebbe sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente, a circa il 2,7 per cento. L'orientamento della politica di bilancio nel 2005 dovrebbe risultare lievemente più restrittivo, in contrasto con il consolidamento previsto a livello aggregato.

Il rapporto debito/PIL dell'area dell'euro potrebbe aumentare per il terzo anno consecutivo. Dei sette paesi che registrano un rapporto fra debito pubblico e PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento, solo il Belgio evidenzierà una riduzione apprezzabile dell'incidenza del debito. Questo rapporto aumenterà in Italia, dopo aver mostrato una graduale tendenza discendente, e in Portogallo, dove l'incremento potrebbe essere significativo (cfr. il riquadro *Andamento recente dei differenziali di rendimento sui titoli di Stato nei paesi dell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino).

L'evoluzione sfavorevole dei conti pubblici è particolarmente preoccupante nei paesi che si trovano in una situazione di disavanzo eccessivo. In seguito alla decisione di fine luglio del Consiglio concernente l'esistenza di un disavanzo eccessivo in Italia e alla raccomandazione formulata nello stesso mese dalla Commissione di avviare una procedura nei confronti del Portogallo, il numero dei paesi attualmente sottoposti a una procedura per i disavanzi eccessivi è salito a cinque (con

Germania, Grecia e Francia). Tutti questi paesi subiscono attualmente pressioni di bilancio, che stanno sospingendo i rispettivi disavanzi al di sopra degli obiettivi inizialmente fissati. Questi sconfinamenti, in parte imputabili al deludente contesto economico, denunciano altresì la portata insufficiente dell'azione di consolidamento fiscale.

In Germania, dove la strategia di risanamento è fortemente incentrata sul contenimento della spesa a tutti i livelli dell'amministrazione pubblica, il possibile scostamento dall'obiettivo di disavanzo potrebbe attribuirsi principalmente alla riduzione delle entrate dovuta agli andamenti macroeconomici meno favorevoli rispetto alle proiezioni iniziali. Inoltre, la spesa sociale rischia di superare gli obiettivi programmati. L'incertezza sui risultati di bilancio è accresciuta dalle decisioni dell'Eurostat non ancora formalizzate circa le misure di bilancio temporanee. Considerato che l'obiettivo di bilancio della Germania per quest'anno non lasciava pressoché alcun margine di sicurezza, questi andamenti rischiano di compromettere seriamente la correzione del disavanzo eccessivo nel 2005.

L'articolata strategia di bilancio adottata dalle autorità greche – tesa a riportare il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2006 e comprendente la legge finanziaria e il pacchetto di misure aggiuntivo varato in marzo in ottemperanza alle raccomandazioni del Consiglio – poggia principalmente sul contenimento sia della spesa per investimenti, sia dei consumi collettivi. Vi sono tuttavia indicazioni di uno scostamento dagli obiettivi di bilancio, riconducibile all'eccessivo ottimismo delle iniziali proiezioni di crescita, agli sconfinamenti della spesa (in particolare per le retribuzioni del settore pubblico) e alla riduzione del gettito (connessa soprattutto alle entrate incerte di un condono fiscale). Non sono inoltre previste misure strutturali per affrontare le problematiche relative all'invecchiamento della popolazione.

In Francia, una strategia di finanza pubblica minimalista fa affidamento principalmente sulle entrate *una tantum* provenienti dall'integrazione di diversi trattamenti previdenziali nel sistema pensionistico generale. La deludente dinamica di crescita e la riduzione del gettito sollevano interrogativi circa il conseguimento dell'obiettivo del 3 per cento per il disavanzo del 2005. Una potenziale fonte di rischio origina altresì dagli attuali andamenti della spesa, in particolare, dalle retribuzioni dei lavoratori dipendenti e dalle prestazioni sociali, poiché in passato le misure di controllo in questi ambiti non si sono dimostrate pienamente efficaci.

In primavera il governo italiano ha rivisto drasticamente al rialzo le previsioni di disavanzo, indicando che nel 2005 il rapporto tra quest'ultimo e il PIL avrebbe superato il valore di riferimento del 3 per cento. La revisione fa seguito a una correzione verso il basso delle proiezioni macroeconomiche, da uno scenario di crescita prossima a quella di lungo periodo a uno di crescita nulla. Inoltre, la strategia di fondo per la finanza pubblica, basata soprattutto sul contenimento della spesa, non si è dimostrata pienamente efficace, con un possibile sconfinamento in particolare sul fronte della sanità. Il rapido venir meno degli effetti legati alle misure temporanee degli anni precedenti ha contribuito ad accelerare il deterioramento della posizione di bilancio. Motivo di preoccupazione è la divergenza persistente fra il disavanzo calcolato sulla base del criterio di cassa e quello calcolato secondo il principio di competenza, peraltro evidente nelle discrepanze fra il disavanzo e l'aumento del livello del debito. Riguardo alla procedura di disavanzo eccessivo, il governo italiano si è impegnato ad attuare una rigorosa disciplina di bilancio nella restante parte dell'anno, prefiggendosi di correggere il disavanzo eccessivo nel 2007.

In Portogallo, la strategia di bilancio adottata dal governo con la legge finaziaria per il 2005 e il pacchetto aggiuntivo di giugno si incentra principalmente sul contenimento della spesa (comprese le retribuzioni del settore pubblico) e su un lieve incremento delle entrate. In primavera il nuovo

governo ha avviato una drastica revisione al rialzo dell'obiettivo per il disavanzo del 2005 annunciato nel precedente programma di stabilità. Alla base della revisione vi sono un andamento della crescita molto meno favorevole e la decisione del nuovo governo di abbandonare le misure *una tantum* che negli anni precedenti avevano contribuito a contenere i disavanzi. L'obiettivo di riportare il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL è fissato per il 2008. Sussiste tuttavia una notevole incertezza riguardo agli esiti del pacchetto di misure concernenti le entrate e la spesa, nonché all'efficacia dei controlli sulla spesa, risultati alquanto deboli in passato.

Visti questi squilibri è imperativo che nella parte restante dell'anno tutti i paesi interessati pongano in essere un'attenta politica di bilancio. Alcuni hanno già applicato ulteriori provvedimenti (Grecia e Portogallo), mentre la Francia ha dichiarato che, se necessario, saranno intraprese azioni aggiuntive, eventualmente tramite misure una tantum o il congelamento della spesa. I governi dovrebbero essere pronti ad adottare ulteriori interventi correttivi in caso di un'evoluzione preoccupante dei conti pubblici. Specie nei paesi vicini a un appuntamento elettorale, le considerazioni d'ordine politico non dovrebbero distogliere le autorità governative dall'applicazione di un'appropriata azione di bilancio.

PIANI DI BILANCIO PER IL 2006

Nella maggior parte degli Stati membri sono in preparazione le linee guida dei bilanci per il 2006. Le prospettive attuali a livello di area indicano solo un limitato miglioramento dei conti pubblici, e al momento sembra che anche nel 2006 i rapporti tra disavanzi e PIL continueranno ad attestarsi su livelli prossimi o superiori al 3 per cento, sia nell'area che in diversi Stati membri. Sebbene tale quadro rifletta la mancanza di ambizione che continua a caratterizzare le strategie di risanamento adottate da diversi paesi, l'impostazione di tali strategie è generalmente adeguata. Conforta l'intenzione espressa da numerosi Stati membri di voler operare interventi strutturali dal lato della spesa, anziché imporre aumenti delle imposte. Inoltre, alcuni paesi che in passato hanno fatto ampio ricorso a misure temporanee intendono ora attuare interventi a carattere strutturale e permanente.

In questo contesto è importante ribadire la necessità di applicare in modo rigoroso e coerente le procedure riviste del Patto di stabilità e crescita, che forniscono un quadro idoneo al perseguimento della disciplina fiscale e di finanze pubbliche sostenibili. È fondamentale che i paesi intraprendano le azioni necessarie a correggere i disavanzi eccessivi, conformemente agli impegni assunti, e compiano ulteriori progressi verso solide posizioni di bilancio nel medio periodo. Una tempestiva e piena attuazione degli impegni di risanamento e delle procedure del Patto migliorerà in modo credibile la sostenibilità delle finanze pubbliche e rafforzerà la fiducia degli investitori e dei consumatori nell'economia (cfr. l'articolo *La riforma del patto di stabilità e crescita* nel numero di agosto del 2005 di questo Bollettino).

Per quanto concerne le procedure di disavanzo eccessivo in corso, Germania e Francia sono tenute a correggere i rispettivi disavanzi eccessivi nel 2005 e la Grecia nel 2006, conformemente alle raccomandazioni e alle decisioni adottate dal Consiglio nei loro confronti. I governi devono essere pronti a intraprendere tutte le azioni necessarie a correggere il proprio disavanzo eccessivo entro i termini stabiliti. Se non dovessero riuscirvi, il Patto dispone che venga valutata l'eventualità di passare alla fase successiva della procedura. La scadenza del 2007 per la correzione del disavanzo eccessivo dell'Italia e soprattutto quella del 2008 proposta per il Portogallo riflettono un'applicazione molto flessibile del Patto nella sua nuova versione; tali scadenze infatti sono state prolungate di uno e due anni, rispettivamente, oltre "l'anno di rilevamento" per via di "circostanze particolari". È essenziale che i due paesi adottino ora una strategia di riforma credibile e misure strutturali tali da progredire nell'azione di risanamento almeno al ritmo promesso.

Pur essendo esplicitamente prevista dal Patto, la possibilità di proroga dei termini per la correzione del disavanzo eccessivo può sollevare problematiche di rischio di comportamento opportunistico *(moral hazard*). Innanzi tutto potrebbe incentivare i paesi ad adottare misure a carattere temporaneo anziché strutturale, se la successiva eliminazione di queste misure temporanee costituisce un motivo legittimo per ottenere un'ulteriore proroga dei termini per la correzione del disavanzo eccessivo. In secondo luogo, può ridurre le possibilità di successo dell'azione volta a migliorare la finanza pubblica e il clima di fiducia per mezzo di un opportuno e completo insieme di interventi di riforma; è quanto avviene se la proroga è eccessivamente generosa rispetto alla gravità della situazione, o se non infonde fiducia in un sufficiente slancio di riforma.

Il risanamento dovrebbe risultare da una riforma strutturale dei conti pubblici, anziché da misure temporanee, e iscriversi in un programma ampio e articolato atto a sostenere la fiducia e la crescita. Ciò vale in particolare per i paesi in cui, al basso livello di crescita tendenziale, si aggiungono le scarse prospettive di investimento e di occupazione, nonché gli effetti negativi sui conti pubblici dell'invecchiamento della popolazione. Nella misura in cui queste politiche e riforme sono atte a riportare l'andamento del rapporto debito/PIL su un profilo decrescente e a contenere l'onere fiscale generato dall'invecchiamento della popolazione, la loro attuazione diviene un elemento cardine per la realizzazione degli obiettivi di occupazione e di crescita descritti nella strategia di Lisbona.

6 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

6.1 TASSI DI CAMBIO

Il tasso di cambio effettivo dell'euro, che era andato gradualmente apprezzandosi dai primi di luglio, si è deprezzato a metà agosto per poi riprendersi lievemente verso la fine del mese. In agosto l'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto ai livelli di fine luglio, indebolendosi rispetto alla sterlina britannica, al franco svizzero e al dollaro canadese e rafforzandosi nei confronti del dollaro statunitense e di una serie di valute asiatiche.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

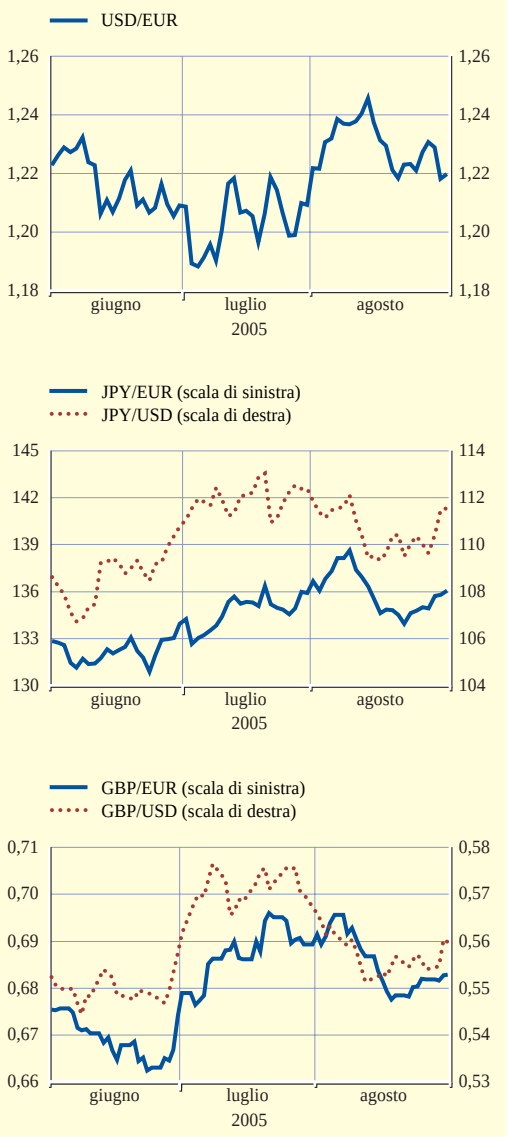
Come conseguenza di un periodo contraddistinto da un clima di fiducia positivo, l'euro si è notevolmente apprezzato nei confronti del dollaro statunitense passando dai circa 1,19 dollari dei primi di luglio a quasi 1,25 a metà agosto. Nel prosieguo del mese il dollaro ha tuttavia messo a segno un parziale recupero sulla moneta unica. Quest'ultimo andamento potrebbe essere riconducibile all'attenuarsi dei timori del mercato circa il persistere degli squilibri esterni degli Stati Uniti dopo la pubblicazione in giugno di dati sugli investimenti di portafoglio che mostravano consistenti afflussi netti nel paese. Nel contempo, l'ampliarsi dei differenziali di tasso di interesse fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro continua a sostenere la moneta statunitense. In tale contesto, il 31 agosto l'euro si situava a 1,22 dollari, un valore superiore dello 0,9 per cento a quello di fine luglio e inferiore dell'1,9 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo essersi rafforzato in misura consistente in luglio e agli inizi di agosto, fino a sfiorare i 139 yen, l'euro ha successivamente subito una correzione verso il basso nei confronti della moneta nipponica. Il rafforzamento dello yen è stato relativamente generalizzato e ha riflesso in larga misura le migliorate prospettive per l'economia giapponese. A sorreggere la valuta nipponica hanno inoltre concorso i riscontri di cospicui afflussi di capitali dall'estero per investimenti di portafoglio in titoli azionari giapponesi. Verso la fine di agosto lo yen si è lievemente deprezzato nei confronti dell'euro, in un contesto in cui i mercati valutari sono parsi spostare l'attenzione verso il grado relativamente più elevato di dipendenza dal petrolio dell'economia

Figura 43 Tassi di cambio

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

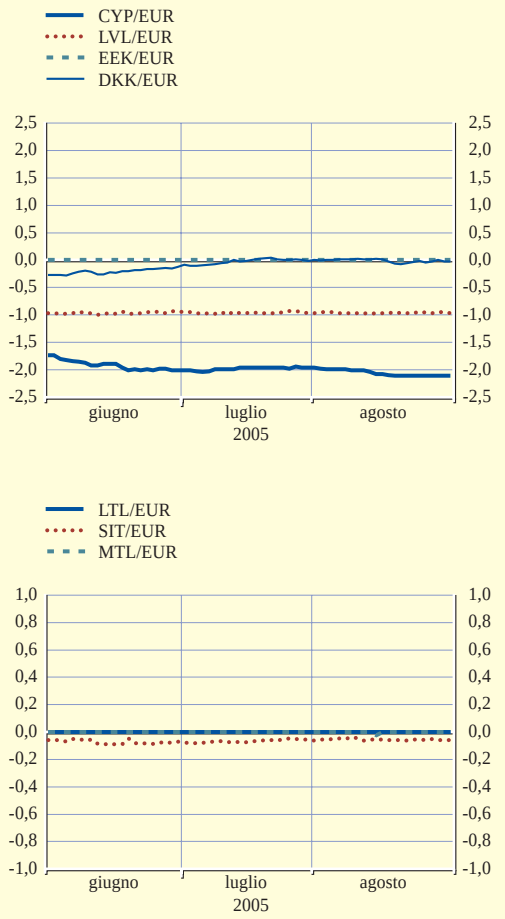
giapponese. Il 31 agosto l'euro è stato quotato a 136 yen, un livello sostanzialmente invariato rispetto a fine luglio e superiore dell'1,2 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II le fluttuazioni sono state estremamente contenute in agosto. L'euro si è lievemente deprezzato sulla sterlina cipriota (-0,2 per cento), che viene ora scambiata a un livello superiore di circa il 2,1 per cento alla propria parità centrale. Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE, la moneta unica si è indebolita nei confronti della sterlina britannica, perdendo parte del rafforzamento messo a segno nel mese precedente. Dopo la pubblicazione dei verbali della riunione del Monetary Policy Committee della Bank of England del 3 e 4 agosto, gli analisti avrebbero rivisto le aspettative sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine. Il 31 agosto l'euro è stato scambiato a 0,68 sterline, un valore inferiore dello 0,9 per cento rispetto a quello di fine luglio e superiore dello 0,6 per cento alla media del 2004. Durante il periodo di riferimento l'euro si è indebolito anche sulla corona ceca (-1,9 per cento), lo zloty polacco (-1,0 per cento) e la corona svedese (-0,7 per cento), mentre è rimasto sostanzialmente stabile nei confronti della corona slovacca. Nella prima parte di agosto il fiorino ungherese si è gradualmente apprezzato sull'euro, ma dopo la decisione del 22 agosto della Magyar Nemzeti Bank di ridurre di 50 punti base il proprio tasso di interesse di riferimento ha perso il terreno guadagnato. Il 31 agosto il fiorino ungherese era quotato a HUF/EUR 244,5, un livello inferiore di circa l'1,8 per cento rispetto all'estremità superiore della banda di oscillazione del ±15 per cento basata sull'euro.

Figura 44 Tassi di cambio negli AEC II

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



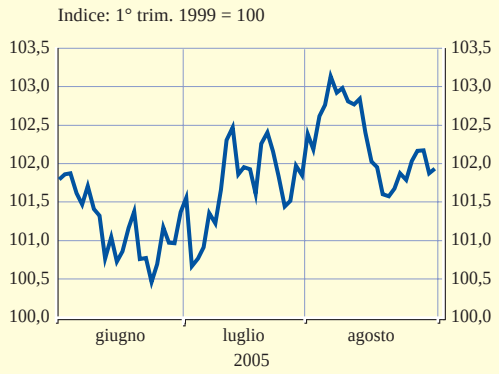
Fonte: BCE.
Nota: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono ±2,25%; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ±15%.

ALTRE VALUTE

Con riferimento ad altre valute, il 31 agosto l'euro risultava deprezzato dello 0,8 per cento sul franco svizzero rispetto al livello di fine luglio. Nel periodo in esame la moneta unica si è inoltre indebolita (del 2,0 per cento) sul dollaro canadese, mentre si è rafforzata su quello australiano (2,8 per cento) e su di diverse valute asiatiche, in particolare il dollaro di Singapore (2,4 per cento) e il won coreano (2,0 per cento). Dall'inizio del nuovo regime di cambio, il renminbi cinese ha oscillato in misura appena marginale nei confronti del dollaro statunitense. Per una descrizione dettagliata delle disposizioni valutarie adottate dalle autorità cinesi si veda il riquadro *La riforma del regime di cambio del renminbi*.

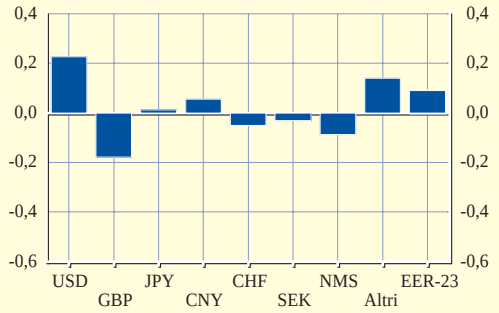
Figura 45 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti [1)]

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale [2)]

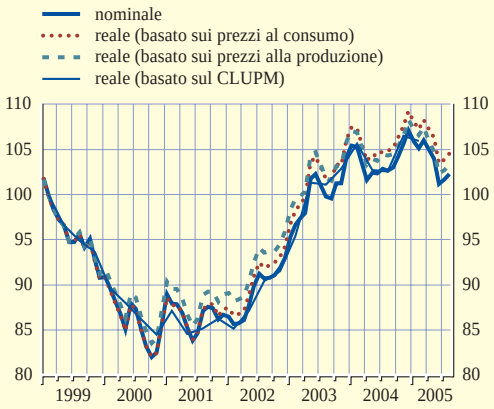
Dal 29 luglio al 31 agosto 2005
(in punti percentuali)



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 singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "NSM" si riferisce al contributo aggregato delle valute dei dieci nuovi Stati membri che sono entrati a far parte dell'UE il 1° maggio 2004. La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sette partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-23. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-23.

Figura 46 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale [1)]

(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 ad agosto 2005 (al 1° trimestre 2005 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 31 agosto il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era sostanzialmente invariato rispetto al livello di fine luglio e inferiore dell'1,8 per cento alla media del 2004 (cfr. figura 45). La generale stabilità dell'euro in termini effettivi è principalmente riconducibile al fatto che il deprezzamento nei confronti della sterlina britannica, del franco svizzero e del dollaro canadese è stato controbilanciato dall'apprezzamento rispetto al dollaro statunitense e a una serie di valute asiatiche.

I tassi di cambio effettivi reali dell'euro – fondati su diversi indici di costo e di prezzo – hanno seguito da vicino l'indice nominale (cfr. figura 46). In agosto l'indicatore di cambio effettivo reale basato sui prezzi al consumo e quello calcolato con riferimento ai prezzi alla produzione risultavano rispettivamente inferiori dell'1,3 e dell'1,9 per cento alle proprie medie del 2004.

Riquadro 8

LA RIFORMA DEL REGIME DI CAMBIO DEL RENMINBI

Il 21 luglio 2005 la Cina ha rivalutato la propria valuta del 2 per cento nei confronti del dollaro USA, da 8,2765 a 8,11, e adottato un "regime di cambio a fluttuazione controllata basato sulla

domanda e sull'offerta di mercato con riferimento a un paniere di valute", come dichiarato dalla banca centrale del paese. Quest'ultima ha precisato che l'adozione di un paniere valutario "di riferimento" non implicava un ancoraggio effettivo del renminbi al paniere stesso. Sebbene non siano stati resi noti i pesi delle valute nel paniere, le valute incluse sono state scelte principalmente sulla base delle quote relative dei partner commerciali della Cina nell'interscambio di beni e servizi (fra le altre variabili considerate vi sono le fonti degli investimenti diretti esteri in Cina e la composizione valutaria del debito cinese). Le valute con peso maggiore nel paniere sono dollaro statunitense, euro, yen giapponese e won coreano; fra le altre monete compaiono il dollaro di Singapore, la sterlina britannica, il ringgit malese, il rublo russo, il dollaro australiano, il baht tailandese e il dollaro canadese.

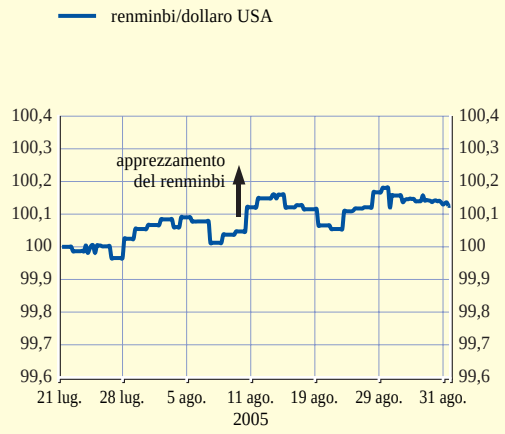
La BCE accoglie con favore la riforma del cambio introdotta dalla Cina e si aspetta che il nuovo regime di cambio a fluttuazione controllata contribuisca alla stabilità finanziaria mondiale. I ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali dei paesi del G7 hanno espresso soddisfazione per la decisione della Cina. Da tempo la comunità internazionale considerava il passaggio a una maggiore flessibilità come un elemento auspicabile per un migliore funzionamento dell'economia mondiale.

Il nuovo regime prevede che la banca centrale cinese annunci alla fine di ogni giorno lavorativo il prezzo di chiusura delle valute straniere scambiate contro il renminbi nel mercato interbancario. Questo prezzo viene utilizzato il giorno successivo come parità centrale nelle contrattazioni contro il renminbi. La banda di oscillazione rispetto alla parità centrale annunciata giornalmente dalla banca centrale cinese è rimasta, come in passato, di ±0,3 per cento per il dollaro USA, mentre è stata leggermente ampliata per le altre valute, da ±1 a ±1,5 per cento.

Dal 21 luglio le oscillazioni effettive del renminbi rispetto al dollaro (cfr. figura A) sono rimaste ampiamente all'interno della banda stabilita. Per il momento, la riforma si è principalmente tradotta in una rivalutazione *una tantum* rispetto al dollaro, mentre il tasso di cambio resta tuttora strettamente controllato.

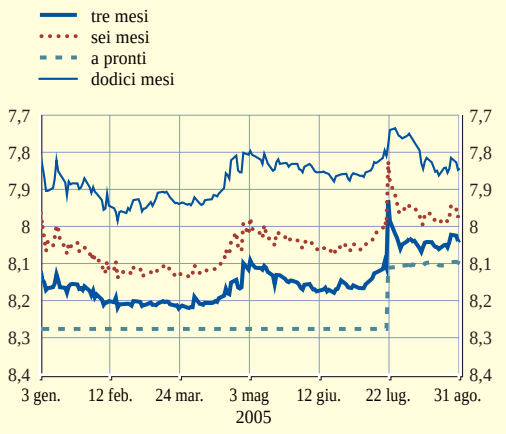
Figura Andamenti infragiornalieri recenti del tasso di cambio del renminbi

(indice: 21 luglio 2005=100)



Fonte: Bloomberg.

Figura B Contratti *non-deliverable forward* renminbi/dollaro USA



Fonte: Bloomberg.

In prospettiva, il nuovo regime crea un margine potenziale per un maggiore effetto del mercato nei movimenti del renminbi. Gli operatori in effetti continuano ad attendersi un ulteriore lieve apprezzamento della valuta cinese in un orizzonte a dodici mesi; tale ipotesi è suffragata dai movimenti nel mercato *offshore*, dove le attese di variazione del renminbi sono negoziate tramite contratti *forward non-deliverable* (cfr. figura B).

Per quanto riguarda le altre due principali valute asiatiche formalmente ancorate al dollaro USA, ossia il ringgit malese e il dollaro di Hong Kong, il 21 luglio anche la Malesia ha abbandonato l'ancoraggio ufficiale alla moneta statunitense adottando un regime a fluttuazione controllata, in base al quale la banca centrale tiene sotto osservazione il tasso di cambio rispetto a un paniere di valute, le cui ponderazioni, basate sulle quote di commercio, non sono state divulgate. La banca centrale malese ha tuttavia precisato che la stabilità del tasso di cambio continua a essere l'obiettivo prioritario della sua politica monetaria e che l'attuale valutazione del ringgit è in linea con le variabili macroeconomiche fondamentali. Dopo il cambio di regime si è lasciato che il ringgit, precedentemente ancorato al dollaro con un rapporto di cambio pari a 3,8, si apprezzasse solo lievemente.

Il regime di cambio di Hong Kong è rimasto invariato dopo la riforma introdotta dalla banca centrale cinese. La Hong Kong Monetary Authority aveva rafforzato il *currency board* adottato ventuno anni fa varando il 18 maggio 2005 una serie di misure volte ad attenuare eventuali pressioni di mercato per una rivalutazione del dollaro di Hong Kong. Il piano si sta rivelando efficace, giacché le attese di un apprezzamento del dollaro di Hong Kong, misurate dal tasso a termine a sei mesi, si sono riportate entro i limiti della banda.

6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le statistiche sulla bilancia dei pagamenti fino a giugno mostrano la persistente crescita di valore delle esportazioni di beni e servizi nel secondo trimestre e una ripresa piuttosto consistente delle importazioni. Quest'ultimo andamento è probabilmente ascrivibile all'effetto congiunto dei più elevati prezzi all'importazione (per il rincaro del petrolio) e dei maggiori volumi importati (soprattutto di beni di investimento). In un'ottica di più lungo periodo, l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è sceso a 15,5 miliardi di euro, contro i 47,3 miliardi dello stesso periodo dello scorso anno. Per quanto riguarda il conto finanziario, la direzione dei flussi di capitale ha subito una netta inversione. Nel periodo di dodici mesi che termina a giugno 2005, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 76,4 miliardi di euro, contro deflussi netti quasi equivalenti nel periodo corrispondente un anno prima.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nel secondo trimestre le esportazioni di beni e servizi hanno continuato nel loro insieme a crescere di valore (+1,2 per cento rispetto al trimestre precedente). Tale andamento va ricondotto alla netta ripresa delle esportazioni di beni, aumentate del 3,6 per cento dopo il debole incremento (pari circa all'1 per cento) del primo trimestre, controbilanciata in parte dalle minori esportazioni di servizi (cfr. tavola 9). Il periodo è stato inoltre contraddistinto da un'inversione di tendenza delle importazioni di beni e servizi, cresciute del 3,4 per cento dopo il calo marginale del primo trimestre. Anche in questo caso il risultato è riconducibile alla forte crescita della componente dei beni (+5 per cento), mentre i servizi hanno subito una flessione (cfr. figura 47).

Tavola 9 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

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

	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 mag.	2005 giu.	Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a 2004 giu.	2005 giu.
Conto corrente (saldo)	**3,9**	**8,5**	**3,0**	**0,1**	**1,9**	**-2,5**	**47,3**	**15,5**
Beni (saldo)	17,6	17,7	22,6	19,5	7,5	6,2	123,1	77,5
Esportazioni	282,0	285,9	288,4	298,7	101,0	100,1	1.077,5	1.155,1
Importazioni	264,4	268,2	265,8	279,2	93,5	93,9	954,4	1.077,6
Servizi (saldo)	7,8	6,8	7,9	3,6	1,4	0,5	22,8	26,0
Esportazioni	89,7	89,5	92,9	87,2	28,8	30,0	339,8	359,4
Importazioni	82,0	82,8	85,0	83,6	27,4	29,5	317,0	333,4
Redditi (saldo)	-6,2	-2,1	-8,6	-11,3	-2,7	-4,7	-41,5	-28,2
Trasferimenti correnti (saldo)	-15,3	-13,8	-19,0	-11,7	-4,3	-4,5	-57,2	-59,8
Conto finanziario (saldo) [1]	**3,1**	**-25,4**	**34,4**	**36,9**	**36,3**	**18,4**	**1,3**	**49,0**
Investimenti diretti e di portafoglio netti	*8,3*	*-16,9*	*-21,5*	*106,4*	*25,9*	*96,3*	*-72,8*	*76,4*
Investimenti diretti	1,1	-44,1	-24,1	-10,5	3,3	-8,9	-63,8	-77,6
Investimenti di portafoglio	7,2	27,3	2,6	116,8	22,7	105,1	-9,0	153,9
Azioni	32,1	47,3	-12,4	44,7	21,6	61,5	-1,8	111,7
Strumenti di debito	-24,9	-20,0	15,0	72,2	1,0	43,6	-7,2	42,3

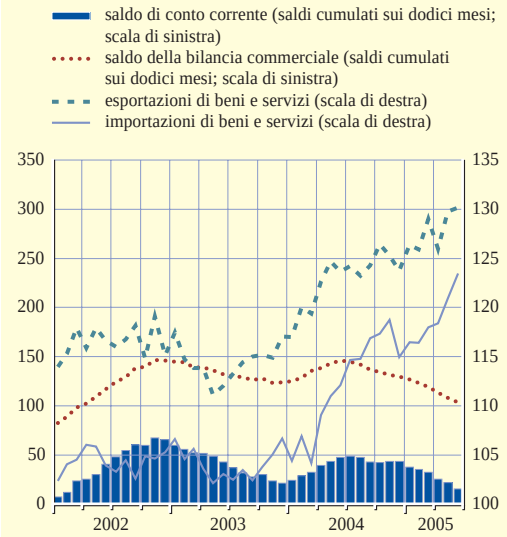
Fonte: BCE.
Note: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.
1) Dati non destagionalizzati. Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto.

Dati preliminari forniti dall'Eurostat sulla scomposizione dell'interscambio in volumi e prezzi stanno a indicare che la robusta crescita di valore delle esportazioni di beni nel secondo trimestre va ricondotta ad aumenti sia di volume sia di prezzo e che questi ultimi sono parzialmente ascrivibili agli ulteriori aumenti dei costi connessi al forte incremento dei prezzi petroliferi nel periodo. Dopo essersi moderata all'inizio dell'anno, la crescita della domanda estera (soprattutto da parte di alcuni mercati europei esterni all'area dell'euro) si è rafforzata nel secondo trimestre e sembra spiegare gran parte della ripresa dei volumi di beni esportati. Inoltre, il deprezzamento dell'euro potrebbe aver contribuito ad accrescere la competitività e le esportazioni dell'area nel secondo trimestre, giustificando forse in parte le prospettive più ottimistiche per le esportazioni implicite nei risultati delle indagini sul livello degli ordini dall'estero in luglio.

Per quanto riguarda le importazioni, buona parte della forte crescita di valore dei beni importati nel secondo trimestre riflette l'aumento dei prezzi all'importazione, derivante soprattutto dall'incremento significativo delle quotazioni in dollari del petrolio e acutizzato dal deprezzamento dell'euro sulla moneta statunitense osservato nel periodo. Ciò nonostante, anche i volumi sembrano essersi risollevati dopo il lieve decremento del primo trimestre. La flessione era stata provocata in larga misura dal calo significativo dei volumi di beni di investimento importati, a sua volta principalmente riconducibile alla diminuzione nel periodo della spesa in conto capitale (una componente della domanda a elevata intensità di importazioni) dell'area dell'euro. Secondo dati preliminari, la ripresa delle importazioni nel secondo trimestre è parzialmente spiegata dall'aumento dei volumi di beni di investimento importati. La figura 48 mostra i valori delle importazioni per settore in quanto i dati sui valori sono più aggiornati rispetto a quelli sui volumi, ma l'evoluzione di entrambe le serie dovrebbe essere analoga. Con riferimento alla scomposizione geografica, le statistiche disponibili per i primi due mesi del secondo trimestre sembrano indicare che l'aumento delle importazioni nell'area dall'Asia e dai nuovi Stati membri dell'UE rappresenta una quota significativa della crescita delle importazioni.

Figura 47 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

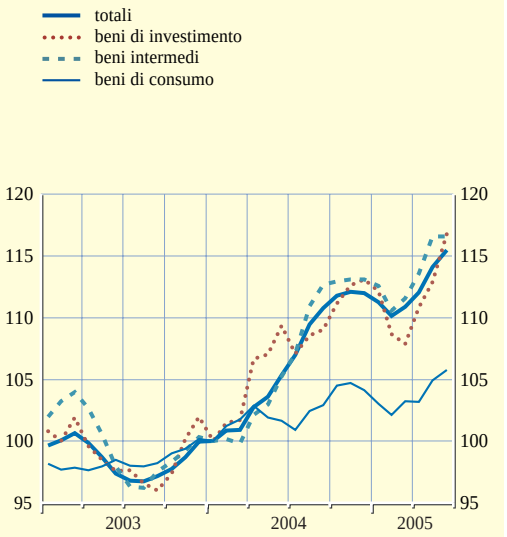
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 48 Valore delle importazioni di alcuni tipi di beni dall'esterno dell'area dell'euro

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: le ultime osservazioni si riferiscono a giugno 2005.

Per effetto dei suddetti andamenti, nel secondo trimestre l'avanzo nei conti dei beni e dei servizi dell'area dell'euro è sceso a 23,1 miliardi di dollari (dai 30,5 del periodo precedente) a causa della maggiore crescita delle importazioni. Ciò ha trovato in parte riflesso nel saldo di conto corrente dell'area, che nello stesso periodo è passato da un avanzo di 3 miliardi di euro a una posizione di pareggio.

In un'ottica di più lungo termine, a giugno l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto dei beni è diminuito di 45,6 miliardi di euro rispetto a un anno prima. La flessione è ascrivibile soprattutto al maggiore valore delle importazioni, in parte risultante dall'incremento dei prezzi del petrolio, ed è stata solo parzialmente controbilanciata dal minore disavanzo del conto dei redditi (sceso di 13,3 miliardi), dovuto al fatto che in tale conto le entrate sono aumentate più delle uscite. Il saldo cumulato dei servizi e dei trasferimenti correnti è invece rimasto sostanzialmente invariato, in quanto l'avanzo dei servizi ha registrato un incremento marginale di 3,2 miliardi di euro e il disavanzo dei trasferimenti correnti è salito di 2,6 miliardi. Tali andamenti hanno fatto scendere l'avanzo cumulato sui dodici mesi del conto corrente dell'area a 15,5 miliardi di euro (corrispondenti a circa lo 0,2 per cento del PIL), contro i 47,3 miliardi di un anno prima.

CONTO FINANZIARIO

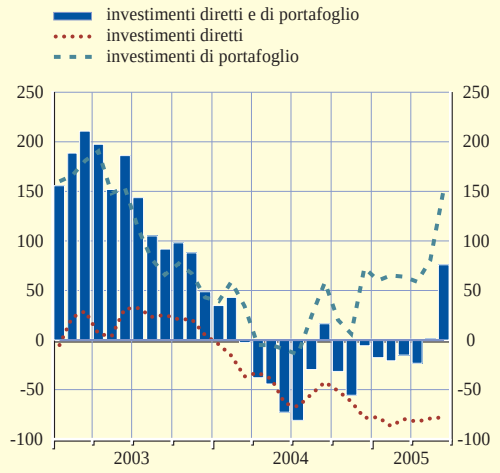
In contrasto con i due periodi precedenti, nel secondo trimestre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cospicui per 106 miliardi di euro (cfr. tavola 9). Tale risultato va ricondotto al forte aumento rispetto al trimestre precedente dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, cui hanno contribuito in pari misura gli investimenti (netti) in titoli azionari e quelli in strumenti di debito (sostanzialmente obbligazioni e notes). I consistenti acquisti netti di titoli dell'area dell'euro da parte di non residenti (126 miliardi di euro) nel mese di giugno hanno notevolmente influito sugli investimenti di portafoglio durante il secondo trimestre. Allo stesso tempo, gli investimenti diretti dell'area hanno continuato a re-

gistrare deflussi netti che sono tuttavia andati lievemente calando dall'inizio dell'anno. I crescenti utili delle imprese dell'area, soprattutto nel secondo trimestre, possono aver richiamato gli investimenti esteri in titoli azionari dell'area e sostenuto gli investimenti diretti dell'area all'estero.

Un quadro analogo emerge dall'analisi dell'andamento dell'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio nel periodo di dodici mesi terminato a giugno 2005. I cospicui afflussi netti per investimenti di portafoglio nel secondo trimestre hanno in larga misura concorso al mutamento di direzione dei flussi di capitali, da deflussi netti cumulati per 73 miliardi di euro nel giugno 2004 ad afflussi netti per 76 miliardi un anno dopo (cfr. figura 49 e tavola 9). Tale inversione può essere in gran parte ricondotta al forte aumento degli acquisti netti di titoli azionari dell'area da parte di non residenti in questo periodo più lungo. Nel contempo, gli investimenti diretti hanno registrato deflussi netti che hanno solo parzialmente controbilanciato l'evoluzione degli investimenti di portafoglio e che sono ancora principalmente riconducibili agli acquisti di capitale azionario di società estere da parte dei residenti dell'area.

Figura 49 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.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

INDICE [1)]

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro S5

1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

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

4 MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione S30
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento S31
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro S33
4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro S35
4.5 Tassi di interesse su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro S37
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario S39
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato S40
4.8 Indici del mercato azionario S41

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi S42
5.2 Produzione e domanda S45
5.3 Mercato del lavoro S49

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

6 FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo S50
6.2 Debito S51
6.3 Variazione del debito S52
6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali S53

7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

7.1 Bilancia dei pagamenti S54
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti S59
7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero S60
7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali) S62
7.5 Commercio di beni S64

8 TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi S66
8.2 Tassi di cambio bilaterali S67

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

9.1 Altri Stati membri dell'UE S68
9.2 Stati Uniti e Giappone S69

LISTA DELLE FIGURE S71

NOTE TECNICHE S73

NOTE GENERALI S77

Segni convenzionali nelle tavole

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

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 [1]	M2 [1]	M3 [1] [2]	M3 [1] [2] media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche [1]	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie [1]	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,2	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2004 3° trim.	9,6	5,8	5,6	-	6,2	8,8	2,12	4,21
4° trim.	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 1° trim.	9,6	7,1	6,6	-	7,3	9,0	2,14	3,67
2° trim.	9,8	7,5	7,0	-	7,5	13,7	2,12	3,41
2005 mar.	9,3	7,1	6,5	6,6	7,5	11,7	2,14	3,76
apr.	9,2	7,4	6,8	6,9	7,4	13,3	2,14	3,57
mag.	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,6	2,13	3,41
giu.	10,9	8,1	7,6	7,6	8,0	14,6	2,11	3,25
lug.	11,1	8,3	7,9	.	8,2	.	2,12	3,32
ago.	.	.	.	.	.	.	2,13	3,32

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 manifatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,8	0,7	0,3	81,1	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,6	2,1	2,0	81,7	0,6	8,9
2004 3° trim.	2,2	3,1	2,5	1,8	2,8	82,1	0,6	8,9
4° trim.	2,3	3,8	2,5	1,5	1,1	82,0	0,8	8,8
2005 1° trim.	2,0	4,1	3,1	1,3	0,8	81,6	0,8	8,8
2° trim.	2,0	3,9	.	1,1	0,5	81,2	.	8,8
2005 mar.	2,1	4,2	-	-	0,1	-	-	8,8
apr.	2,1	4,3	-	-	1,2	81,2	-	8,8
mag.	2,0	3,5	-	-	0,0	-	-	8,7
giu.	2,1	4,0	-	-	0,4	-	-	8,7
lug.	2,2	.	-	-	.	81,2	-	.
ago.	2,1	.	-	-	.	-	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 [3] (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	64,2	102,7	-78,1	72,8	280,6	103,8	105,9	1,2439
2004 3° trim.	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
4° trim.	21,7	20,1	-44,1	27,3	280,6	105,7	107,7	1,2977
2005 1° trim.	2,0	14,5	-24,1	2,6	284,9	105,7	107,9	1,3113
2° trim.	-11,2	19,4	-10,5	116,8	302,2	103,4	105,7	1,2594
2005 mar.	3,8	7,9	-15,1	-2,5	284,9	106,0	108,3	1,3201
apr.	-9,8	4,2	-4,8	-11,0	288,9	105,1	107,3	1,2938
mag.	-1,3	6,9	3,3	22,7	291,7	104,0	106,3	1,2694
giu.	-0,2	8,2	-8,9	105,1	302,2	101,2	103,4	1,2165
lug.	.	.	.	.	296,2	101,7	103,9	1,2037
ago.	.	.	.	.	.	102,3	104,5	1,2292

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

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

1) 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.

2) M3 e le sue componenti non comprendono le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e le obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute da non residenti nell'area dell'euro.

3) 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 agosto 2005	12 agosto 2005	19 agosto 2005	26 agosto 2005
Oro e crediti in oro	137.991	137.874	137.829	137.829
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	160.442	159.282	159.890	159.500
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	21.543	21.626	21.626	21.601
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.509	9.525	9.570	9.548
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	404.001	398.004	393.030	400.031
Operazioni di rifinanziamento principali	313.999	308.000	303.001	310.002
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	89.998	89.998	89.998	89.998
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	3	5	4	0
Crediti connessi a scarti di garanzia	1	1	27	31
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.083	2.759	3.302	3.221
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	85.928	86.480	86.274	87.582
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.752	40.752	40.753	40.750
Altre attività	131.616	131.455	131.832	132.208
Attività totali	994.865	987.757	984.106	992.270

2. Passività

	5 agosto 2005	12 agosto 2005	19 agosto 2005	26 agosto 2005
Banconote in circolazione	537.527	536.802	532.474	527.710
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	152.387	150.852	149.494	150.358
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	152.355	150.831	149.480	150.331
Depositi overnight	31	21	14	27
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	0	0	0
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	127	127	127	127
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	71.192	67.914	68.533	80.399
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10.169	10.164	10.259	10.304
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	270	348	380	224
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	8.899	7.719	8.095	7.980
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.896	5.896	5.896	5.896
Altre passività	57.813	57.349	58.261	58.684
Rivalutazioni	92.292	92.292	92.292	92.292
Capitale e riserve	58.293	58.294	58.295	58.296
Passività totali	994.865	987.757	984.106	992.270

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

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

Fonte: BCE.

1) Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, se non indicato diversamente, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema, alle operazioni di rifinanziamento marginale e alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla operazione di rifinanziamento principale che segue la discussione del Consiglio Direttivo).

2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.

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

I.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta [1) 2)]

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
	Operazioni di rifinanziamento principali						
2005 27 apr.	329.984	351	280.500	2,00	2,05	2,05	7
4 mag.	339.182	301	273.000	2,00	2,05	2,05	7
11	349.569	325	267.500	2,00	2,05	2,05	7
18	358.949	342	272.500	2,00	2,05	2,05	7
25	376.920	351	271.000	2,00	2,05	2,05	7
1 giu.	369.397	337	281.500	2,00	2,05	2,06	7
8	365.346	316	279.000	2,00	2,05	2,05	7
15	372.104	340	283.500	2,00	2,05	2,05	7
22	378.472	364	310.000	2,00	2,05	2,05	7
29	353.941	343	308.000	2,00	2,05	2,06	7
6 lug.	389.743	336	307.500	2,00	2,05	2,05	7
13	388.642	334	298.500	2,00	2,05	2,05	7
20	406.178	355	308.500	2,00	2,05	2,05	7
27	391.489	357	317.000	2,00	2,05	2,06	7
3 ago.	414.656	336	314.000	2,00	2,05	2,06	7
10	432.277	345	308.000	2,00	2,05	2,05	7
17	445.746	354	303.000	2,00	2,05	2,06	7
24	474.374	367	310.000	2,00	2,05	2,06	7
	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine						
2004 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
23 dic.	34.466	155	25.000	-	2,12	2,14	98
2005 27 gen.	58.133	164	30.000	-	2,09	2,10	91
24 feb.	40.340	145	30.000	-	2,08	2,09	91
31 mar.	38.462	148	30.000	-	2,09	2,10	91
28 apr.	47.958	148	30.000	-	2,08	2,09	91
26 mag.	48.282	140	30.000	-	2,08	2,08	98
30 giu.	47.181	141	30.000	-	2,06	2,07	91
28 lug.	46.758	166	30.000	-	2,07	2,08	92
1 set.	62.563	153	30.000	-	2,08	2,09	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 [4)]	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2001 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
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	18.185	16	15.000	2,00	-	-	-	1
2005 18 gen.	Operazione temporanea	33.065	28	8.000	-	2,00	2,05	2,05	1
7 feb.	Operazione temporanea	17.715	24	2.500	-	2,00	2,05	2,05	1
8 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	4.300	5	3.500	2,00	-	-	-	1
7 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	3.708	6	3.708	2,00	-	-	-	1
12 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	9.605	11	9.605	2,00	-	-	-	1
9 ago	Raccolta di depositi a tempo determinato	500	1	500	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.

2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.

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

4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo [1]	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2003	11.538,7	6.283,8	412,9	1.459,1	759,5	2.623,5
2004	12.415,9	6.593,7	458,1	1.565,2	913,7	2.885,3
2005 1° trim.	12.866,9	6.783,2	472,3	1.599,3	1.010,8	3.001,1
2005 apr.	13.081,7	6.888,4	496,7	1.607,3	1.067,3	3.022,1
mag.	13.224,8	6.988,9	494,8	1.616,4	1.069,5	3.055,3
giu.	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9

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
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 1° trim.	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
2° trim.	144,6	145,5	0,9	0,0	2,05
2005 12 giu.	147,2	147,9	0,7	0,0	2,05
9 ago.	149,2	149,8	0,6	0,0	2,05
6 set.	149,7	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
		Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema										
	Attività nette dell'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
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	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 1° trim.	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
2005 12 apr.	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0
10 mag.	287,0	276,5	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	505,5	62,9	-58,9	144,0	649,7
7 giu.	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5
12 lug.	293,3	297,6	90,0	0,1	0,0	0,2	0,3	522,6	67,4	-57,3	147,9	670,6
9 ago.	305,5	309,5	90,0	0,0	0,0	0,3	0,0	532,6	67,4	-45,0	149,8	682,7

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [1]	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Eurosistema													
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	1.197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 1° trim.	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,6	12,5	183,7
2005 apr.	1.286,4	602,9	21,5	0,6	580,8	169,3	153,1	1,6	14,7	-	13,7	300,8	13,1	186,7
mag.	1.275,5	581,0	21,5	0,6	558,9	173,6	156,3	1,8	15,4	-	13,9	304,1	13,1	189,8
giu.	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	315,2	13,3	195,8
lug. [p]	1.353,4	642,4	21,2	0,6	620,6	176,8	159,6	1,8	15,5	-	14,4	309,2	13,3	197,2
	IFM escluso l'Eurosistema													
2003	19.795,4	12.113,1	817,5	7.101,8	4.193,9	2.944,0	1.242,6	427,7	1.273,6	67,3	894,9	2.567,8	161,8	1.046,4
2004	21.351,9	12.826,4	812,4	7.557,4	4.456,5	3.187,8	1.299,9	465,3	1.422,6	72,5	943,1	2.942,8	159,6	1.219,7
2005 1° trim.	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,4	4.575,3	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,3
2005 apr.	22.483,9	13.229,4	811,3	7.720,1	4.698,0	3.340,8	1.372,3	491,8	1.476,7	76,3	1.043,4	3.297,3	156,5	1.340,2
mag.	22.700,7	13.327,6	809,2	7.784,2	4.734,1	3.343,3	1.369,2	497,3	1.476,7	75,7	1.045,8	3.352,6	157,1	1.398,7
giu.	22.774,9	13.251,8	808,6	7.917,6	4.525,6	3.390,0	1.382,5	506,4	1.501,1	75,3	1.000,7	3.398,3	163,5	1.495,3
lug. [p]	22.899,8	13.321,3	808,8	7.974,6	4.537,9	3.394,6	1.378,8	504,8	1.511,0	75,3	1.026,3	3.441,6	164,6	1.476,2

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2]	Obbligazioni [3]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Eurosistema										
2003	1.086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004	1.197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 1° trim.	1.274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
2005 apr.	1.286,4	523,3	410,6	59,3	15,8	335,5	-	0,5	152,5	26,0	173,5
mag.	1.275,5	529,0	386,0	46,3	17,2	322,5	-	0,5	160,0	24,7	175,2
giu.	1.353,6	540,8	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
lug. [p]	1.353,4	550,6	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
	IFM escluso l'Eurosistema										
2003	19.795,4	0,0	10.774,8	134,4	6.275,5	4.364,9	648,8	3.161,4	1.145,0	2.606,4	1.458,9
2004	21.351,9	0,0	11.487,5	137,7	6.641,8	4.708,0	677,4	3.496,9	1.199,5	2.815,0	1.675,6
2005 1° trim.	22.027,0	0,0	11.653,8	126,3	6.706,7	4.820,7	687,7	3.614,8	1.213,5	3.085,5	1.771,7
2005 apr.	22.483,9	0,0	11.840,1	121,6	6.759,7	4.958,8	704,1	3.667,7	1.227,8	3.198,7	1.845,5
mag.	22.700,7	0,0	11.893,7	127,2	6.808,0	4.958,5	710,5	3.695,4	1.236,3	3.285,5	1.879,3
giu.	22.774,9	0,0	11.847,0	134,9	6.921,1	4.791,0	696,4	3.762,4	1.266,1	3.226,4	1.976,6
lug. [p]	22.899,8	0,0	11.892,7	144,1	6.947,7	4.800,9	710,5	3.773,3	1.302,7	3.261,7	1.958,9

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
	Consistenze										
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.720,4	8.392,0	833,9	7.558,0	1.906,8	1.439,9	466,9	666,4	3.234,5	173,6	1.347,1
2005 1° trim.	16.260,4	8.498,1	828,1	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.478,9	169,0	1.437,3
2005 apr.	16.564,9	8.553,5	832,8	7.720,7	2.018,8	1.525,4	493,4	740,4	3.598,0	169,6	1.484,7
mag.	16.751,9	8.615,5	830,7	7.784,9	2.024,7	1.525,6	499,1	739,4	3.656,7	170,3	1.545,3
giu.	17.050,3	8.747,9	829,7	7.918,2	2.049,7	1.541,4	508,3	715,6	3.713,4	176,8	1.646,8
lug. [p]	17.127,1	8.805,2	830,0	7.975,2	2.044,9	1.538,4	506,5	719,1	3.750,8	177,9	1.629,2
	Transazioni										
2003	766,6	384,3	12,1	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.266,9	500,0	-5,9	506,0	92,0	58,1	33,9	34,5	435,0	2,7	202,7
2005 1° trim.	447,8	105,6	-6,5	112,2	82,5	66,1	16,4	15,5	185,3	-4,1	62,9
2005 apr.	290,5	56,1	4,6	51,4	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,0
mag.	106,0	56,9	-2,4	59,3	1,0	-3,8	4,7	-4,1	-6,9	0,7	58,5
giu.	141,9	88,9	-1,2	90,1	15,2	6,4	8,8	-26,9	17,4	0,5	46,7
lug. [p]	90,8	61,1	0,3	60,7	-3,5	-1,3	-2,2	2,5	48,1	1,1	-18,6

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari [2]	Obbligazioni [3]	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.720,4	468,4	162,4	6.656,8	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.843,0	34,0
2005 1° trim.	16.260,4	471,8	187,4	6.724,4	614,6	2.145,5	1.062,9	3.110,4	1.943,0	0,4
2005 apr.	16.564,9	481,1	180,9	6.775,5	627,8	2.176,8	1.063,5	3.224,7	2.019,1	15,5
mag.	16.751,9	485,8	173,5	6.825,2	634,8	2.203,7	1.076,1	3.310,2	2.054,5	-12,0
giu.	17.050,3	496,6	211,3	6.939,8	621,1	2.245,8	1.140,5	3.250,8	2.157,1	-12,7
lug. [p]	17.127,1	506,4	212,5	6.961,5	635,2	2.247,4	1.151,1	3.285,6	2.141,0	-13,6
	Transazioni									
2003	766,6	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,8	59,8
2004	1.266,9	70,5	6,1	377,2	22,3	197,1	50,4	276,8	229,1	37,3
2005 1° trim.	447,8	3,4	25,0	57,0	9,9	65,3	13,1	211,7	107,3	-44,8
2005 apr.	290,5	9,3	-6,5	50,2	13,7	29,2	-2,9	107,7	75,8	14,0
mag.	106,0	4,8	-7,4	42,6	7,5	14,7	4,7	32,1	48,6	-41,6
giu.	141,9	10,7	37,8	74,9	-14,8	39,5	32,2	-80,5	45,4	-3,3
lug. [p]	90,8	9,9	1,2	25,4	14,0	3,9	14,2	41,4	-20,6	1,4

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

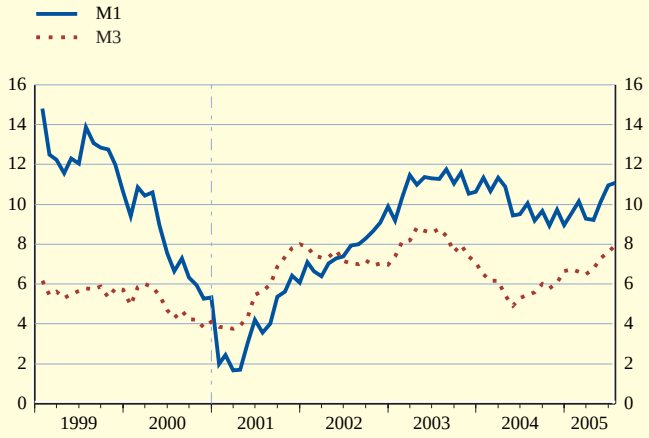
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari [1] e loro contropartite

					M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero [2]
			M2	M3-M2						Prestiti	
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2003	2.680,6	2.553,3	5.233,9	907,2	6.141,1	-	4.133,3	2.226,1	8.156,0	7.097,8	230,6
2004	2.912,6	2.661,0	5.573,6	961,5	6.535,1	-	4.454,5	2.298,1	8.692,3	7.552,9	373,3
2005 1° trim.	3.007,2	2.675,4	5.682,7	945,0	6.627,6	-	4.579,5	2.328,5	8.827,5	7.670,2	383,3
2005 apr.	3.024,0	2.694,8	5.718,8	956,5	6.675,3	-	4.611,1	2.352,6	8.911,0	7.704,4	406,2
mag.	3.050,4	2.702,2	5.752,7	972,2	6.724,8	-	4.656,0	2.338,7	8.976,4	7.768,5	367,2
giu.	3.258,3	2.558,7	5.816,9	980,9	6.797,8	-	4.807,1	2.352,4	9.108,7	7.892,0	461,0
lug. [p]	3.300,7	2.573,1	5.873,7	996,5	6.870,2	-	4.816,1	2.364,6	9.194,6	7.963,0	468,5
	Transazioni										
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,5	131,9	445,9	372,3	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	55,7	407,9	-	340,7	54,5	574,3	505,5	160,4
2005 1° trim.	91,8	8,2	100,0	-21,3	78,7	-	107,2	25,3	133,9	117,6	7,3
2005 apr.	16,4	18,9	35,3	11,7	47,1	-	26,0	21,0	85,0	34,9	19,9
mag.	23,6	4,4	28,0	15,9	43,9	-	23,9	-18,1	56,5	59,2	-51,1
giu.	46,7	15,3	61,9	8,7	70,6	-	81,0	4,2	85,7	80,5	75,6
lug. [p]	42,9	14,9	57,7	16,2	73,9	-	16,9	13,9	88,3	74,7	11,7
	Variazioni percentuali										
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,8	5,5	96,0
2004 dic.	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,1	7,1	160,4
2005 mar.	9,3	4,8	7,1	2,7	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,5	94,1
2005 apr.	9,2	5,3	7,4	3,3	6,8	6,9	8,4	2,9	7,7	7,4	88,9
mag.	10,1	4,9	7,6	5,7	7,3	7,2	8,4	1,5	7,8	7,5	70,8
giu.	10,9	5,1	8,1	5,0	7,6	7,6	9,7	1,1	8,1	8,0	155,4
lug. [p]	11,1	5,3	8,3	5,9	7,9	.	9,5	1,0	8,4	8,2	163,2

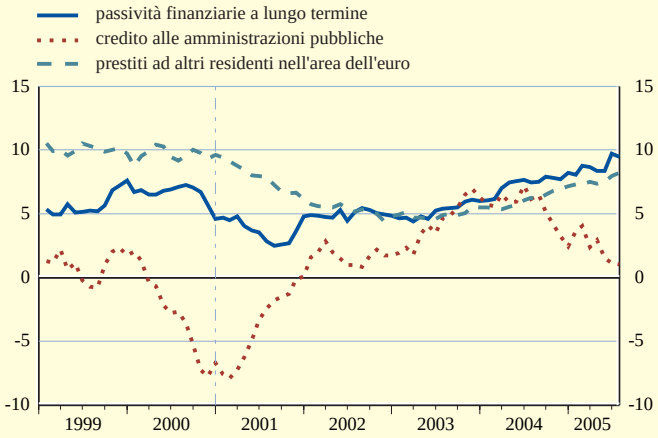
F1 Aggregati monetari

(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.

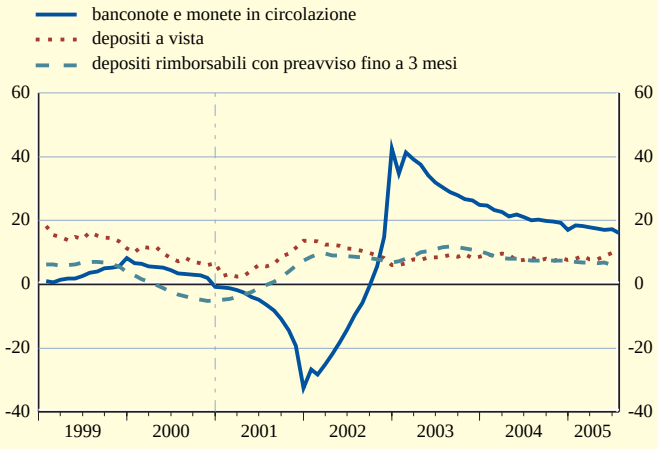
2.3 Statistiche monetarie

(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)

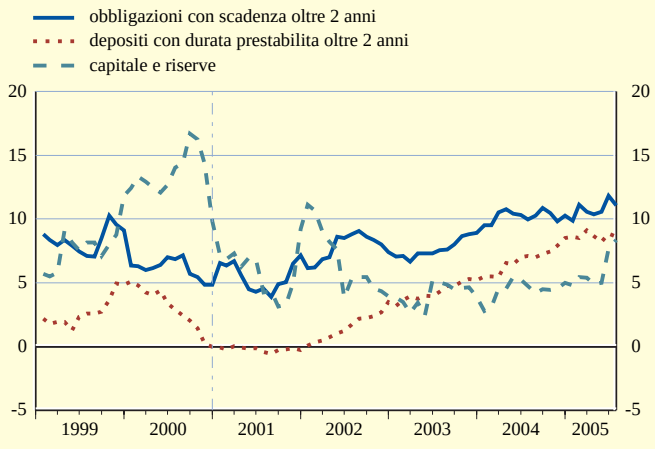
2. Componenti degli aggregati monetari e passività finanziarie a lungo termine

	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										
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	240,3	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 1° trim.	477,6	2.529,7	1.019,3	1.656,1	225,8	613,2	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
2005 apr.	481,5	2.542,5	1.030,5	1.664,3	215,7	619,8	121,0	2.056,7	91,3	1.395,2	1.067,9
mag.	487,0	2.563,5	1.023,9	1.678,3	231,3	627,4	113,5	2.085,9	91,4	1.396,1	1.082,6
giu.	493,7	2.764,5	1.040,2	1.518,5	239,5	622,7	118,8	2.125,2	91,6	1.448,6	1.141,7
lug. (p)	494,7	2.806,0	1.046,2	1.526,9	243,1	632,5	120,9	2.122,4	90,8	1.452,3	1.150,6
	Transazioni										
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,5
2004	65,7	174,7	-0,8	112,6	22,8	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,0
2005 1° trim.	24,9	66,9	-13,2	21,4	-14,7	-5,6	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,1
2005 apr.	4,0	12,4	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	16,1	0,5	8,0	1,5
mag.	5,4	18,2	-9,4	13,8	15,5	8,0	-7,6	17,2	0,0	-0,1	6,9
giu.	6,8	39,9	13,0	2,3	8,2	-5,8	6,4	35,7	-0,5	18,9	26,9
lug. (p)	1,0	41,9	6,4	8,4	3,6	9,6	2,9	-1,4	-0,8	6,6	12,5
	Variazioni percentuali										
2003 dic.	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 dic.	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,5	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 mar.	17,8	7,8	1,7	6,8	3,7	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
2005 apr.	17,5	7,8	3,3	6,6	-0,1	2,6	14,6	10,4	1,2	8,7	4,9
mag.	17,0	8,9	1,9	6,7	8,0	4,2	10,0	10,6	1,7	8,2	5,0
giu.	17,2	9,8	3,4	6,1	9,8	2,2	10,8	11,8	1,4	8,8	7,6
lug. (p)	16,0	10,2	4,1	6,0	6,7	3,9	16,0	11,0	0,3	8,6	8,4

F3 Componenti degli aggregati monetari
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM [1]

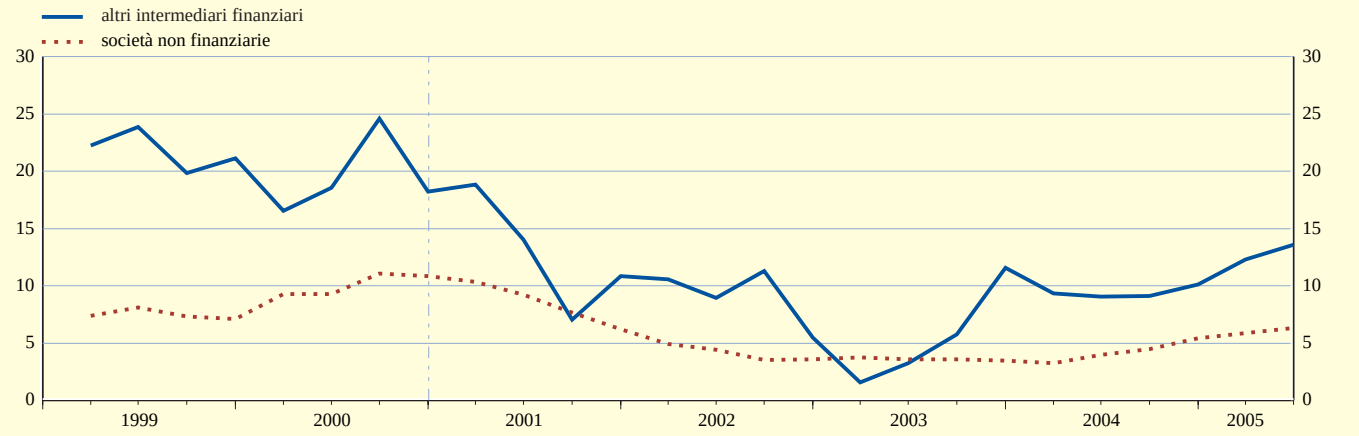
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari [2]		Società non finanziarie			
	Totale		Totale		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		fino a 1 anno		fino a 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Consistenze							
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	546,7	334,8	3.153,7	974,7	547,7	1.631,3
2005 1° trim.	58,2	39,7	560,1	350,0	3.190,7	985,0	554,7	1.650,9
2005 apr.	59,3	40,6	556,7	343,4	3.216,3	993,0	559,7	1.663,6
mag.	62,1	42,9	567,7	351,9	3.235,1	994,4	564,3	1.676,4
giu.	63,9	44,2	579,5	360,7	3.283,0	1.025,1	565,6	1.692,3
lug. [p]	63,9	43,7	581,0	356,5	3.308,7	1.023,1	574,5	1.711,1
	Transazioni							
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,9	-7,9	15,9	94,9
2004	13,1	9,1	50,5	26,2	163,9	24,2	31,2	108,5
2005 1° trim.	8,6	7,9	10,2	13,7	37,2	7,9	7,8	21,5
2005 apr.	1,1	1,0	-3,1	-6,2	27,1	8,2	6,2	12,7
mag.	2,7	2,2	8,7	7,0	17,1	0,6	4,7	11,8
giu.	1,8	1,3	10,8	8,3	32,4	16,3	1,1	14,9
lug. [p]	0,0	-0,5	2,1	-3,8	27,5	-1,1	8,8	19,8
	Variazioni percentuali							
2003 dic.	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5
2004 dic.	36,9	41,5	10,1	8,5	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 mar.	23,7	21,8	12,3	17,0	5,9	3,9	6,6	6,9
2005 apr.	14,3	7,8	9,7	10,7	6,0	4,3	6,6	6,9
mag.	8,8	0,6	10,2	11,4	6,2	4,9	6,4	7,0
giu.	17,7	10,6	13,6	18,0	6,3	4,7	6,5	7,3
lug. [p]	11,6	3,9	15,0	18,3	6,9	4,9	7,4	7,9

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM [1]

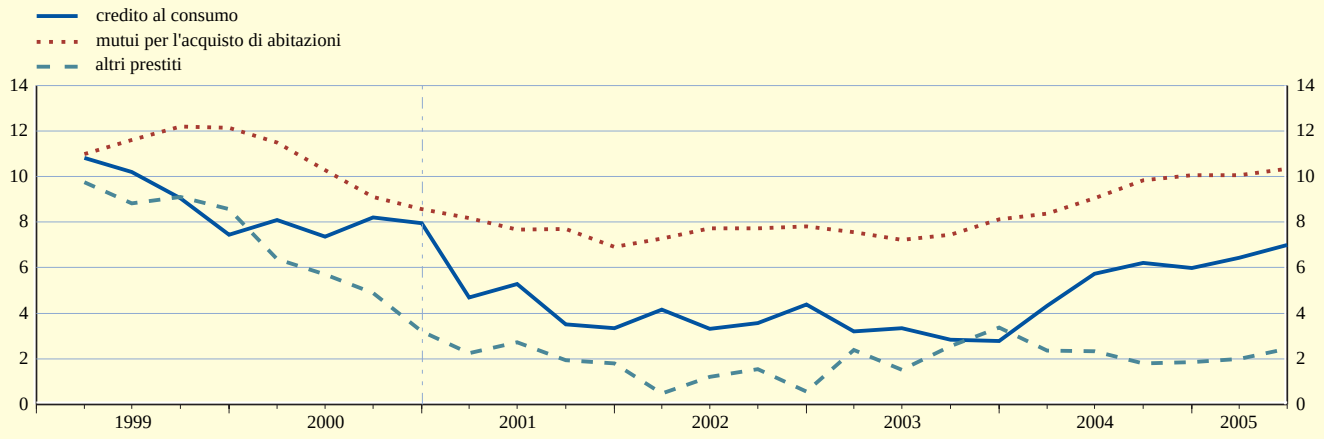
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le vaziazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie [2]

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,5	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,0	99,3	458,2
2005 1° trim.	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,2	14,3	67,1	2.558,9	700,8	144,4	98,7	457,8
2005 apr.	3.887,7	522,9	119,8	192,6	210,5	2.662,2	14,3	65,0	2.582,9	702,7	142,5	100,2	460,0
mag.	3.919,4	527,5	121,2	194,5	211,8	2.686,1	14,3	65,0	2.606,9	705,8	142,6	100,8	462,4
giu.	3.991,1	537,7	125,2	196,9	215,5	2.736,4	14,5	65,7	2.656,2	717,0	149,7	101,1	466,2
lug. [p]	4.021,1	538,3	122,4	198,4	217,4	2.769,6	14,6	66,3	2.688,7	713,2	145,1	101,2	466,8
	Transazioni												
2003	211,7	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004	278,5	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,6	-0,9	2,0	11,5
2005 1° trim.	56,1	4,4	-0,3	1,6	3,0	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,5	1,3
2005 apr.	26,3	4,2	-0,3	1,6	2,8	21,5	0,0	-0,8	22,3	0,6	-1,7	0,1	2,2
mag.	30,8	4,8	1,5	2,0	1,3	23,1	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,3
giu.	45,2	8,4	4,1	2,0	2,3	28,6	0,3	0,8	27,5	8,3	6,9	-0,2	1,6
lug. [p]	31,2	1,2	-2,5	1,6	2,1	33,3	0,0	0,5	32,8	-3,4	-4,4	0,2	0,8
	Variazioni percentuali												
2003 dic.	6,4	2,8	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 dic.	7,9	6,0	6,3	4,8	7,0	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,6	2,1	2,6
2005 mar.	8,0	6,4	7,7	4,6	7,4	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2
2005 apr.	8,0	6,4	6,6	4,7	8,0	10,1	5,4	6,2	10,2	1,9	1,2	0,5	2,5
mag.	8,2	7,2	8,4	5,7	8,0	10,1	5,0	5,9	10,3	2,3	2,2	1,2	2,6
giu.	8,4	7,0	7,7	5,6	7,9	10,4	2,4	4,0	10,6	2,4	3,5	0,7	2,5
lug. [p]	8,4	6,8	6,7	5,6	8,0	10,5	3,7	4,1	10,7	2,1	2,9	1,0	2,1

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM [1]

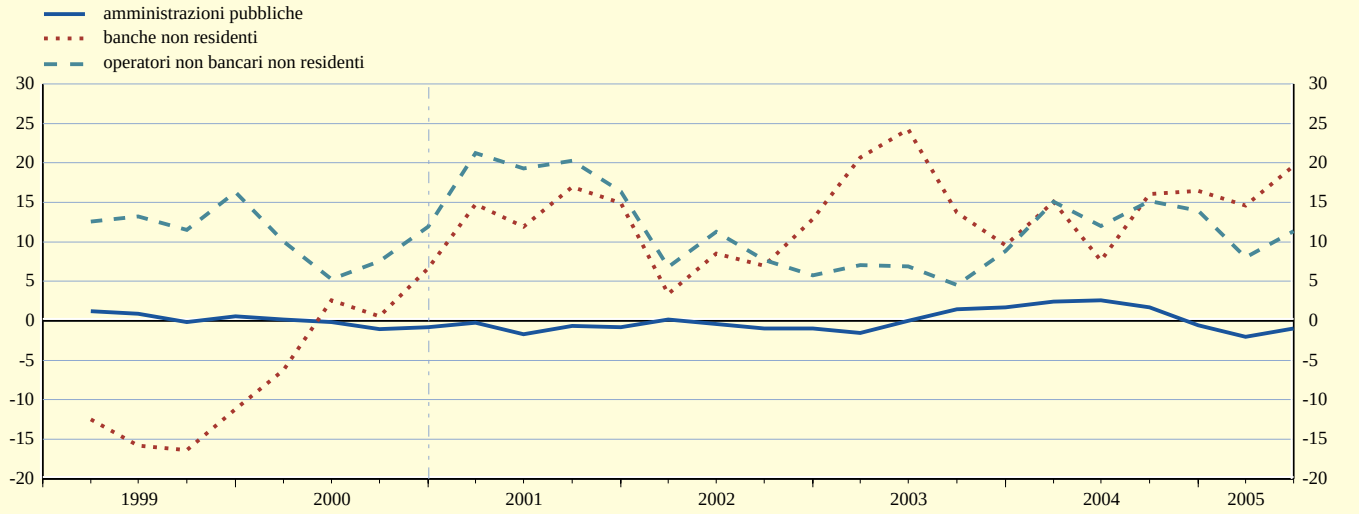
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche [2]	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2003	817,5	128,4	265,1	388,9	35,0	1.757,9	1.182,2	575,7	59,3	516,4
2004	812,4	130,6	252,3	405,6	23,8	1.974,6	1.342,2	632,4	61,3	571,1
2005 1° trim.	806,6	129,3	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	61,9	610,7
2° trim. [p]	808,6	125,3	247,8	412,3	23,3	2.291,8	1.579,6	712,2	63,5	648,7
	Transazioni									
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-4,8	3,1	-13,9	17,2	-11,2	275,5	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 1° trim.	-6,6	-1,6	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,6
2° trim. [p]	1,4	-4,4	-0,5	5,5	0,7	93,2	78,3	14,9	1,6	13,3
	Variazioni percentuali									
2003 dic.	1,7	-4,4	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	11,0
2004 dic.	-0,6	2,4	-5,2	4,4	-32,0	15,6	16,4	13,9	3,0	15,2
2004 mar.	-2,0	-2,8	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
giu. [p]	-1,0	-1,4	-2,5	5,2	-46,8	17,0	19,7	11,3	4,4	12,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1]

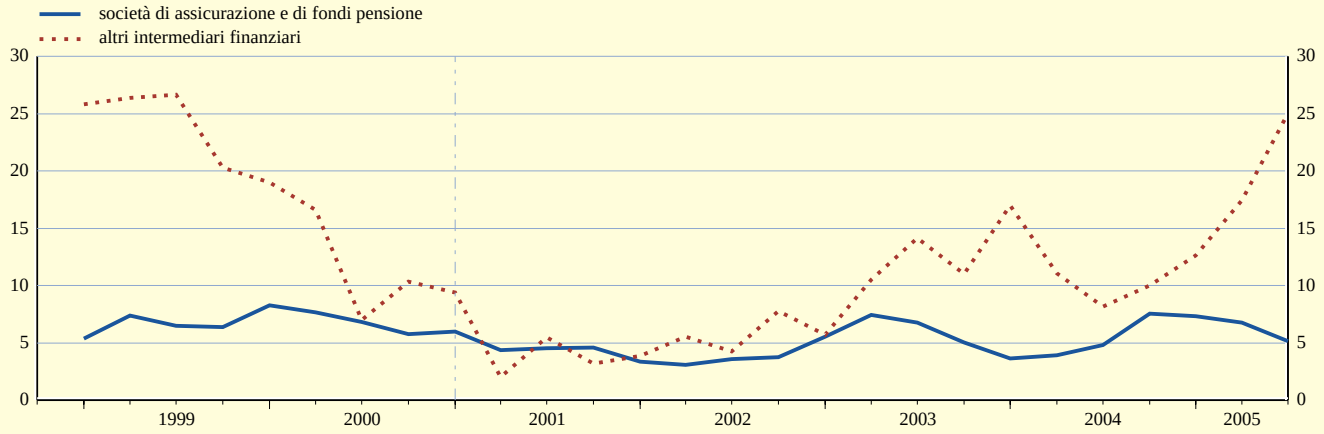
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari [2]						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	565,6	180,9	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	637,5	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	120,7
2005 1° trim.	597,0	65,7	48,5	460,3	1,3	1,3	19,8	692,9	213,3	134,2	205,2	11,5	0,1	128,7
2005 apr.	602,6	65,7	50,6	462,5	1,3	1,3	21,1	703,4	208,5	143,9	210,7	13,1	0,1	127,1
mag.	602,1	65,1	50,4	461,9	1,6	1,3	21,8	728,8	216,5	144,7	215,2	12,7	0,1	139,6
giu.	596,1	61,6	48,5	462,9	1,1	1,6	20,5	790,1	225,5	148,5	264,5	11,1	0,1	140,4
lug. [p]	604,1	64,3	52,0	465,1	1,1	1,6	20,1	795,7	221,6	155,2	266,8	11,6	0,1	140,3
	Transazioni													
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	-0,2	38,5	3,2	0,1	16,0
2004	39,9	0,7	10,3	27,7	-0,1	-0,1	1,5	71,9	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,4
2005 1° trim.	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	47,9	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	7,8
2005 apr.	5,6	-0,1	2,1	2,3	0,0	0,0	1,3	10,1	-4,9	9,6	5,4	1,6	0,0	-1,5
mag.	-0,8	-0,8	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	23,2	7,1	0,3	4,0	-0,6	0,0	12,4
giu.	-6,4	-4,1	-2,0	1,0	0,0	0,0	-1,2	23,3	7,3	0,4	15,0	-0,2	0,0	0,8
lug. [p]	8,1	2,7	3,6	2,2	-0,1	0,0	-0,4	8,8	-3,7	6,9	5,2	0,5	0,0	-0,2
	Variazioni percentuali													
2003 dic.	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	-0,2	36,4	70,4	-	17,1
2004 dic.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,7	0,5	4,3	30,4	67,6	-	16,7
2005 mar.	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,4	8,5	9,3	40,1	50,0	-	10,7
2005 apr.	6,7	6,1	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	16,7	7,2	8,7	41,2	60,1	-	7,4
mag.	6,4	14,4	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,1	12,4	9,0	44,2	60,3	-	17,1
giu.	5,1	2,5	15,7	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,0	15,9	13,8	48,2	50,1	-	19,9
lug. [p]	6,2	15,0	13,6	5,0	13,9	32,3	-8,3	26,7	18,7	18,3	47,0	56,5	-	18,3

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1]

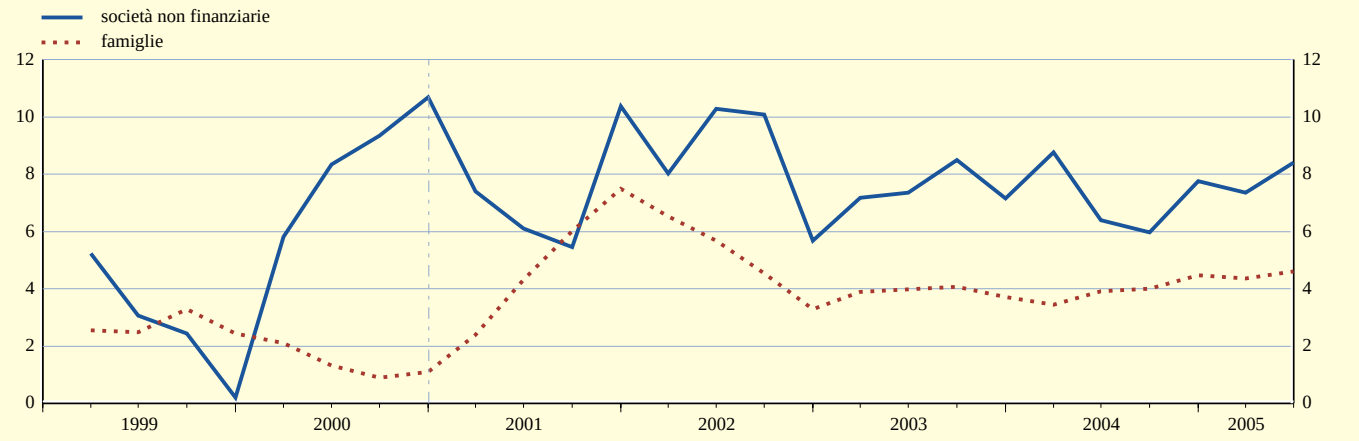
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie [2]						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Consistenze													
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 1° trim.	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.177,0	1.409,1	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
2005 apr.	1.102,1	678,7	284,9	69,2	44,7	1,1	23,5	4.206,1	1.433,8	514,7	633,5	1.485,1	88,2	50,8
mag.	1.112,7	692,4	282,8	69,3	45,5	1,1	21,7	4.214,9	1.440,0	514,6	630,7	1.489,7	87,8	52,1
giu.	1.136,2	723,3	275,9	71,6	41,6	1,5	22,2	4.245,3	1.629,3	510,9	630,6	1.336,1	87,2	51,2
lug. [p]	1.135,9	720,1	280,1	70,6	42,2	1,4	21,5	4.264,0	1.642,3	513,1	629,3	1.339,3	86,4	53,6
	Transazioni													
2003	70,4	40,9	20,3	3,3	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,4	10,0	117,4	-13,7	-21,8
2004	80,8	48,5	17,1	6,7	8,0	0,7	-0,2	178,1	90,5	-29,6	31,1	85,2	-1,9	2,8
2005 1° trim.	-20,0	-0,5	-12,1	-1,1	-0,2	0,0	-6,1	14,8	5,4	-2,0	-0,1	15,8	0,2	-4,5
2005 apr.	5,5	3,2	4,6	-2,9	0,7	0,0	-0,1	29,0	24,7	1,4	0,6	3,2	-0,4	-0,4
mag.	7,9	12,2	-3,1	-0,2	0,7	0,0	-1,8	7,2	5,9	-1,1	-2,9	4,4	-0,5	1,3
giu.	22,7	27,0	-7,4	3,0	-0,4	-0,1	0,6	29,7	32,2	-4,1	-0,1	3,3	-0,5	-1,0
lug. [p]	0,1	-3,0	4,3	-1,0	0,6	-0,2	-0,8	18,9	13,1	2,3	-1,3	3,2	-0,8	2,5
	Variazioni percentuali													
2003 dic.	7,2	6,7	7,7	5,3	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,7	9,3	-13,2	-29,2
2004 dic.	7,8	7,7	6,2	9,9	21,2	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 mar.	7,4	9,3	3,7	4,4	15,2	68,0	-8,3	4,4	6,6	-2,7	3,8	5,6	0,1	-1,3
2005 apr.	7,7	9,3	7,0	-1,4	15,3	66,5	-11,2	4,7	7,2	-1,6	3,7	5,5	0,9	-2,9
mag.	7,0	10,3	2,9	-2,8	16,0	69,5	-16,7	4,5	6,6	-1,1	3,0	5,4	1,3	3,2
giu.	8,4	10,8	5,0	2,9	14,9	-5,8	-12,9	4,6	7,8	-1,4	2,8	4,8	1,2	1,5
lug. [p]	8,5	11,8	4,6	0,9	14,9	-17,5	-19,0	4,7	8,2	-0,8	2,5	4,6	0,1	2,0

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM [1]

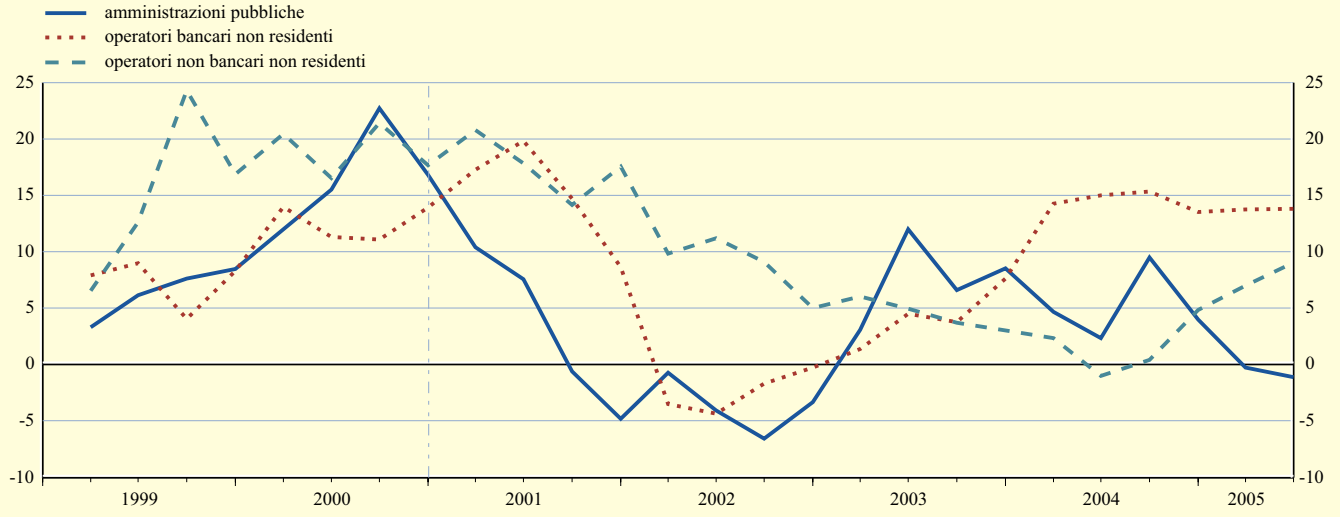
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche [2]	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Consistenze									
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 1° trim.	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
2° trim. [p]	288,4	134,9	35,3	69,8	48,4	2.783,0	2.039,0	744,0	117,2	626,9
	Transazioni									
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,6	117,5	21,1	-1,3	22,4
2004	11,0	2,7	1,8	2,8	3,8	247,1	214,8	32,0	6,9	25,1
2005 1° trim.	-12,2	-11,4	2,8	-2,0	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
2° trim. [p]	18,5	8,6	1,9	2,2	5,7	40,3	47,6	-7,2	11,8	-19,0
	Variazioni percentuali									
2003 dic.	8,6	21,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 dic.	4,0	2,1	5,6	4,1	9,2	11,0	13,5	4,8	7,2	4,4
2005 mar.	-0,3	-10,5	19,6	8,3	8,6	11,8	13,7	7,0	4,1	7,5
giu. [p]	-1,1	-13,9	20,1	8,3	16,9	12,5	13,8	9,1	14,4	8,1

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

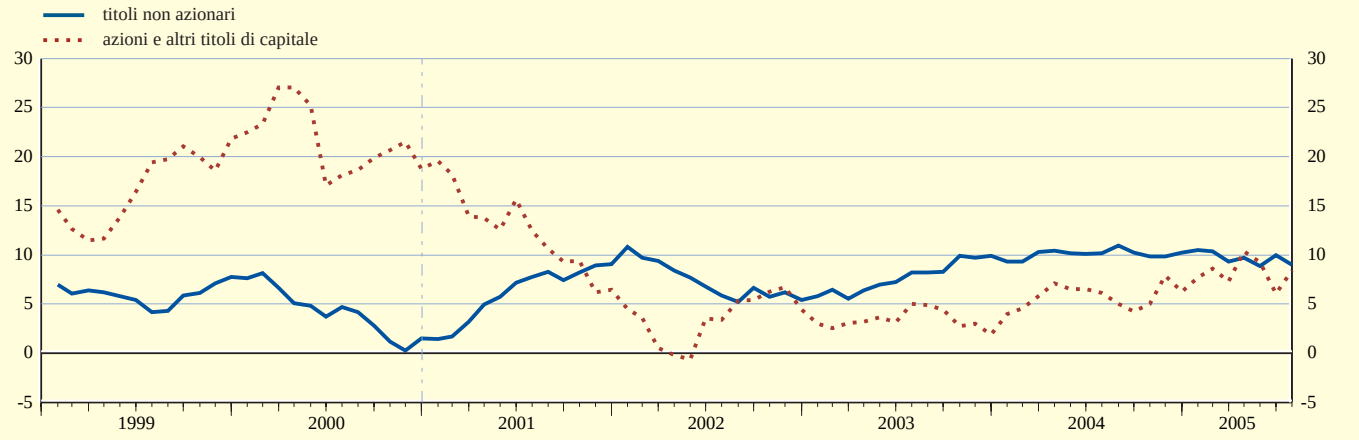
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM [1)]

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
2003	3.576,3	1.216,2	57,4	1.227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1.071,4	279,7	615,3	176,4
2004	3.939,5	1.362,7	59,9	1.284,1	15,8	449,0	16,3	751,7	1.158,3	286,5	656,6	215,2
2005 1° trim.	4.093,1	1.388,9	66,6	1.342,7	15,8	464,9	16,3	797,9	1.217,0	296,1	674,4	246,5
2005 apr.	4.160,0	1.411,7	65,0	1.354,4	17,9	474,2	17,7	819,2	1.281,7	312,3	731,1	238,3
mag.	4.198,8	1.409,6	67,2	1.351,1	18,1	478,0	19,3	855,5	1.283,0	315,9	729,9	237,2
giu.	4.260,9	1.435,1	66,0	1.366,8	15,8	486,0	20,4	871,0	1.234,7	294,8	705,9	234,0
lug. [p]	4.267,1	1.444,2	66,7	1.362,7	16,1	485,0	19,7	872,5	1.266,9	317,2	709,1	240,5
	Transazioni											
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004	368,5	148,1	4,9	40,3	1,3	34,9	-1,3	140,4	67,4	2,2	34,4	30,8
2005 1° trim.	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,6	56,9	9,4	16,0	31,6
2005 apr.	60,5	23,0	-2,1	9,5	1,9	8,5	1,2	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
mag.	16,6	-2,0	0,5	-6,2	-0,4	3,5	1,0	20,2	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
giu.	43,6	24,6	-1,9	7,1	-2,6	7,9	0,8	7,8	-46,5	-15,1	-26,9	-4,5
lug. [p]	7,9	7,5	1,3	-3,1	0,6	-1,5	-0,5	3,6	25,9	18,0	2,6	5,3
	Variazioni percentuali											
2003 dic.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,5	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 mar.	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,2	-4,6	19,2	7,3	1,9	4,0	26,4
2005 apr.	9,7	10,1	8,6	4,0	10,3	12,0	-0,2	18,7	10,4	5,5	9,3	21,4
mag.	8,9	9,0	10,6	1,3	7,3	11,5	10,8	21,4	9,2	5,1	8,7	17,4
giu.	10,0	11,3	5,3	1,3	-10,0	12,2	12,7	23,6	6,1	1,1	6,8	10,9
lug. [p]	9,0	10,4	8,5	1,4	-5,5	11,7	15,9	19,2	8,4	8,1	8,6	8,4

F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM [1]

(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie [2]

	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,6	-2,3	-0,3	-4,0
2005 1° trim.	-1,3	-0,6	-0,2	-0,5	-1,2	-0,1	0,0	-1,1	-2,7	-1,1	-0,1	-1,6
2005 apr.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
mag.	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	-0,2
giu.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,4
lug. [p]	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,1

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
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,4	-1,6	-0,5	-1,1
2005 1° trim.	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
2005 apr.	-0,8	-0,5	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
mag.	-1,1	-0,5	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-0,2
giu.	-1,8	-1,0	-0,1	-0,8	-0,1	0,0	-0,1
lug. [p]	-1,1	-0,6	-0,1	-0,4	-0,1	0,0	-0,1

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
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,4	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,8	-0,1	0,6	8,4	1,3	3,6	3,5
2005 1° trim.	5,9	1,0	0,1	3,8	0,1	-0,7	0,1	1,6	4,6	0,5	2,7	1,4
2005 apr.	3,8	0,4	0,0	2,2	0,0	0,8	0,0	0,4	-3,1	-0,8	-1,5	-0,8
mag.	6,0	0,5	0,1	2,9	0,1	0,3	0,1	2,2	7,8	0,8	3,0	4,1
giu.	7,7	2,0	0,1	2,8	0,1	0,6	0,0	2,1	5,3	1,1	2,8	1,4
lug. [p]	1,0	1,2	0,0	-1,0	-0,1	0,5	0,0	0,6	4,9	1,5	2,2	1,2

Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Depositi

	IFM [2)]							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro [3)]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [3)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti dell'area dell'euro													
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.708,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.779,5	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
2005 1° trim.	4.820,7	91,0	9,0	5,4	0,5	1,4	1,1	6.833,0	97,0	3,0	1,9	0,3	0,1	0,4
2° trim. [p]	4.791,0	90,8	9,2	5,5	0,5	1,4	1,1	7.056,0	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
	Non residenti dell'area dell'euro													
2003	1.580,8	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	1.748,0	46,7	53,3	35,8	2,1	3,2	9,5	680,9	55,4	44,6	28,9	1,5	2,2	9,3
2005 1° trim.	1.935,7	46,9	53,1	35,2	2,4	2,9	9,7	733,4	54,6	45,4	29,4	1,5	2,0	9,2
2° trim. [p]	2.039,0	45,8	54,2	35,9	2,3	3,0	9,8	744,0	52,3	47,7	30,9	1,5	2,2	9,9

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

	Tutte le valute	Euro [3)]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2003	3.304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004	3.653,9	84,6	15,4	7,6	1,7	1,9	2,7
2005 1° trim.	3.794,9	83,4	16,6	8,2	1,7	1,9	2,9
2° trim. [p]	3.943,5	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0

Fonte: BCE.

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

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM [1]

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

3. Prestiti

	IFM [2]							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro [3]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [3]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Residenti nell'area dell'euro													
2003	4.193,9	-	-	-	-	-	-	7.919,3	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3
2004	4.456,5	-	-	-	-	-	-	8.369,8	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
2005 1° trim.	4.575,3	-	-	-	-	-	-	8.476,0	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4
2° trim. [p]	4.525,6	-	-	-	-	-	-	8.726,1	96,4	3,6	1,7	0,2	1,3	0,4
	Non residenti nell'area dell'euro													
2003	1.182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	575,7	38,8	61,2	43,6	2,4	4,6	7,0
2004	1.342,2	51,4	48,6	29,9	3,7	2,2	8,7	632,4	42,2	57,8	40,1	2,6	4,5	7,2
2005 1° trim.	1.463,8	51,8	48,2	29,2	3,4	2,1	9,2	672,7	41,8	58,2	42,1	1,4	4,3	7,1
2° trim. [p]	1.579,6	49,5	50,5	31,1	3,8	2,2	8,8	712,2	40,5	59,5	43,3	1,1	4,4	7,3

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM [2]							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro [3]	Altre valute					Tutte le valute	Euro [3]	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Emessi da residenti nell'area dell'euro													
2003	1.273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1.670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004	1.422,6	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1.765,1	98,2	1,8	0,9	0,5	0,1	0,3
2005 1° trim.	1.455,5	95,4	4,6	2,1	0,4	0,4	1,5	1.839,7	98,3	1,7	0,9	0,4	0,1	0,3
2° trim. [p]	1.501,1	95,6	4,4	2,0	0,3	0,4	1,4	1.888,9	98,1	1,9	1,0	0,4	0,1	0,3
	Emessi da non residenti nell'area dell'euro													
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004	341,3	50,3	49,7	28,6	1,0	0,5	17,0	410,4	44,8	55,2	30,5	8,6	0,7	9,2
2005 1° trim.	359,8	48,9	51,1	30,3	1,0	0,5	16,5	438,0	43,7	56,3	32,7	7,2	0,8	9,1
2° trim. [p]	395,6	47,0	53,0	30,9	0,9	0,5	17,9	475,4	41,4	58,6	34,0	7,4	0,8	10,0

Fonte: BCE.

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

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

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 4° trim.	3.174,3	235,1	1.389,0	67,4	1.321,6	1.033,6	243,9	133,7	139,1
2004 1° trim.	3.356,2	266,5	1.434,5	70,4	1.364,1	1.103,9	263,2	136,9	151,2
2° trim.	3.373,2	244,9	1.430,8	69,4	1.361,5	1.121,1	278,5	140,3	157,6
3° trim.	3.392,8	246,7	1.472,8	72,1	1.400,6	1.095,3	281,0	144,4	152,6
4° trim.	3.509,0	240,1	1.497,6	71,9	1.425,7	1.157,8	293,7	146,9	172,9
2005 1° trim. [p]	3.708,7	265,5	1.560,5	72,8	1.487,7	1.222,8	315,9	151,1	193,0

2. Passività

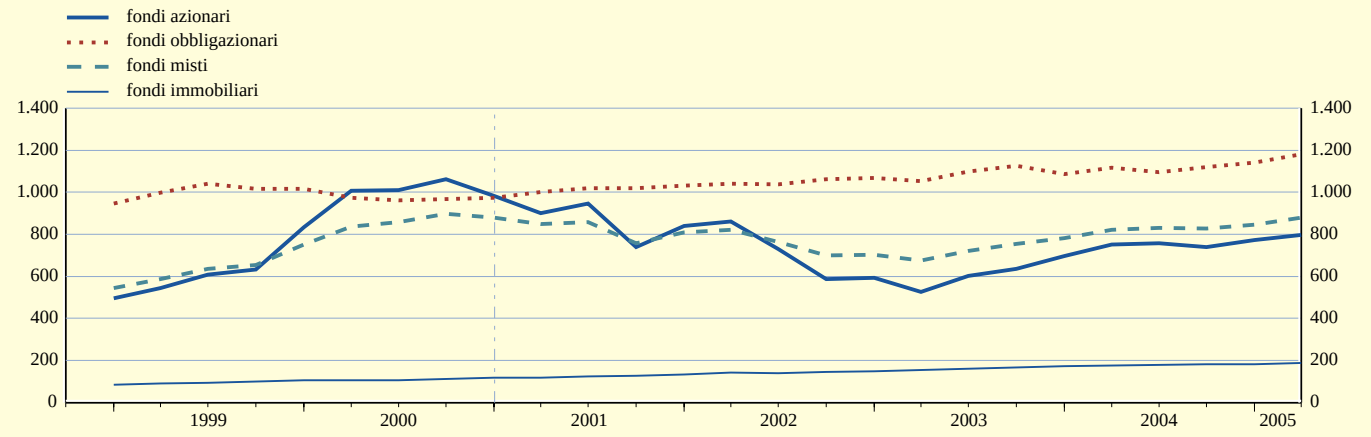
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'invesimento	Altre passività
	1	2	3	4
2003 4° trim.	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 1° trim.	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
2° trim.	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
3° trim.	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
4° trim.	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 1° trim. [p]	3.708,7	56,0	3.478,4	174,4

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

	Totale	Per strategia di investimento					Per tipologia di investitore	
		Fondi azionari	Fondi obbligazionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Altri fondi	Fondi aperti al pubblico	Fondi riservati a speciali categorie di investitori
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003 4° trim.	3.174,3	697,8	1.086,3	783,0	171,7	435,5	2.317,7	856,6
2004 1° trim.	3.356,2	750,4	1.116,3	820,6	176,2	492,8	2.469,8	886,4
2° trim.	3.373,2	756,5	1.094,2	830,0	179,7	512,7	2.479,5	893,7
3° trim.	3.392,8	740,1	1.119,0	825,8	182,4	525,5	2.495,4	897,4
4° trim.	3.509,0	772,4	1.140,9	844,4	182,3	568,9	2.588,3	920,7
2005 1° trim. [p]	3.708,7	797,1	1.179,4	879,5	186,2	666,5	2.758,1	950,6

F12 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	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 4° trim.	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 1° trim.	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
2° trim.	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
3° trim.	740,1	31,5	33,0	3,7	29,3	625,3	25,1	-	25,1
4° trim.	772,4	28,5	33,9	3,7	30,2	653,4	28,0	-	28,6
2005 1° trim. (p)	797,1	31,2	33,9	3,7	30,3	674,9	28,9	-	28,2
	Fondi obbligazionari								
2003 4° trim.	1.086,3	82,5	905,7	31,6	874,1	31,0	21,6	-	45,5
2004 1° trim.	1.116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
2° trim.	1.094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
3° trim.	1.119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
4° trim.	1.140,9	77,5	943,6	39,9	903,7	36,9	23,4	-	59,5
2005 1° trim. (p)	1.179,4	90,3	964,0	41,3	922,7	36,4	26,0	-	62,6
	Fondi misti								
2003 4° trim.	783,0	49,4	323,8	22,1	301,7	272,3	100,5	0,3	36,7
2004 1° trim.	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
2° trim.	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
3° trim.	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
4° trim.	844,4	50,4	347,0	20,1	326,8	281,6	121,3	0,2	43,9
2005 1° trim. (p)	879,5	55,9	358,5	20,8	337,7	290,3	124,1	0,1	50,6
	Fondi immobiliari								
2003 4° trim.	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 1° trim.	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
2° trim.	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
3° trim.	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
4° trim.	182,3	14,6	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,8	8,0
2005 1° trim. (p)	186,2	13,3	7,8	0,7	7,1	1,0	6,9	148,9	8,3

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
	1	2	3	4	5	6	7
	Fondi aperti al pubblico						
2003 4° trim.	2.317,7	191,6	913,2	815,7	183,8	115,5	98,0
2004 1° trim.	2.469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
2° trim.	2.479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
3° trim.	2.495,4	205,7	974,3	872,6	213,2	124,0	105,5
4° trim.	2.588,3	201,2	992,9	926,0	221,4	127,4	119,4
2005 1° trim. (p)	2.758,1	223,5	1.045,0	979,2	240,2	130,7	139,5
	Fondi riservati a speciali categorie di investitori						
2003 4° trim.	856,6	43,4	475,8	217,9	60,0	18,3	41,2
2004 1° trim.	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
2° trim.	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
3° trim.	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
4° trim.	920,7	38,9	504,7	231,8	72,3	19,5	53,5
2005 1° trim. (p)	950,6	42,1	515,5	243,6	75,7	20,4	53,5

Fonte: BCE.

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro
		Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Amministrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM [1]	
				Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2003 4° trim.	15.702,8	5.929,4	397,9	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	192,6	348,0
2004 1° trim.	15.917,9	5.963,4	399,6	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,4	397,6
2° trim.	16.202,2	6.102,8	423,0	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,2	398,0
3° trim.	16.294,9	6.130,8	438,0	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	204,4	395,3
4° trim.	16.652,8	6.289,8	468,4	5.434,9	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	224,0	385,3
2005 1° trim.	16.941,5	6.314,7	471,8	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	222,2	-
	Transazioni										
2003 4° trim.	166,2	130,9	33,1	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	10,9
2004 1° trim.	151,8	31,6	1,7	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,8	44,1
2° trim.	293,1	141,7	23,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,2	-0,1
3° trim.	123,9	32,4	15,1	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,2	1,4
4° trim.	165,7	167,7	30,4	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,6	1,5
2005 1° trim.	177,0	24,4	3,4	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,5	-
	Variazioni percentuali										
2003 4° trim.	4,8	5,8	23,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	24,9
2004 1° trim.	4,5	5,5	22,3	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,5	25,9
2° trim.	4,9	5,5	20,7	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,8	21,9
3° trim.	4,8	5,8	20,1	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,3
4° trim.	4,7	6,3	17,7	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,3	13,5
2005 1° trim.	4,8	6,1	18,1	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,1	-

	Titoli non azionari			Azioni [2]				Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
	Consistenze									
2003 4° trim.	1.904,9	191,0	1.713,9	3.932,1	2.036,3	1.895,8	406,6	3.936,3	3.561,1	375,2
2004 1° trim.	1.923,8	198,8	1.725,0	4.020,8	2.070,1	1.950,7	420,9	4.009,8	3.624,7	385,1
2° trim.	1.955,2	215,5	1.739,7	4.068,1	2.125,5	1.942,6	424,2	4.076,1	3.686,5	389,5
3° trim.	1.974,6	214,8	1.759,8	4.034,8	2.097,1	1.937,7	424,7	4.154,6	3.761,5	393,1
4° trim.	1.967,5	202,0	1.765,6	4.166,4	2.216,1	1.950,3	407,4	4.229,1	3.831,9	397,2
2005 1° trim.	2.006,4	212,8	1.793,6	4.299,4	2.306,4	1.993,0	415,7	4.321,0	3.916,3	404,7
	Transazioni									
2003 4° trim.	1,3	11,5	-10,2	-17,6	-17,8	0,1	-10,2	51,7	51,1	0,6
2004 1° trim.	10,7	7,6	3,1	37,2	7,1	30,1	15,1	72,4	62,5	9,9
2° trim.	37,4	16,0	21,4	58,3	58,0	0,3	-0,5	55,8	51,4	4,5
3° trim.	15,3	-0,2	15,5	13,5	10,6	2,9	-2,2	62,7	59,1	3,6
4° trim.	-18,9	-13,8	-5,1	-49,6	-37,4	-12,2	-15,8	66,5	62,5	4,0
2005 1° trim.	44,9	8,9	36,0	29,7	1,5	28,2	8,9	78,1	69,7	8,5
	Variazioni percentuali									
2003 4° trim.	-1,2	-2,5	-1,1	4,2	1,3	7,1	8,5	6,9	7,1	4,7
2004 1° trim.	-1,0	1,4	-1,2	3,7	2,1	5,1	2,8	6,6	6,8	5,4
2° trim.	3,0	20,8	1,1	3,4	4,0	2,9	1,7	6,3	6,4	5,1
3° trim.	3,3	18,8	1,7	2,5	3,3	1,8	0,5	6,2	6,4	4,9
4° trim.	2,3	5,0	2,0	1,5	1,9	1,1	-0,8	6,5	6,6	5,8
2005 1° trim.	4,1	5,5	3,9	1,3	1,6	1,0	-2,3	6,6	6,7	5,3

Fonte: BCE.

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

2) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro											Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
		Totale		Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie [1]			
			Concessi da IFM dell'area dell'euro	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Consistenze												
2003 4° trim.	16.655,7	8.496,4	7.395,7	965,1	82,3	882,7	3.664,5	1.167,3	2.497,2	3.866,8	284,6	3.582,2	266,4
2004 1° trim.	17.010,1	8.543,6	7.464,5	978,8	86,3	892,4	3.649,3	1.163,7	2.485,5	3.915,5	278,7	3.636,8	308,2
2° trim.	17.220,7	8.698,1	7.595,2	979,9	91,7	888,1	3.694,0	1.172,9	2.521,1	4.024,3	290,7	3.733,6	308,0
3° trim.	17.330,7	8.777,4	7.672,9	976,4	90,4	885,9	3.695,2	1.153,5	2.541,8	4.105,8	288,0	3.817,8	285,3
4° trim.	17.696,9	8.906,6	7.796,6	974,0	80,9	893,2	3.746,8	1.178,1	2.568,8	4.185,7	293,3	3.892,4	290,3
2005 1° trim.	18.066,5	8.993,1	7.879,8	968,9	77,4	891,5	3.778,4	1.180,4	2.598,0	4.245,8	293,2	3.952,6	-
	Transazioni												
2003 4° trim.	134,1	117,5	118,4	23,2	9,8	13,5	15,4	-17,2	32,7	78,8	3,8	75,0	-1,4
2004 1° trim.	211,2	56,4	75,9	15,2	4,0	11,2	-12,8	-3,8	-9,0	54,1	-4,4	58,5	36,0
2° trim.	277,7	161,3	134,4	-0,5	5,3	-5,9	69,5	16,3	53,2	92,4	8,7	83,6	-0,5
3° trim.	152,0	79,4	86,1	-3,2	-1,3	-1,8	-1,4	-16,9	15,6	84,0	-2,3	86,2	-19,5
4° trim.	117,5	141,5	140,0	-2,4	-9,5	7,2	63,9	25,5	38,4	80,0	6,6	73,4	14,2
2005 1° trim.	233,6	83,9	86,8	-5,9	-3,5	-2,4	25,6	5,1	20,5	64,3	0,8	63,4	-
	Variazioni percentuali												
2003 4° trim.	4,9	5,0	4,6	2,0	35,5	-0,5	3,4	0,1	5,0	7,4	-1,9	8,2	12,9
2004 1° trim.	4,6	4,5	4,7	3,6	25,9	1,7	1,8	-1,7	3,5	7,4	-0,7	8,1	23,3
2° trim.	4,7	5,1	5,3	4,7	28,3	2,6	2,2	-2,5	4,5	7,9	0,9	8,5	22,4
3° trim.	4,8	5,0	5,7	3,9	24,5	2,1	1,9	-1,8	3,7	8,1	2,1	8,6	5,3
4° trim.	4,6	5,2	5,9	0,9	-1,8	1,2	3,3	1,8	3,9	8,0	3,0	8,4	11,4
2005 1° trim.	4,6	5,5	6,0	-1,2	-10,4	-0,3	4,3	2,6	5,1	8,2	5,0	8,4	-

	Titoli non azionari emessi da:							Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Amministrazioni 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 4° trim.	4.958,7	4.341,1	551,4	3.789,6	617,7	196,7	421,0	2.726,3	181,7	292,5
2004 1° trim.	5.146,9	4.531,1	594,4	3.936,7	615,7	209,0	406,8	2.834,1	189,0	296,5
2° trim.	5.197,2	4.566,0	619,9	3.946,0	631,3	219,0	412,3	2.842,8	181,9	300,7
3° trim.	5.290,8	4.651,1	617,5	4.033,6	639,7	217,4	422,3	2.763,5	194,0	305,0
4° trim.	5.297,2	4.661,4	585,0	4.076,4	635,8	213,2	422,6	2.980,1	213,5	299,5
2005 1° trim.	5.420,8	4.766,3	594,4	4.171,9	654,5	231,3	423,2	3.138,3	212,0	302,3
	Transazioni									
2003 4° trim.	4,5	-4,2	-14,2	10,0	8,7	0,8	7,9	0,2	7,4	4,4
2004 1° trim.	142,5	149,3	42,7	106,6	-6,8	12,4	-19,2	2,1	7,3	2,9
2° trim.	118,5	100,8	25,4	75,4	17,7	10,7	7,1	1,8	-7,1	3,1
3° trim.	51,3	41,0	-1,1	42,1	10,3	-1,0	11,2	5,9	12,1	3,2
4° trim.	-49,6	-45,0	-32,9	-12,1	-4,6	-4,2	-0,5	2,4	19,4	3,8
2005 1° trim.	143,1	120,5	7,7	112,8	22,6	19,2	3,4	3,9	-0,2	2,8
	Variazioni percentuali									
2003 4° trim.	6,5	5,8	13,8	4,8	11,6	22,2	7,2	0,8	8,9	4,9
2004 1° trim.	6,1	6,3	11,1	5,7	4,7	14,0	0,6	1,0	7,5	4,8
2° trim.	6,1	6,5	8,2	6,2	3,4	15,8	-2,0	0,3	4,8	4,7
3° trim.	6,3	6,5	9,4	6,1	4,9	11,9	1,7	0,4	11,3	4,7
4° trim.	5,3	5,7	6,2	5,6	2,7	9,1	-0,3	0,4	17,5	4,5
2005 1° trim.	5,1	4,8	-0,1	5,5	7,5	11,8	5,2	0,5	12,8	4,4

Fonte: BCE.

1) Comprese 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 4° trim.	3.633,0	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	349,0	60,0	289,0	1.476,3	59,4	1.416,9
2004 1° trim.	3.759,9	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	349,3	60,8	288,5	1.541,0	62,0	1.479,0
2° trim.	3.774,7	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	342,6	59,0	283,5	1.544,3	63,4	1.480,9
3° trim.	3.837,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	348,7	62,2	286,5	1.589,8	63,3	1.526,5
4° trim.	3.918,1	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	329,0	56,0	273,0	1.644,5	61,9	1.582,6
2005 1° trim.	4.043,8	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	332,6	58,7	273,9	1.695,7	62,4	1.633,3
	Transazioni											
2003 4° trim.	71,2	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-3,7	1,2	-4,9	50,2	-1,4	51,6
2004 1° trim.	81,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	0,0	0,6	-0,6	47,0	2,3	44,7
2° trim.	26,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,7	-1,6	-5,0	24,4	0,9	23,5
3° trim.	54,3	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,6	3,0	29,4	-0,6	30,0
4° trim.	52,1	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-19,4	-5,9	-13,5	51,5	-0,5	52,0
2005 1° trim.	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	3,7	2,8	0,9	48,6	0,3	48,2
	Variazioni percentuali											
2003 4° trim.	6,7	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	0,2	-13,1	3,5	11,3	14,7	11,1
2004 1° trim.	6,9	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	-0,1	0,4	-0,2	10,5	11,7	10,5
2° trim.	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-3,0	-2,4	-3,1	10,6	8,4	10,7
3° trim.	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	-1,3	4,8	-2,6	10,5	1,9	10,9
4° trim.	5,9	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-7,1	-5,6	10,3	3,4	10,6
2005 1° trim.	6,0	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-4,8	-3,5	-5,1	10,0	0,1	10,4

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Azioni [1]				Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote di fondi comuni monetari			Totale	da IFM			Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
	Consistenze												
2003 4° trim.	1.157,5	526,5	631,0	64,1	107,8	3.914,3	54,9	35,4	23,0	189,9	3.646,4	3.112,5	534,0
2004 1° trim.	1.200,8	539,6	661,2	63,4	111,5	4.009,4	64,7	46,3	23,7	190,9	3.730,1	3.182,9	547,2
2° trim.	1.209,9	538,6	671,2	63,6	112,6	4.079,2	71,1	53,7	24,2	193,3	3.790,6	3.238,3	552,3
3° trim.	1.210,5	531,2	679,4	63,1	114,6	4.135,5	68,8	52,5	22,6	185,7	3.858,3	3.300,6	557,8
4° trim.	1.245,6	553,3	692,3	68,4	115,9	4.222,2	65,5	48,6	23,6	207,1	3.926,0	3.364,5	561,5
2005 1° trim.	1.299,2	601,4	697,8	68,5	119,2	4.332,3	74,2	58,2	24,4	219,5	4.014,3	3.441,2	573,0
	Transazioni												
2003 4° trim.	21,8	6,7	15,1	4,1	-7,2	42,6	-9,6	-8,9	2,5	5,0	44,7	43,4	1,3
2004 1° trim.	16,2	-1,1	17,3	-0,8	3,6	81,3	9,6	10,8	0,4	0,8	70,5	57,3	13,2
2° trim.	0,0	-7,5	7,5	-0,1	1,1	58,2	6,1	7,0	0,6	0,1	51,5	46,5	5,1
3° trim.	9,0	3,2	5,7	-0,5	2,1	58,1	-2,3	-1,1	-1,3	2,1	59,5	54,1	5,5
4° trim.	8,7	0,9	7,8	5,4	1,4	53,6	-3,0	-3,6	0,7	0,1	55,9	52,2	3,6
2005 1° trim.	23,4	5,5	17,9	0,2	3,2	84,7	7,8	8,6	0,7	0,1	76,0	63,5	12,5
	Variazioni percentuali												
2003 4° trim.	5,3	2,6	7,5	11,3	-1,1	7,1	16,7	12,7	26,4	6,2	6,9	7,3	4,7
2004 1° trim.	6,6	3,6	8,8	5,9	-0,1	6,9	7,5	8,5	25,4	8,3	6,7	6,9	5,2
2° trim.	4,5	0,7	7,5	-1,7	-0,9	6,4	12,3	18,8	23,7	3,5	6,3	6,6	4,8
3° trim.	4,3	0,3	7,5	4,6	-0,4	6,2	6,0	17,5	10,9	4,8	6,3	6,5	4,7
4° trim.	2,9	-0,8	6,1	6,3	7,6	6,4	19,0	36,9	1,7	1,6	6,5	6,7	5,1
2005 1° trim.	3,4	0,4	5,9	8,0	7,0	6,3	13,3	23,7	2,8	1,2	6,5	6,8	4,9

Fonte: BCE.

1) Escluse le azioni non quotate.

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

1. Tutti i settori dell'area dell'euro

	Acquisizione netta di attività non finanziarie					Acquisizione netta di attività finanziarie								
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Variazione delle scorte [1]	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari [2]	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) [3]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1997	338,2	1.136,1	-797,1	-0,9	0,0	1.951,2	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	49,7
1998	404,8	1.201,3	-823,6	27,0	0,2	2.419,2	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	54,6
1999	444,5	1.290,9	-863,7	17,1	0,2	3.117,8	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	47,9
2000	486,6	1.394,2	-913,1	22,2	-16,7	2.910,7	1,3	350,9	264,6	829,9	1.189,1	251,3	23,5
2001	466,2	1.449,6	-973,6	-11,8	2,0	2.590,6	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-19,4
2002	413,7	1.439,3	-1.005,4	-21,3	1,1	2.292,7	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	33,5
2003	433,1	1.464,8	-1.034,5	2,4	0,5	2.403,0	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	19,8

	Variazione della ricchezza netta [4]				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari [2]	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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	2.570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	472,7	1.468,2	-1.005,4	9,9	2.233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	443,5	1.472,8	-1.034,5	5,2	2.392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Società non finanziarie

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta [4]		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari [2]	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari [2]	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	171,9	757,6	-581,0	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,6	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,4	-597,9	360,9	69,3	-57,9	107,6	191,3	80,5	647,0	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Famiglie [5]

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta [4]		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari [2]	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo [6]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	154,1	374,7	-210,3	441,3	69,3	-20,8	192,5	217,6	425,7	615,5	169,7	168,3	3.852,4	16,0
1998	171,4	387,8	-215,1	453,0	92,9	-119,0	287,4	209,3	409,7	593,4	214,6	213,3	3.954,9	15,0
1999	185,5	418,2	-230,2	478,8	122,6	-28,5	195,8	245,2	395,9	580,1	268,4	266,9	4.105,3	14,1
2000	200,4	442,2	-239,5	433,8	66,2	35,3	122,6	245,9	407,7	607,5	226,4	224,7	4.329,8	14,0
2001	192,1	452,6	-256,5	414,1	180,7	82,7	45,4	229,1	430,0	650,1	176,2	174,3	4.619,4	14,1
2002	186,9	463,8	-260,6	469,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	443,3	661,2	213,2	211,1	4.747,8	13,9
2003	209,3	485,0	-268,7	515,9	224,2	16,6	83,6	229,8	465,0	697,9	260,2	257,9	4.904,2	14,2

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.

4 MERCATI FINANZIARI

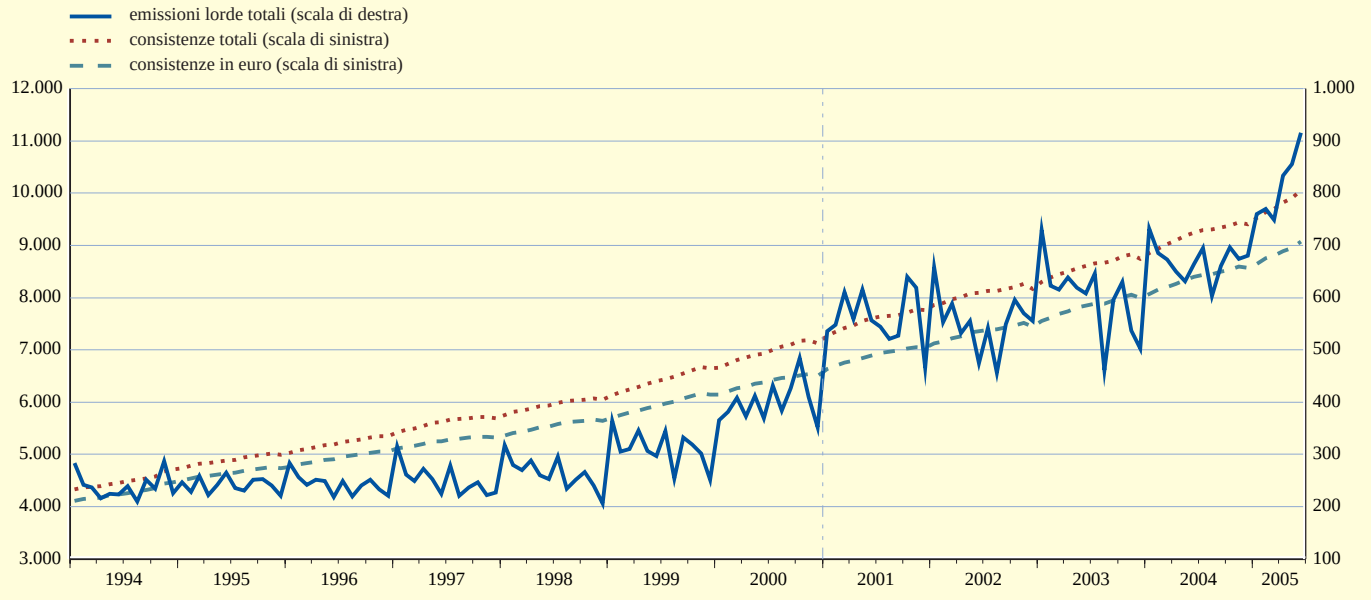
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(miliardi di euro salvo diversa indicazione, transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro [1]				Residenti nell'area dell'euro							
					Totale				Di cui in euro			
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2004 giu.	9.738,8	711,2	602,1	109,1	9.249,3	664,7	598,0	66,8	90,8	94,3	94,7	60,3
lug.	9.761,5	707,8	686,3	21,5	9.294,3	695,2	653,9	41,3	90,8	94,1	94,6	35,5
ago.	9.794,2	619,8	590,5	29,3	9.309,8	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
set.	9.907,0	725,1	616,5	108,6	9.342,6	661,2	621,5	39,6	91,0	94,9	94,5	40,2
ott.	9.932,8	712,2	690,2	22,0	9.379,6	696,7	656,0	40,7	91,0	93,7	94,9	30,4
nov.	10.023,4	703,7	618,7	85,0	9.435,5	673,9	615,1	58,8	91,1	94,3	94,3	55,9
dic.	10.026,7	706,5	702,0	4,5	9.407,6	680,3	703,1	-22,8	91,1	95,3	95,2	-21,6
2005 gen.	10.092,3	763,3	710,2	53,1	9.521,6	759,5	676,5	83,0	90,8	93,8	95,6	65,4
feb.	10.212,8	792,9	675,5	117,4	9.635,8	769,2	654,2	115,1	90,9	94,5	95,1	104,5
mar.	10.320,3	797,2	690,1	107,1	9.704,1	749,5	694,5	55,0	90,7	93,9	94,9	44,5
apr.	10.381,3	833,1	775,6	57,4	9.820,7	833,6	729,1	104,5	90,6	94,4	95,9	88,2
mag.	10.444,2	869,6	806,3	63,4	9.910,7	855,3	790,3	65,0	90,3	95,4	95,6	60,6
giu.	10.632,5	987,9	802,6	185,3	10.048,2	916,0	785,8	130,1	90,3	94,6	95,0	120,1
	A lungo termine											
2004 giu.	8.808,8	204,2	120,3	83,9	8.309,0	181,2	112,6	68,6	91,2	92,9	92,2	64,4
lug.	8.848,1	190,3	153,1	37,1	8.348,5	173,4	139,1	34,4	91,1	91,8	93,7	28,8
ago.	8.875,5	87,2	61,9	25,3	8.364,1	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
set.	8.969,9	191,4	102,0	89,4	8.413,7	156,7	104,6	52,1	91,2	91,6	89,0	50,4
ott.	9.006,8	174,0	140,0	34,1	8.435,0	158,1	131,9	26,2	91,2	88,0	93,7	15,6
nov.	9.082,0	168,7	98,3	70,3	8.488,6	155,1	95,3	59,7	91,2	89,1	92,2	50,3
dic.	9.106,4	148,4	123,9	24,5	8.495,5	135,9	120,0	15,9	91,4	91,6	90,5	15,9
2005 gen.	9.176,3	198,5	138,3	60,2	8.584,4	195,0	131,3	63,7	91,1	89,7	93,9	51,6
feb.	9.292,4	220,7	107,0	113,7	8.687,9	199,4	95,5	103,9	91,2	90,4	89,5	94,8
mar.	9.368,1	202,7	127,6	75,2	8.756,5	184,0	125,1	59,0	91,0	88,9	90,1	50,9
apr.	9.425,7	180,6	124,6	56,0	8.841,6	180,5	105,0	75,5	90,9	90,1	94,0	63,9
mag.	9.493,7	178,1	111,6	66,5	8.929,2	164,9	99,6	65,3	90,7	90,9	91,0	59,2
giu.	9.673,2	294,6	118,3	176,3	9.092,3	251,8	99,1	152,8	90,7	91,1	87,8	142,3

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

(miliardi di euro)



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

1) Totale dei titoli non azionari denominati in euro emessi da residenti e non residenti nell'area dell'euro.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(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'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2003	8.748	3.353	665	589	3.923	219	91,4	85,0	87,5	88,3	97,7	95,4
2004	9.408	3.710	735	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2004 3° trim.	9.343	3.641	690	601	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
4° trim.	9.408	3.710	735	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,6
2005 1° trim.	9.704	3.845	755	607	4.238	260	90,7	83,2	90,7	87,7	97,6	95,7
2° trim.	10.048	3.990	836	615	4.342	266	90,3	82,6	91,0	87,1	97,4	95,9
2005 mar.	9.704	3.845	755	607	4.238	260	90,7	83,2	90,7	87,7	97,6	95,7
apr.	9.821	3.903	776	615	4.264	263	90,6	83,0	90,7	87,6	97,6	95,7
mag.	9.911	3.934	797	622	4.296	262	90,3	82,6	90,7	87,6	97,4	95,9
giu.	10.048	3.990	836	615	4.342	266	90,3	82,6	91,0	87,1	97,4	95,9
	A breve termine											
2003	861	390	6	94	367	3	89,3	78,4	100,0	94,1	99,6	88,0
2004	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2004 3° trim.	929	412	6	100	405	6	88,9	77,8	96,2	95,5	98,5	85,8
4° trim.	912	447	7	90	362	5	88,7	78,5	94,1	95,5	99,5	87,3
2005 1° trim.	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
2° trim.	956	463	8	103	377	5	87,1	75,7	97,7	96,8	98,4	76,6
2005 mar.	948	455	8	105	374	5	87,5	76,2	96,7	96,7	98,6	86,4
apr.	979	481	8	111	374	5	87,4	76,5	97,5	96,7	98,5	81,2
mag.	981	476	8	114	378	5	87,1	75,7	97,6	97,2	98,4	81,8
giu.	956	463	8	103	377	5	87,1	75,7	97,7	96,8	98,4	76,6
	Totale a lungo termine [1]											
2003	7.887	2.963	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.495	3.263	728	502	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2004 3° trim.	8.414	3.229	683	501	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	95,9
4° trim.	8.495	3.263	728	502	3.758	245	91,4	84,9	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 1° trim.	8.756	3.390	747	502	3.863	254	91,0	84,2	90,6	85,8	97,5	95,9
2° trim.	9.092	3.526	828	512	3.965	260	90,7	83,5	90,9	85,2	97,3	96,3
2005 mar.	8.756	3.390	747	502	3.863	254	91,0	84,2	90,6	85,8	97,5	95,9
apr.	8.842	3.422	768	504	3.890	257	90,9	83,9	90,6	85,6	97,5	96,0
mag.	8.929	3.458	789	508	3.918	257	90,7	83,5	90,7	85,4	97,3	96,2
giu.	9.092	3.526	828	512	3.965	260	90,7	83,5	90,9	85,2	97,3	96,3
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2003	6.115	1.885	406	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.376	1.927	416	411	3.436	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2004 3° trim.	6.388	1.950	408	415	3.436	180	91,6	84,1	82,2	85,2	97,5	95,8
4° trim.	6.376	1.927	416	411	3.436	186	91,7	84,0	83,9	85,5	97,5	95,6
2005 1° trim.	6.515	1.966	427	409	3.517	196	91,5	83,3	84,4	85,0	97,4	95,8
2° trim.	6.675	2.004	445	416	3.607	203	91,1	82,6	84,2	84,4	97,2	96,1
2005 mar.	6.515	1.966	427	409	3.517	196	91,5	83,3	84,4	85,0	97,4	95,8
apr.	6.553	1.971	430	410	3.543	199	91,4	82,9	84,1	84,9	97,4	95,9
mag.	6.599	1.982	433	412	3.573	199	91,2	82,7	83,9	84,6	97,3	95,9
giu.	6.675	2.004	445	416	3.607	203	91,1	82,6	84,2	84,4	97,2	96,1
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2003	1.579	959	249	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1.867	1.147	309	77	275	59	90,9	86,9	99,0	88,9	97,7	96,6
2004 3° trim.	1.771	1.101	273	73	269	56	90,6	86,7	98,9	87,6	97,5	96,3
4° trim.	1.867	1.147	309	77	275	59	90,9	86,9	99,0	88,9	97,7	96,6
2005 1° trim.	1.955	1.211	317	79	291	58	90,5	86,3	98,9	89,1	98,0	96,3
2° trim.	2.115	1.287	380	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2
2005 mar.	1.955	1.211	317	79	291	58	90,5	86,3	98,9	89,1	98,0	96,3
apr.	2.006	1.232	334	80	302	58	90,4	86,1	98,9	88,4	98,0	96,3
mag.	2.038	1.250	352	81	297	58	90,3	85,8	98,8	88,4	98,0	97,2
giu.	2.115	1.287	380	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2

Fonte: BCE

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento

(miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

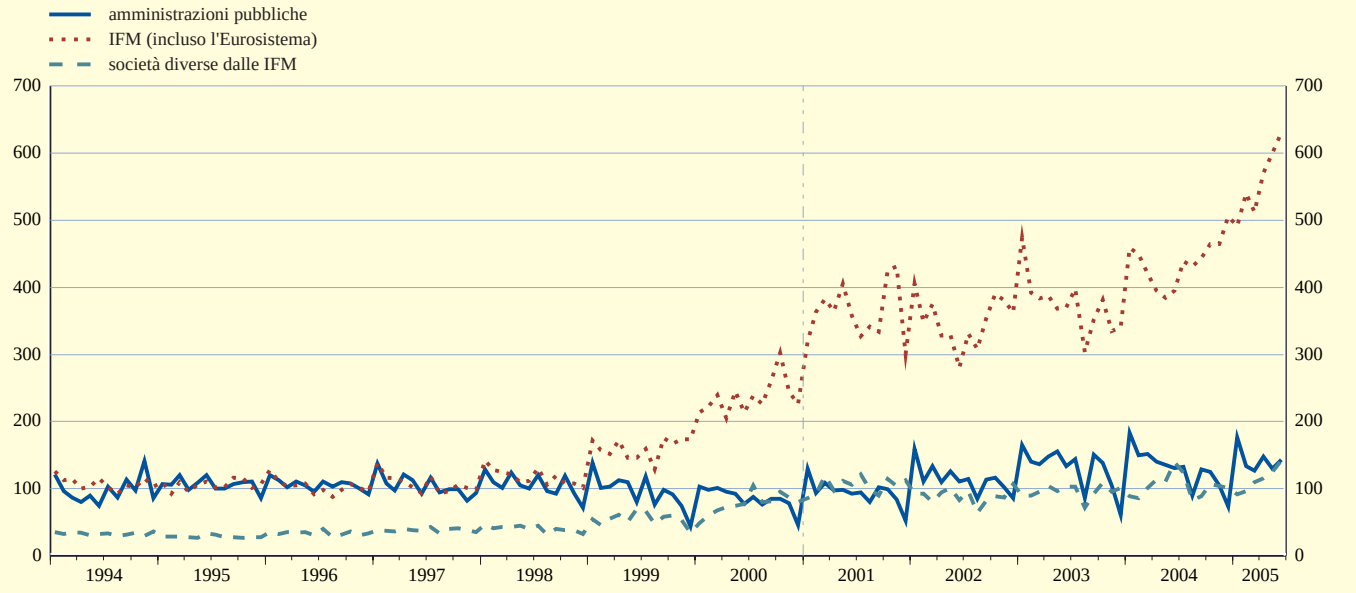
2. Emissioni lorde

(transazioni nel periodo)

	Totale						A lungo termine [1]					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale						A lungo termine con tasso fisso					
2003	7.206,3	4.485,6	244,7	909,7	1.478,8	87,4	1.284,7	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.046,1	5.249,8	222,1	1.027,8	1.463,6	82,8	1.191,0	405,7	69,2	60,4	619,8	35,9
2004 3° trim.	1.960,1	1.313,3	40,7	255,5	334,2	16,3	248,1	86,6	9,2	14,3	131,9	6,1
4° trim.	2.051,0	1.434,1	84,2	228,4	283,9	20,4	258,7	92,7	25,6	14,7	117,1	8,5
2005 1° trim.	2.278,3	1.542,6	49,9	248,3	412,5	25,0	386,6	136,5	21,1	15,1	198,9	14,9
2° trim.	2.604,8	1.799,6	105,9	277,6	399,0	22,7	344,2	102,9	27,6	14,9	187,1	11,8
2005 mar.	749,5	512,2	24,9	84,9	120,5	7,0	117,1	40,9	12,0	8,2	52,5	3,4
apr.	833,6	569,9	30,8	84,9	140,0	8,0	105,0	29,9	7,1	3,5	60,8	3,8
mag.	855,3	599,7	28,0	97,2	126,3	4,1	97,4	24,3	5,6	2,9	63,4	1,1
giu.	916,0	630,0	47,1	95,6	132,7	10,6	141,8	48,6	15,0	8,5	62,8	6,9
	Di cui a breve termine						A lungo termine con tasso variabile					
2003	5.332,7	3.698,2	41,3	796,1	767,6	29,4	507,8	336,8	89,5	11,7	53,3	16,5
2004	6.147,2	4.383,4	43,9	930,9	755,6	33,4	618,1	403,5	108,9	31,7	60,5	13,5
2004 3° trim.	1.554,7	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,7	136,0	95,2	20,7	10,0	8,6	1,6
4° trim.	1.601,9	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,5	175,0	105,0	46,6	7,4	11,7	4,4
2005 1° trim.	1.699,8	1.261,3	12,4	229,1	188,4	8,6	167,6	129,5	16,3	3,4	16,9	1,5
2° trim.	2.007,6	1.557,5	9,1	254,7	178,0	8,4	229,6	123,8	68,8	6,8	27,7	2,5
2005 mar.	565,5	423,6	3,5	75,0	60,2	3,2	57,7	41,9	9,2	1,4	4,9	0,3
apr.	653,1	501,8	4,2	79,2	65,2	2,8	67,8	33,4	19,5	1,6	11,8	1,5
mag.	690,4	537,3	2,4	91,8	56,0	2,8	60,9	34,0	19,8	2,1	4,8	0,2
giu.	664,2	518,4	2,5	83,7	56,8	2,8	100,9	56,4	29,5	3,0	11,1	0,8

F14 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



Fonte: BCE.

1) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

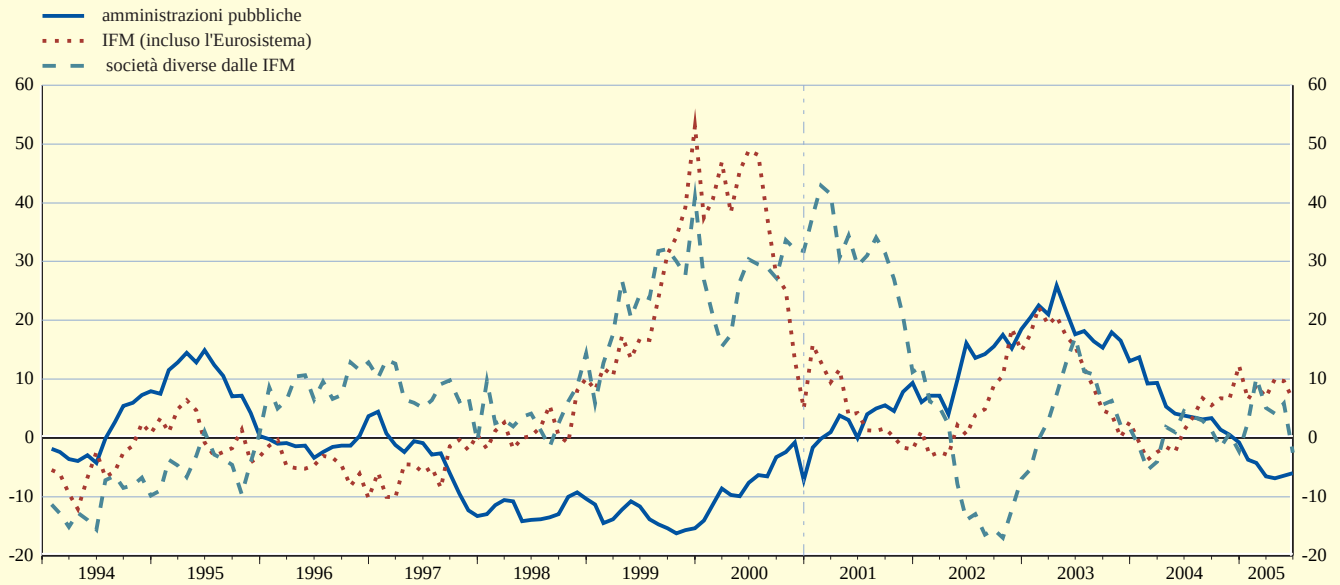
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1)]

(variazioni percentuali)

	Totale						A breve termine					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Tutte le valute											
2003	6,7	5,1	25,1	8,6	4,5	26,0	14,0	12,2	1,1	5,7	19,2	-2,2
2004	6,9	7,8	13,4	3,7	5,0	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 3° trim.	7,1	8,5	11,4	3,6	5,4	16,4	3,9	4,6	-10,7	4,0	3,1	32,4
4° trim.	6,8	8,8	9,9	3,0	4,8	14,6	3,7	7,4	8,9	-1,0	0,5	66,9
2005 1° trim.	7,2	9,0	11,6	3,1	5,1	13,7	2,6	8,3	34,1	3,1	-4,3	35,5
2° trim.	7,4	8,8	17,8	4,9	4,5	12,0	1,5	8,8	46,1	1,6	-6,8	16,2
2005 gen.	7,0	8,7	10,9	2,9	5,1	15,1	1,7	6,6	23,3	1,5	-4,1	32,7
feb.	7,4	9,3	11,1	3,2	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,3	-4,6	31,6
mar.	7,1	8,7	14,5	4,7	4,6	12,0	0,8	6,9	47,6	3,0	-7,0	36,4
apr.	7,5	8,9	16,5	5,8	4,7	12,8	2,0	10,0	46,3	1,9	-7,1	16,3
mag.	7,2	8,4	19,2	5,1	4,2	11,7	2,2	9,6	43,7	3,9	-6,6	11,9
giu.	7,8	9,6	20,9	3,1	4,6	11,1	0,0	6,5	49,2	-5,0	-6,2	7,8
	Euro											
2003	6,4	3,8	30,6	9,4	4,4	25,0	15,6	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,2
2004	6,6	6,6	16,8	2,8	5,1	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	29,5
2004 3° trim.	6,7	7,0	15,1	2,4	5,5	16,3	3,0	2,5	-13,3	4,4	3,0	28,8
4° trim.	6,4	7,6	13,1	1,8	4,8	14,6	3,6	7,7	3,9	0,0	0,6	72,7
2005 1° trim.	6,7	7,7	14,9	2,3	5,0	13,9	2,8	9,7	28,5	5,1	-4,2	33,3
2° trim.	7,1	7,6	21,6	4,7	4,5	12,3	1,7	10,4	42,3	3,7	-6,6	10,0
2005 gen.	6,6	7,3	14,1	2,2	5,0	15,2	1,8	7,8	17,4	3,3	-4,0	28,6
feb.	6,8	7,8	14,3	2,6	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,8
mar.	6,7	7,3	18,1	4,5	4,6	12,2	0,8	7,9	42,8	5,1	-6,8	39,4
apr.	7,2	7,6	20,1	5,5	4,8	13,0	2,0	11,4	42,6	3,9	-6,9	10,3
mag.	6,9	7,3	23,1	5,0	4,2	12,1	2,4	11,8	40,2	6,3	-6,6	3,4
giu.	7,6	8,7	24,6	2,9	4,5	11,5	0,3	8,4	45,8	-3,4	-6,0	-1,2

F15 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali)



Fonte: BCE.

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

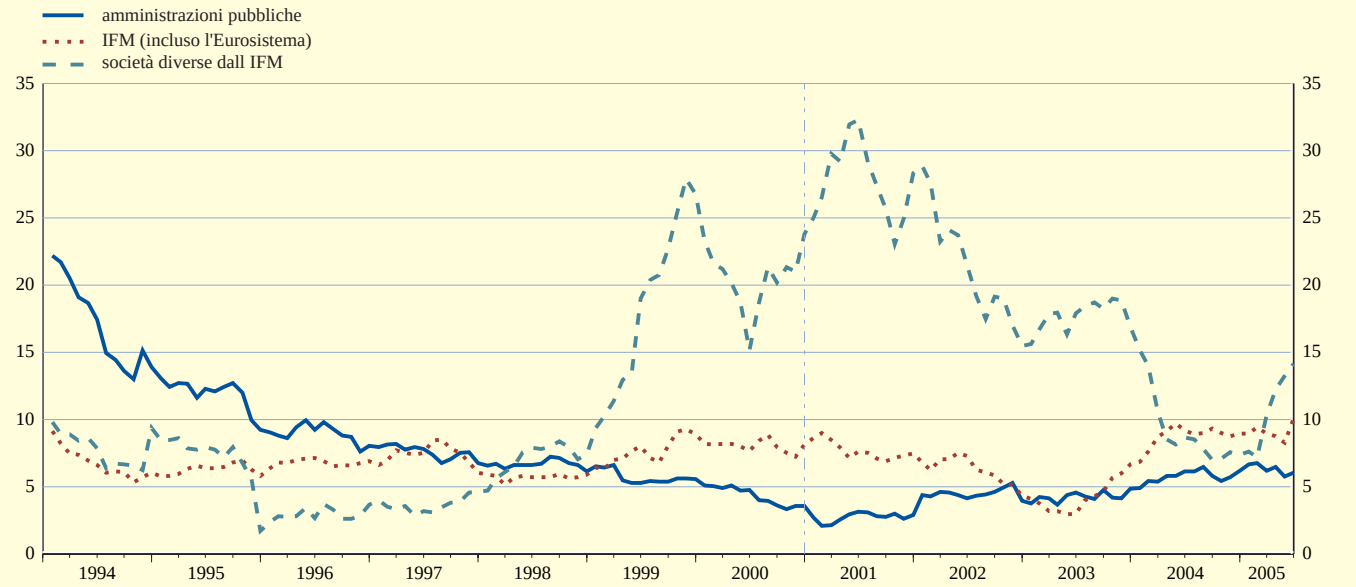
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro [1]

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
	Tutte le valute											
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,0	6,4	3,1	5,8	14,7	16,2	18,4	27,2	8,2	0,6	26,5
2004 3° trim.	4,9	3,0	3,5	1,1	6,2	13,5	17,5	19,1	27,1	18,3	3,3	25,2
4° trim.	4,3	2,3	2,6	0,7	5,7	12,3	17,7	20,2	22,6	29,1	2,3	18,8
2005 1° trim.	4,7	2,7	3,9	-0,9	6,3	13,7	18,3	19,4	23,7	28,0	7,7	12,4
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,9	5,8	14,8	19,7	19,1	36,4	26,6	8,5	3,2
2005 gen.	4,8	2,9	3,6	-0,7	6,2	14,9	17,9	18,5	22,6	28,3	9,4	14,4
feb.	4,9	2,8	3,6	-1,8	6,8	12,9	18,3	20,3	22,5	26,3	6,5	11,9
mar.	4,5	2,3	5,8	1,1	5,6	13,7	19,0	19,6	28,2	27,8	9,3	5,1
apr.	5,1	2,4	5,5	2,8	6,3	15,1	19,1	18,8	34,4	27,0	7,8	5,4
mag.	4,6	2,2	6,2	1,5	5,6	15,1	19,2	17,9	39,8	25,6	7,7	1,7
giu.	4,9	3,3	7,5	1,4	5,5	14,7	22,2	21,3	41,1	26,7	10,8	0,2
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,5	12,2	4,2	21,3	8,6	7,7	51,2	-8,9	-9,3	43,8
2004	4,8	1,3	10,4	1,8	5,9	14,7	15,6	17,7	27,3	8,5	0,5	25,4
2004 3° trim.	4,7	1,2	7,5	-0,5	6,4	13,8	16,9	18,2	27,3	15,9	3,3	24,1
4° trim.	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,5	22,9	26,6	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,4	6,2	13,8	17,5	18,2	24,0	27,1	7,8	13,0
2° trim.	4,5	0,3	10,1	1,1	5,8	15,1	19,2	18,1	36,5	24,9	8,9	3,9
2005 gen.	4,3	0,7	7,5	-2,3	6,1	14,9	17,3	17,5	22,9	27,3	9,5	15,1
feb.	4,5	0,4	7,5	-3,5	6,7	13,0	17,4	18,9	22,7	25,4	6,6	12,4
mar.	4,2	0,2	10,2	0,0	5,6	13,9	18,1	18,0	28,5	27,2	9,7	5,3
apr.	4,8	0,2	9,2	2,0	6,4	15,4	18,5	17,7	34,7	25,1	8,2	5,6
mag.	4,3	0,0	10,3	0,8	5,6	15,5	19,0	17,1	40,0	23,6	8,1	2,8
giu.	4,6	1,2	11,5	0,9	5,4	15,2	22,1	20,9	41,0	24,9	11,4	1,2

F16 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 tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

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

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

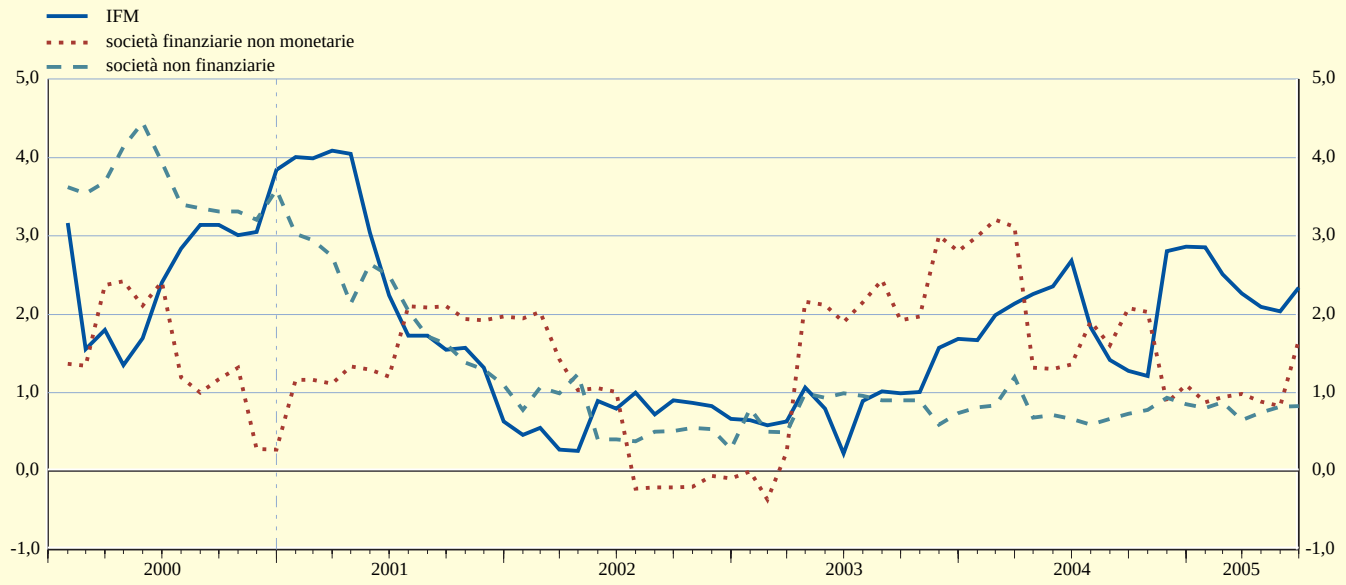
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100 (in perc.)	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi (in perc.)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 giu.	3.256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2.451,4	1,0
lug.	3.366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,2	2.507,6	1,0
ago.	3.413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2.581,5	0,9
set.	3.276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2.474,7	0,9
ott.	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2.615,6	0,9
nov.	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2.659,6	0,6
dic.	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2.729,3	0,7
2004 gen.	3.788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2.832,2	0,8
feb.	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2.889,9	0,8
mar.	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2.839,6	1,2
apr.	3.748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2.808,0	0,7
mag.	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2.769,2	0,7
giu.	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,4	2.845,7	0,7
lug.	3.679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2.763,5	0,6
ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2.705,6	0,7
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2.766,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2.817,1	0,8
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,9	2.896,2	0,9
dic.	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2.984,5	0,8
2005 gen.	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,9	3.063,3	0,8
feb.	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3.141,5	0,9
mar.	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	421,8	1,0	3.142,9	0,7
apr.	4.094,2	102,9	1,0	655,5	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,7
mag.	4.279,1	103,0	1,0	684,6	2,0	414,0	0,8	3.180,5	0,8
giu.	4.382,2	103,2	1,2	698,0	2,3	431,1	1,7	3.253,0	0,8

F17 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 [1)]

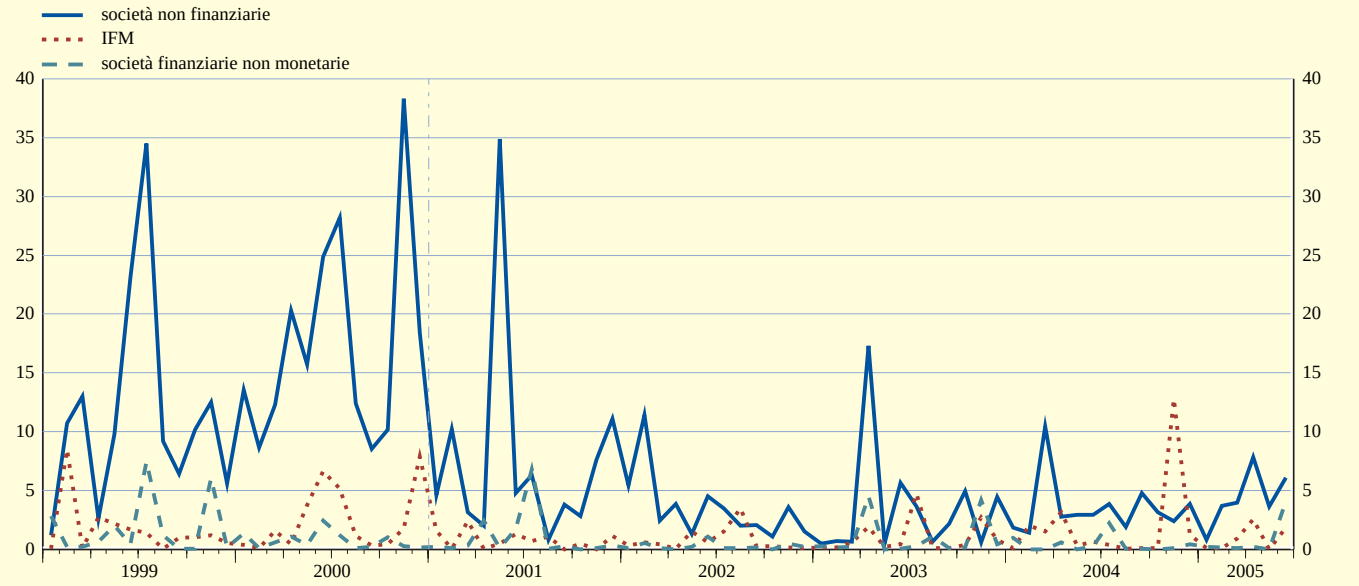
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
2003 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	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
ago.	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
set.	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,4	1,8
ott.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	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	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	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.	6,5	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	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.	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
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
ott.	3,2	0,5	2,7	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,5	2,7
nov.	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
dic.	5,5	2,2	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,1	1,8
2005 gen.	1,1	1,2	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,1	-0,3
feb.	3,9	0,6	3,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,7	0,5	3,2
mar.	5,0	1,8	3,2	0,9	0,9	0,0	0,1	0,1	0,0	3,9	0,8	3,1
apr.	10,6	2,4	8,2	2,5	0,0	2,5	0,2	0,1	0,1	7,8	2,3	5,6
mag.	3,6	2,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,3	3,6	2,1	1,5
giu.	12,0	4,5	7,6	1,9	1,0	0,9	4,1	0,4	3,7	6,1	3,1	3,0

F18 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

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

4.5 Tassi di 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 di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista [1]	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso [1] [2]		A vista [1]	Con durata prestabilita			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2004 lug.	0,70	1,90	2,21	2,54	1,94	2,55	0,86	1,99	2,60	4,00	1,98
ago.	0,72	1,91	2,18	2,67	1,95	2,53	0,87	1,98	2,37	3,99	1,98
set.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,32	3,68	1,99
ott.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,34	3,56	2,00
nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,23	3,39	2,02
dic.	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,70	3,51	2,02
2005 gen.	0,74	1,95	2,29	2,54	1,98	2,49	0,93	2,04	2,25	3,26	2,05
feb.	0,74	1,95	2,19	2,33	1,97	2,49	0,93	2,03	2,25	3,47	2,03
mar.	0,74	1,93	2,16	2,40	1,96	2,47	0,94	2,00	2,35	3,15	1,99
apr.	0,74	2,01	2,09	2,32	1,95	2,45	0,95	2,01	2,23	2,92	2,00
mag.	0,75	1,94	2,01	2,20	1,97	2,43	0,95	2,01	2,12	3,31	2,00
giu.	0,70	1,95	2,21	2,20	2,15	2,38	0,91	2,01	2,05	3,58	2,00

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

	Conti correnti attivi [1]	Credito al consumo				Prestiti per acquisto di abitazione					Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) [3]	Periodo iniziale di determinazione del tasso				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) [3]			
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 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	8	9	10	11	12	13
2004 lug.	9,79	6,64	6,86	8,52	7,97	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
ago.	9,86	7,08	6,89	8,58	8,15	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
set.	9,60	6,92	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
ott.	9,53	6,80	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
nov.	9,48	6,89	6,84	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
dic.	9,53	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 gen.	9,60	6,97	6,81	8,32	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
feb.	9,65	6,20	6,83	8,18	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	3,99	4,73	4,49
mar.	9,62	6,62	6,72	8,12	7,83	3,40	3,89	4,35	4,27	3,97	3,84	4,60	4,57
apr.	9,62	6,60	6,64	8,19	7,81	3,40	3,89	4,36	4,28	3,95	3,97	4,71	4,62
mag.	9,64	6,96	6,56	8,00	7,82	3,38	3,85	4,28	4,20	3,93	3,86	4,68	4,61
giu.	9,61	6,62	6,49	7,90	7,72	3,32	3,76	4,13	4,09	3,89	3,84	4,60	4,50

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

	Conti correnti attivi [1]	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2004 lug.	5,42	4,02	4,85	4,65	3,02	3,29	4,27
ago.	5,44	4,06	4,89	4,73	2,98	3,12	4,30
set.	5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,41	4,46
ott.	5,39	4,02	4,87	4,64	2,99	3,30	4,27
nov.	5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,41	4,31
dic.	5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 gen.	5,38	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,10
feb.	5,30	3,91	4,76	4,36	3,02	3,34	3,81
mar.	5,28	3,89	4,51	4,32	3,02	3,48	4,11
apr.	5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,54	3,99
mag.	5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,61	3,80
giu.	5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,44	3,88

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 di 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 di interesse sui depositi (consistenze)

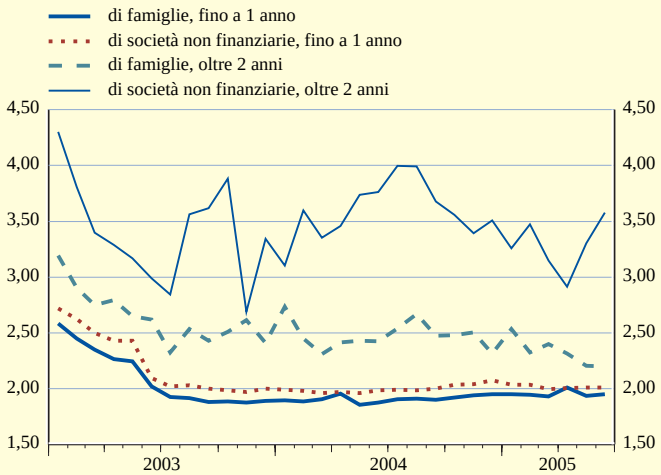
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista [1]	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso [1] [2]		A vista [1]	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 lug.	0,70	1,89	3,26	1,94	2,55	0,86	2,09	4,03	1,97
ago.	0,72	1,90	3,24	1,95	2,53	0,87	2,10	3,99	1,98
set.	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
ott.	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,10	3,89	1,98
nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
dic.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02
2005 gen.	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
feb.	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
mar.	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,70	1,99
apr.	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
mag.	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,10	3,50	2,00
giu.	0,70	1,92	3,23	2,15	2,38	0,91	2,10	3,50	2,01

5. Tassi di 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
2004 lug.	4,84	4,64	4,94	8,16	7,10	5,85	4,43	4,00	4,52
ago.	4,81	4,61	4,91	8,17	7,06	5,86	4,42	3,97	4,51
set.	4,82	4,58	4,90	8,06	7,13	5,85	4,45	3,99	4,52
ott.	4,69	4,54	4,88	8,05	7,07	5,80	4,41	3,97	4,48
nov.	4,67	4,52	4,86	7,94	6,98	5,82	4,40	3,96	4,48
dic.	4,78	4,50	4,83	7,94	7,00	5,80	4,34	3,97	4,44
2005 gen.	4,78	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,41	3,90	4,41
feb.	4,74	4,45	4,76	8,07	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46
mar.	4,75	4,41	4,78	8,08	6,97	5,77	4,38	3,91	4,40
apr.	4,69	4,38	4,74	8,02	6,94	5,76	4,34	3,86	4,37
mag.	4,63	4,36	4,71	8,00	6,87	5,74	4,33	3,85	4,35
giu.	4,60	4,33	4,67	7,87	6,93	5,72	4,31	3,85	4,35

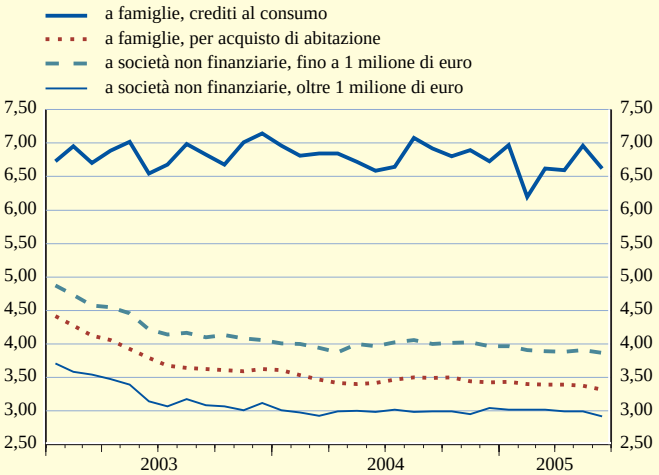
F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F20 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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

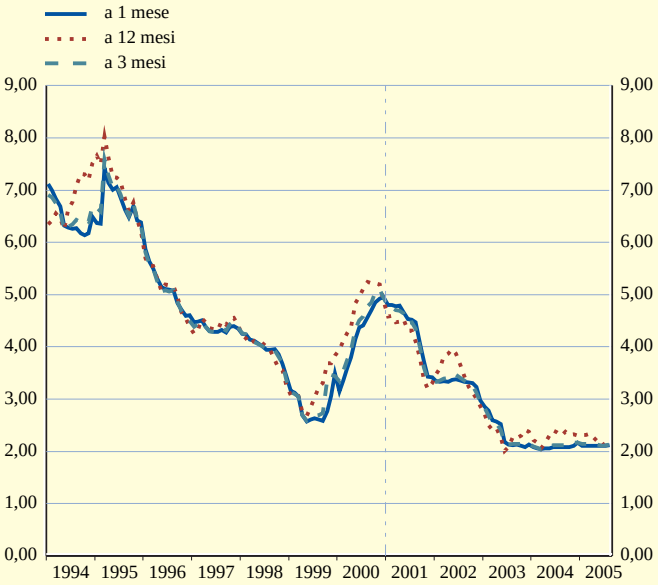


Fonte: BCE.

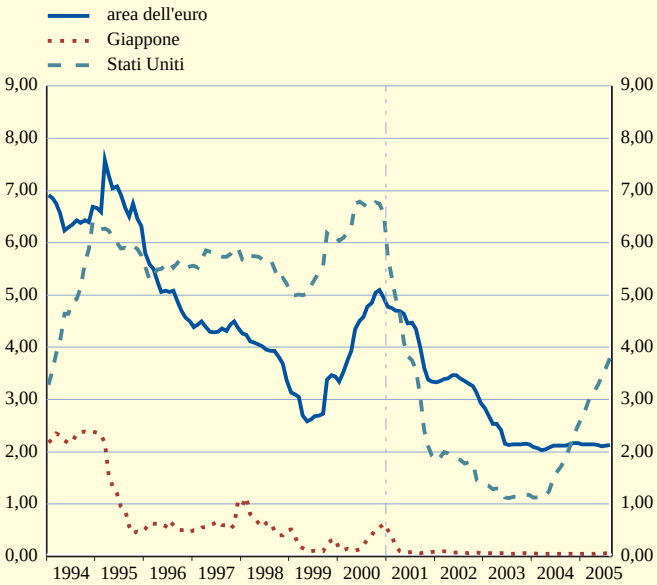
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario
(valori percentuali in ragione d'anno; medie nel periodo)

	Area dell'euro [1]					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia)	Depositi a 1 mese (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Euribor)	Depositi a 6 mesi (Euribor)	Depositi a 12 mesi (Euribor)	Depositi a 3 mesi (Libor)	Depositi a 3 mesi (Libor)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 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
4° trim.	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 1° trim.	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
2° trim.	2,07	2,10	2,12	2,14	2,19	3,28	0,05
2004 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
dic.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 gen.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
feb.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
mar.	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05
apr.	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05
mag.	2,07	2,10	2,13	2,14	2,19	3,27	0,05
giu.	2,06	2,10	2,11	2,11	2,10	3,43	0,05
lug.	2,07	2,11	2,12	2,13	2,17	3,61	0,06
ago.	2,06	2,11	2,13	2,16	2,22	3,80	0,06

F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro
(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



F22 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi
(dati mensili; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.

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

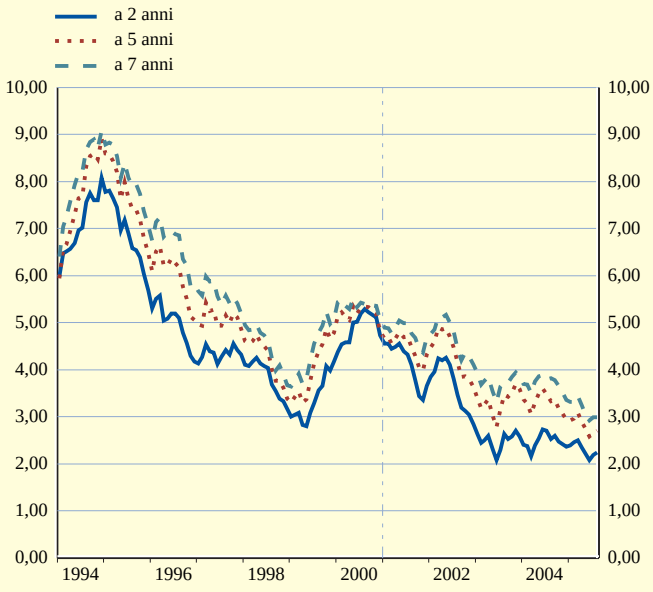
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro [1]					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni	a 3 anni	a 5 anni	a 7 anni	a 10 anni	a 10 anni	a 10 anni
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3,67	3,94	4,35	4,69	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 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
4° trim.	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 1° trim.	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
2° trim.	2,21	2,40	2,73	3,07	3,41	4,16	1,28
2004 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
dic.	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 gen.	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
feb.	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
mar.	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
apr.	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32
mag.	2,22	2,41	2,74	3,05	3,41	4,14	1,27
giu.	2,07	2,24	2,58	2,93	3,25	4,00	1,24
lug.	2,19	2,34	2,66	2,99	3,32	4,16	1,26
ago.	2,24	2,40	2,70	2,99	3,32	4,26	1,43

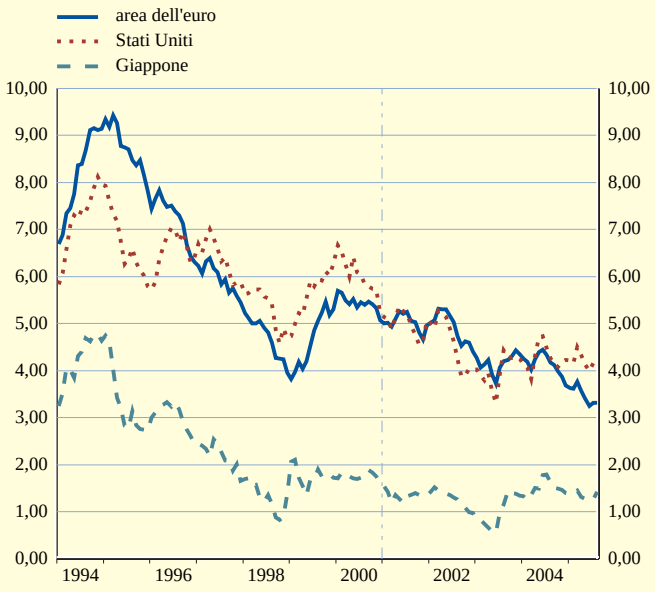
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

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



F24 Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni

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



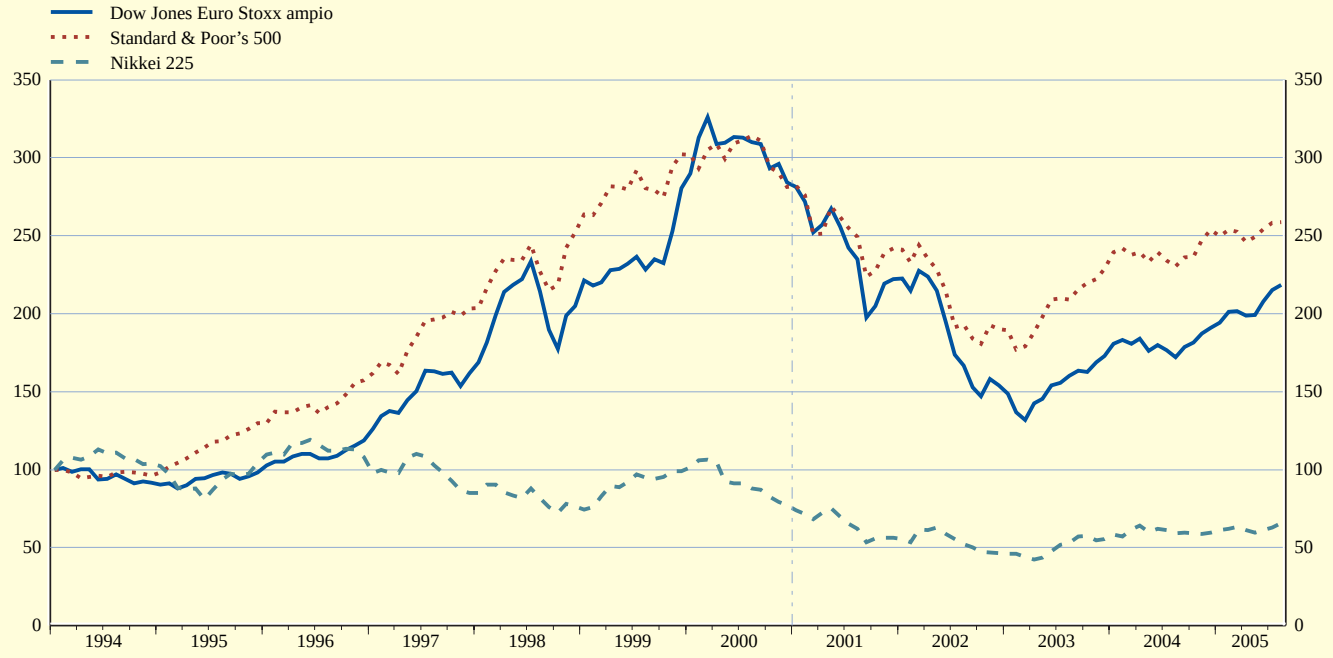
Fonte: BCE.

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	Petrolifero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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
2004	251,1	2.804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1.131,1	11.180,9
2004 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
4° trim.	259,2	2.869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1.163,7	11.027,1
2005 1° trim.	276,2	3.025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1.191,7	11.594,1
2° trim.	280,1	3.063,7	291,1	177,7	232,4	354,5	271,2	291,7	284,8	321,7	423,0	455,7	1.182,2	11.282,4
2004 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
dic.	264,8	2.926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1.199,7	11.086,3
2005 gen.	269,4	2.957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1.181,6	11.401,1
feb.	279,0	3.050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1.199,7	11.545,7
mar.	279,8	3.065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1.193,9	11.812,4
apr.	275,9	3.013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1.164,4	11.377,2
mag.	276,1	3.023,5	285,7	175,4	228,7	344,1	267,1	285,2	283,8	319,4	421,3	460,5	1.179,2	11.071,4
giu.	288,2	3.151,7	297,7	181,0	240,4	373,4	277,4	302,0	301,5	331,2	421,7	462,8	1.202,3	11.402,7
lug.	298,4	3.267,1	302,0	184,9	249,5	398,3	288,2	313,8	308,6	336,8	437,5	463,4	1.220,9	11.718,9
ago.	303,1	3.303,3	311,5	185,7	257,1	405,8	293,4	318,9	297,6	343,9	444,7	473,0	1.224,3	12.205,0

F25 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225
(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

5 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)

	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
			Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici								
in perc. del totale [1]	100,0	100,0	83,8	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	108,5	2,3	1,9	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 2° trim.	115,8	2,3	2,1	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,1	0,2	3,3	0,6
3° trim.	115,9	2,2	2,1	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,1	1,9	0,7
4° trim.	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,3	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 1° trim.	116,7	2,0	1,6	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2° trim.	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,3	0,1	4,5	0,5
2005 mar.	117,4	2,1	1,6	1,9	2,5	0,4	0,1	0,5	0,1	2,4	0,3
apr.	117,9	2,1	1,4	2,1	2,2	0,2	0,2	-0,4	0,0	2,3	-0,1
mag.	118,2	2,0	1,6	1,6	2,5	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,6	0,5
giu.	118,3	2,1	1,4	1,9	2,2	0,1	0,2	-0,2	0,0	1,6	0,0
lug.	118,2	2,2	1,4	2,1	2,3	0,3	0,2	-0,4	-0,2	2,8	0,3
ago. [2]	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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 [1]	41,0	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 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
4° trim.	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 1° trim.	1,6	2,4	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,5
2° trim.	1,3	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
2005 mar.	1,5	1,6	1,3	2,2	0,4	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,6	3,4
apr.	1,3	1,7	0,8	2,4	0,3	10,2	2,6	2,1	2,3	-1,7	1,9	3,5
mag.	1,3	1,5	1,0	1,8	0,4	6,9	2,7	2,2	2,5	-2,2	2,8	3,5
giu.	1,2	1,5	0,6	2,2	0,3	9,4	2,7	2,2	2,5	-2,1	2,2	3,2
lug.	1,1	1,6	0,3	2,6	0,0	11,8	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2005.

2) Stima basata su dati preliminari pubblicati da Germania, Spagna e Italia (e, ove disponibili, da 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, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni [1]	Prezzi degli immobili residenziali [2]	Prezzi internazionali delle materie prime [3]		Prezzo del petrolio [4] (euro per barile)
	Industria escluse le costruzioni												Totale		
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici				Totale al netto dell'energia	
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
							Totale	Durevoli	Non durevoli						
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	102,0	2,0	1,2	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,8	6,0	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,4	18,4	10,8	30,5
2004 2° trim.	105,3	2,0	2,5	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,7	3,7	2,2	6,8 [6]	28,8	20,9	29,3
3° trim.	106,4	3,1	3,5	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	3,0	-	26,9	11,9	33,3
4° trim.	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,6	7,5 [6]	22,9	1,3	34,5
2005 1° trim.	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6
2° trim.	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,2	.	.	22,4	2,2	42,2
2005 mar.	108,9	4,2	3,9	2,5	4,5	1,7	0,9	1,4	0,8	11,7	-	-	24,1	-0,4	40,4
apr.	109,4	4,3	3,5	2,1	3,6	1,5	0,9	1,4	0,8	13,3	-	-	22,2	-1,9	41,4
mag.	109,2	3,5	2,6	1,9	3,0	1,5	0,9	1,4	0,8	9,8	-	-	13,2	1,2	39,4
giu.	109,7	4,0	3,1	1,7	2,6	1,4	0,8	1,4	0,7	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	34,1	9,6	48,3
ago.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	31,8	11,9	51,9

3. Costo orario del lavoro [7]

	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	
in perc. del totale [5]	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,9	3,9	4,1	3,3	3,8	4,2	4,0	2,6
2002	107,7	3,7	3,5	4,3	3,3	4,4	3,9	2,7
2003	110,8	2,8	2,7	3,4	2,8	3,3	2,8	2,4
2004	113,7	2,6	2,5	3,0	2,8	2,7	2,4	2,2
2004 2° trim.	113,3	2,5	2,4	2,6	2,5	2,4	2,4	2,3
3° trim.	114,0	2,5	2,3	3,0	2,4	2,6	2,3	2,1
4° trim.	114,9	2,5	2,2	3,4	2,9	2,5	2,1	2,2
2005 1° trim.	115,8	3,1	2,8	4,3	3,5	1,3	2,9	2,3
2° trim	.	.	.	.	.	.	.	2,1

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 13 e 14), Thomson Financial Datastream (colonna 15), 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 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonna 8 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) Costruzioni residenziali, sulla base di dati non armonizzati.
2) Indicatore dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro, sulla base di fonti non armonizzate.
3) Si riferisce a prezzi espressi in euro.
4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
5) Nel 2000.
6) I dati trimestrali per il secondo e quarto trimestre si riferiscono a medie semestrali per la prima e seconda metà dell'anno rispettivamente. Alcuni dati nazionali sono disponibili solo a frequenza annuale, pertanto la stima del dato semestrale essendo parzialmente derivata da quello annuale risulta meno accurata di quest'ultimo.
7) 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 stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.

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

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
	Costo del lavoro per unità di prodotto [1]							
2001	102,2	2,2	1,4	1,5	3,2	1,4	2,4	2,4
2002	104,6	2,4	1,0	1,1	3,5	1,8	3,4	2,8
2003	106,5	1,8	3,2	0,7	2,1	1,8	1,9	2,7
2004	107,5	0,9	-7,7	-0,3	2,5	0,8	2,0	1,7
2004 1° trim.	107,0	1,2	-8,3	0,8	1,0	1,4	1,9	2,0
2° trim.	107,5	0,8	-8,3	-1,5	1,5	0,1	1,6	2,5
3° trim.	107,6	0,6	-6,4	-1,4	4,6	1,2	2,5	0,6
4° trim.	108,0	1,1	-7,9	0,8	3,0	0,4	1,9	1,6
2005 1° trim.	108,8	1,7	.	-0,3	6,0	0,6	3,2	2,1
	Redditi per occupato							
2001	102,5	2,5	0,6	2,8	3,5	2,6	0,9	2,8
2002	105,1	2,5	2,6	2,7	3,4	2,5	2,2	2,7
2003	107,5	2,3	1,0	2,7	2,5	1,9	1,9	2,5
2004	109,8	2,1	0,4	3,0	2,7	1,5	1,2	2,5
2004 1° trim.	109,1	2,4	-2,4	4,0	2,8	1,5	1,1	3,0
2° trim.	109,8	2,5	0,1	3,2	2,3	1,2	1,1	3,7
3° trim.	109,9	1,8	3,6	2,5	3,2	1,7	1,6	1,4
4° trim.	110,4	1,8	0,3	2,4	2,5	1,6	1,0	2,1
2005 1° trim.	111,6	2,2	.	1,9	3,7	2,4	2,8	1,6
	Produttività del lavoro [2]							
2001	100,3	0,3	-0,8	1,4	0,3	1,2	-1,4	0,4
2002	100,5	0,2	1,6	1,5	-0,2	0,7	-1,2	0,0
2003	100,9	0,5	-2,2	2,0	0,3	0,1	0,0	-0,2
2004	102,1	1,2	8,8	3,4	0,2	0,7	-0,8	0,9
2004 1° trim.	102,0	1,3	6,4	3,2	1,7	0,2	-0,8	0,9
2° trim.	102,2	1,7	9,1	4,8	0,8	1,1	-0,5	1,2
3° trim.	102,2	1,2	10,7	4,0	-1,3	0,5	-0,8	0,8
4° trim.	102,2	0,7	9,0	1,7	-0,5	1,2	-0,9	0,5
2005 1° trim.	102,5	0,5	2,5	2,2	-2,2	1,8	-0,4	-0,4

5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni [3]	Importazioni [3]
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,3	2,4	2,6	1,8	0,8	0,6
2002	105,0	2,6	2,2	2,1	2,7	1,8	-0,6	-1,7
2003	107,3	2,2	1,9	1,9	2,4	1,3	-0,6	-1,4
2004	109,3	1,9	2,0	2,0	2,2	2,7	1,3	1,5
2004 2° trim.	109,3	2,2	2,4	2,2	3,1	2,7	1,3	1,4
3° trim.	109,6	1,8	2,1	2,2	1,0	3,1	2,1	3,1
4° trim.	110,0	1,6	2,1	1,9	1,9	3,2	2,4	3,7
2005 1° trim.	110,5	1,8	2,2	1,8	1,9	3,6	2,6	3,8
2° trim.	110,9	1,3	1,6	1,6	1,4	2,7	1,9	3,1

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 [1]		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte [2]	Totale	Esportazioni [1]	Importazioni [1]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2001	6.882,3	6.776,8	3.972,5	1.371,6	1.452,3	-19,6	105,5	2.561,3	2.455,8
2002	7.121,8	6.947,8	4.089,4	1.443,7	1.443,7	-29,1	174,1	2.595,7	2.421,6
2003	7.327,0	7.181,7	4.212,3	1.500,2	1.472,2	-2,9	145,4	2.596,8	2.451,5
2004	7.601,1	7.453,7	4.355,2	1.549,4	1.533,5	15,6	147,4	2.788,2	2.640,7
2004 2° trim.	1.898,0	1.855,4	1.084,0	388,5	381,6	1,4	42,6	694,3	651,7
3° trim.	1.909,0	1.874,0	1.091,8	388,9	386,9	6,5	35,0	709,6	674,6
4° trim.	1.918,3	1.892,0	1.104,1	389,7	390,8	7,4	26,3	714,7	688,4
2005 1° trim.	1.934,3	1.903,5	1.109,9	394,3	391,4	7,9	30,7	711,5	680,8
2° trim.	1.947,8	1.920,4	1.114,5	399,9	393,8	12,2	27,4	728,0	700,6
	in percentuale del PIL								
2004	100,0	98,1	57,3	20,4	20,2	0,2	1,9	-	-
	A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2004 2° trim.	0,5	0,4	0,1	0,3	0,1	-	-	2,5	2,6
3° trim.	0,3	0,7	0,2	0,4	0,5	-	-	1,3	2,5
4° trim.	0,2	0,5	0,8	-0,3	0,4	-	-	0,5	1,4
2005 1° trim.	0,4	0,1	0,2	0,5	-0,2	-	-	-0,7	-1,4
2° trim.	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,2	-	-	2,1	2,1
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2001	1,7	0,9	1,8	2,2	0,0	-	-	4,0	2,1
2002	0,9	0,2	0,9	2,6	-2,4	-	-	1,9	0,3
2003	0,7	1,4	1,0	1,5	0,8	-	-	0,7	2,7
2004	2,1	2,0	1,5	1,1	1,8	-	-	6,4	6,5
2004 2° trim.	2,1	1,4	1,3	1,4	1,3	-	-	7,9	6,2
3° trim.	1,8	2,3	1,0	1,1	1,4	-	-	6,4	7,9
4° trim.	1,5	1,9	1,9	0,6	1,1	-	-	6,1	7,4
2005 1° trim.	1,3	1,8	1,3	0,9	0,8	-	-	3,7	5,1
2° trim.	1,1	1,6	1,1	0,9	1,0	-	-	3,2	4,6
	contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali								
2001	1,7	0,9	1,0	0,4	0,0	-0,5	0,8	-	-
2002	0,9	0,2	0,5	0,5	-0,5	-0,3	0,6	-	-
2003	0,7	1,4	0,6	0,3	0,2	0,3	-0,7	-	-
2004	2,1	1,9	0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	-	-
2004 2° trim.	2,1	1,4	0,7	0,3	0,3	0,1	0,8	-	-
3° trim.	1,8	2,2	0,6	0,2	0,3	1,1	-0,4	-	-
4° trim.	1,5	1,9	1,1	0,1	0,2	0,5	-0,3	-	-
2005 1° trim.	1,3	1,7	0,7	0,2	0,2	0,6	-0,4	-	-
2° trim.	1,1	1,6	0,6	0,2	0,2	0,5	-0,4	-	-

Fonte: Eurostat.

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

2) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Consumi intermedi di SIFIM [1]	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)								
2001	6.381,7	160,4	1.384,9	360,5	1.346,3	1.726,2	1.403,4	215,7	716,2
2002	6.612,3	155,8	1.399,1	374,0	1.397,5	1.809,6	1.476,4	230,9	740,4
2003	6.805,5	155,2	1.414,9	391,6	1.430,4	1.878,1	1.535,4	238,6	760,2
2004	7.052,4	157,1	1.458,7	414,3	1.476,9	1.948,6	1.596,8	242,5	791,3
2004 2° trim.	1.763,7	39,4	365,6	103,2	369,2	485,5	400,7	61,2	195,4
3° trim.	1.770,5	39,0	367,3	103,8	371,0	490,6	398,9	60,0	198,5
4° trim.	1.778,2	39,6	366,5	105,8	371,9	493,0	401,4	61,3	201,4
2005 1° trim.	1.795,4	38,9	371,7	106,2	375,3	497,8	405,4	62,1	201,0
2° trim.	1.809,8	39,1	374,5	108,8	373,9	503,3	410,1	63,1	201,1
	in percentuale del valore aggiunto								
2004	100,0	2,2	20,7	5,9	20,9	27,6	22,6	-	-
	A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)								
	variazioni percentuali sul trimestre precedente								
2004 2° trim.	0,7	1,0	0,9	0,1	0,8	0,7	0,3	1,8	-1,1
3° trim.	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,3	0,1	-0,3	0,8
4° trim.	0,2	1,2	-0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,8	0,5
2005 1° trim.	0,4	-1,6	0,5	-1,1	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,5
2° trim.	0,4	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,4	0,4	0,3	-0,8
	variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2001	1,9	-1,8	1,3	0,7	2,7	2,6	1,9	5,4	0,7
2002	1,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,2	1,4	2,0	2,5	0,2
2003	0,6	-3,9	0,2	0,5	0,3	1,4	1,0	1,5	1,5
2004	2,2	8,0	2,5	1,7	2,1	2,1	1,6	4,4	1,7
2004 2° trim.	2,3	7,8	3,0	1,2	2,0	2,0	2,0	5,6	1,7
3° trim.	1,9	9,6	2,2	0,5	1,4	1,7	1,6	4,3	2,6
4° trim.	1,6	8,0	0,8	0,7	2,3	1,6	1,4	4,5	1,8
2005 1° trim.	1,5	0,8	1,1	-0,9	2,9	1,8	0,6	2,1	-0,2
2° trim.	1,2	0,2	0,8	0,6	2,0	1,6	0,6	0,6	0,1
	contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali								
2001	1,9	0,0	0,3	0,0	0,6	0,7	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	-	-
2003	0,6	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5	0,5	0,3	-	-
2004 2° trim.	2,3	0,2	0,7	0,1	0,4	0,5	0,4	-	-
3° trim.	1,9	0,2	0,5	0,0	0,3	0,4	0,4	-	-
4° trim.	1,6	0,2	0,2	0,0	0,5	0,4	0,3	-	-
2005 1° trim.	1,5	0,0	0,2	0,0	0,6	0,5	0,1	-	-
2° trim.	1,2	0,0	0,2	0,0	0,4	0,4	0,1	-	-

Fonte: Eurostat.

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

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

	Totale	Industria escluse le costruzioni										Costruzioni
		Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale		Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	
				Industria manifattu-riera	Totale	Beni intermedi	Beni d'inve-stimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
in perc. del totale [1]	100,0	82,9	82,9	75,0	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,8
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	-0,1	0,7	2,5	0,1
2004 3° trim.	2,9	102,6	2,8	3,0	2,8	2,9	5,0	0,4	-0,6	0,5	2,6	-0,2
4° trim.	1,2	102,3	1,1	0,8	0,5	1,1	1,7	-0,2	-3,6	0,4	2,7	-0,3
2005 1° trim.	-0,1	102,4	0,8	0,6	0,4	1,0	2,0	-0,4	-3,5	0,1	1,4	-3,6
2° trim.	.	102,7	0,5	0,6	0,1	-0,4	1,8	0,5	-1,8	1,0	1,2	.
2005 gen.	2,9	102,8	2,0	2,6	2,5	3,3	2,8	1,3	-2,7	2,0	0,0	1,4
feb.	-0,8	102,2	0,5	0,1	-0,1	0,2	1,4	-0,6	-3,7	-0,1	2,2	-4,5
mar.	-2,0	102,1	0,1	-0,8	-1,0	-0,5	1,9	-1,8	-3,9	-1,4	2,0	-7,2
apr.	.	102,9	1,2	2,1	1,8	0,4	3,0	0,9	-0,5	1,1	0,2	.
mag.	.	102,5	0,0	-0,4	-0,9	-0,6	0,4	0,7	-4,1	1,5	1,1	.
giu.	.	102,8	0,4	0,2	-0,4	-0,9	2,0	0,1	-0,7	0,3	2,4	.
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2005 gen.	0,3	-	0,3	0,6	0,8	0,9	1,2	0,1	0,7	0,0	-2,5	0,8
feb.	-1,5	-	-0,6	-1,1	-1,1	-1,5	-0,5	-0,9	-0,1	-1,0	3,8	-3,6
mar.	-0,9	-	-0,1	-0,4	-0,4	-0,9	1,3	-0,4	-0,4	-0,4	1,0	-3,3
apr.	.	-	0,8	1,9	1,8	1,1	0,0	1,5	2,2	1,4	-5,1	.
mag.	.	-	-0,4	-1,1	-1,3	-0,6	-0,2	-0,3	-2,0	0,0	2,2	.
giu.	.	-	0,3	0,4	0,3	-0,1	1,0	-0,3	1,2	-0,5	1,5	.

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

	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera [2] (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti							
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari			Migliaia [2] (dest.)	Totale
										Tessili, vestiario, calzature	Elettro-domestici		
in perc. del totale [1]	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,2	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,1	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,0	8,2	105,9	4,9	1,6	102,8	0,8	0,7	0,8	0,3	2,3	922	1,1
2004 3° trim.	104,6	7,2	106,5	5,6	1,4	102,8	0,7	0,3	0,9	1,2	2,1	904	-3,4
4° trim.	110,7	9,9	107,2	5,1	1,6	103,1	0,9	1,0	0,7	0,7	1,8	941	3,6
2005 1° trim.	105,9	3,1	106,7	2,5	1,9	103,9	1,0	1,0	1,1	0,6	0,4	921	0,4
2° trim.	108,3	1,1	.	.	1,7	103,7	0,8	0,2	0,9	.	0,9	938	1,0
2005 gen.	107,9	6,9	106,2	5,4	1,2	104,1	0,7	0,0	0,8	-1,1	0,6	922	1,5
feb.	105,1	3,3	106,8	3,3	2,0	103,7	1,0	1,4	0,8	-0,9	0,4	910	-2,3
mar.	104,7	-0,3	107,1	-0,4	2,4	103,8	1,4	1,5	1,6	3,9	0,3	931	1,7
apr.	107,2	1,8	111,0	4,3	0,3	102,7	-0,9	-2,2	-0,1	0,8	-0,2	939	1,0
mag.	107,1	-3,6	107,8	5,0	3,0	104,0	2,0	1,7	2,1	1,9	2,1	894	-4,2
giu.	110,5	5,0	.	.	1,9	104,4	1,1	1,3	0,8	.	0,8	981	6,1
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2005 gen.	-	-9,6	-	-2,2	0,7	-	1,0	0,7	0,8	1,2	0,3	-	-0,3
feb.	-	-2,6	-	0,5	-0,1	-	-0,4	-0,2	-0,3	-1,2	-0,4	-	-1,4
mar.	-	-0,3	-	0,3	-0,1	-	0,1	-0,1	0,4	1,8	0,3	-	2,3
apr.	-	2,4	-	3,7	-0,1	-	-1,0	-2,0	-0,5	0,5	0,1	-	0,9
mag.	-	-0,1	-	-2,9	0,9	-	1,2	2,2	0,6	-1,7	0,7	-	-4,8
giu.	-	3,1	-	.	0,4	-	0,4	0,2	0,4	.	0,2	-	9,7

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 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 [1], salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

	Indice del clima economico [2] (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera					Clima di fiducia delle famiglie [3]				
		Clima di fiducia				Capacità utilizzata [4] (in perc.)	Totale [5]	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale [5]	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 2° trim.	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
3° trim.	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	10	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2005 1° trim.	99,0	-6	-15	11	6	81,6	-13	-3	-13	29	-8
2° trim.	96,3	-10	-20	13	4	81,2	-14	-3	-16	31	-7
2005 feb.	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
mar.	97,5	-8	-17	12	6	-	-14	-3	-13	31	-9
apr.	96,5	-9	-19	13	4	81,2	-13	-3	-14	29	-8
mag.	96,1	-11	-21	14	3	-	-15	-4	-17	31	-7
giu.	96,3	-10	-20	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
lug.	97,3	-8	-18	11	4	81,2	-15	-4	-19	30	-9

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale [5]	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale [5]	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale [5]	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2004 2° trim.	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
3° trim.	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
4° trim.	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 1° trim.	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2° trim.	-14	-20	-7	-8	-13	13	1	9	1	8	17
2005 feb.	-14	-18	-10	-8	-14	13	2	10	6	5	18
mar.	-13	-17	-9	-10	-15	13	-1	9	1	7	19
apr.	-14	-21	-7	-8	-12	14	1	8	1	6	18
mag.	-13	-19	-8	-8	-13	11	1	10	1	11	16
giu.	-14	-21	-8	-9	-16	14	2	9	1	8	17
lug.	-13	-20	-7	-10	-13	15	-3	11	5	11	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 [1]

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale [2]	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,2	7,3	25,0	15,1	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,496	1,5	1,7	0,2	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,457	0,7	0,8	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,811	0,3	0,3	0,3	-1,9	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,576	0,6	0,4	1,3	-0,9	-1,6	1,0	0,9	2,5	0,8
2004 1° trim.	135,985	0,3	0,2	0,7	-1,4	-2,2	-0,1	0,8	2,5	0,8
2° trim.	136,303	0,5	0,4	1,2	-1,1	-1,7	0,6	0,9	2,7	0,7
3° trim.	136,614	0,6	0,4	1,7	-0,4	-1,8	2,0	0,8	2,3	0,8
4° trim.	136,868	0,8	0,7	1,4	-0,7	-0,8	1,6	1,1	2,5	0,9
2005 1° trim.	136,989	0,8	0,8	1,2	-1,2	-1,1	2,1	1,0	2,4	1,1
	variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)									
2004 1° trim.	0,224	0,2	0,3	-0,5	-0,3	-0,6	0,0	0,1	1,1	0,3
2° trim.	0,318	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
3° trim.	0,311	0,2	0,0	1,3	0,0	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
4° trim.	0,254	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,2	-0,5	0,2	0,5	0,3
2005 1° trim.	0,121	0,1	0,2	-0,8	-1,0	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,5

2. Disoccupazione

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età [3]				Per genere [4]			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale [2]	100,0		75,6		24,4		47,9		52,1	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,018	7,9	8,092	6,6	2,925	16,1	5,037	6,3	5,981	9,9
2002	11,737	8,3	8,721	7,0	3,017	16,8	5,509	6,9	6,228	10,1
2003	12,515	8,7	9,397	7,5	3,117	17,6	5,963	7,4	6,552	10,5
2004	12,867	8,9	9,731	7,6	3,136	17,9	6,166	7,6	6,701	10,5
2004 2° trim.	12,887	8,9	9,710	7,6	3,177	18,1	6,152	7,6	6,735	10,6
3° trim.	12,901	8,9	9,756	7,6	3,145	18,0	6,155	7,5	6,746	10,6
4° trim.	12,861	8,8	9,762	7,6	3,100	17,9	6,261	7,7	6,600	10,4
2005 1° trim.	12,864	8,8	9,601	7,5	3,263	18,6	6,209	7,6	6,654	10,4
2° trim.	12,769	8,8	9,638	7,5	3,130	18,0	6,183	7,5	6,586	10,3
2005 gen.	12,836	8,8	9,571	7,5	3,265	18,6	6,233	7,6	6,603	10,3
feb.	12,869	8,8	9,639	7,5	3,230	18,4	6,154	7,5	6,715	10,5
mar.	12,886	8,8	9,593	7,5	3,293	18,8	6,240	7,6	6,645	10,4
apr.	12,896	8,8	9,678	7,5	3,217	18,4	6,239	7,6	6,656	10,4
mag.	12,725	8,7	9,671	7,5	3,054	17,6	6,176	7,5	6,549	10,2
giu.	12,685	8,7	9,565	7,5	3,120	17,9	6,133	7,5	6,553	10,3

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 2004.

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.

6 FINANZA PUBBLICA

6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo [1]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

	Totale	Entrate correnti									Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2]
			Imposte dirette			Imposte indirette		Contributi sociali			Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
				Famiglie	Imprese		Riscosse da istituzioni dell'UE		Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	47,3	46,9	11,8	9,1	2,3	13,3	0,8	17,4	8,6	5,5	2,4	0,4	0,3	42,8
1997	47,6	47,1	12,0	9,1	2,6	13,5	0,7	17,4	8,6	5,5	2,4	0,5	0,4	43,2
1998	47,1	46,8	12,3	9,6	2,3	14,1	0,7	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
1999	47,6	47,3	12,7	9,8	2,6	14,3	0,6	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2000	47,2	46,9	12,9	9,9	2,7	14,1	0,6	16,0	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2001	46,4	46,2	12,5	9,7	2,5	13,7	0,6	15,9	8,3	4,7	2,2	0,3	0,3	42,4
2002	45,8	45,5	12,0	9,5	2,2	13,7	0,4	15,8	8,3	4,7	2,2	0,3	0,3	41,9
2003	45,9	45,2	11,7	9,3	2,1	13,7	0,4	16,0	8,4	4,7	2,3	0,7	0,6	41,9
2004	45,4	44,9	11,6	9,0	2,3	13,8	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,5	0,4	41,6

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti								Spese in conto capitale				Per memoria: spese primarie [3]
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	51,6	47,8	11,1	4,8	5,7	26,1	23,0	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,9
1997	50,2	46,6	11,0	4,8	5,1	25,8	22,9	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,1
1998	49,3	45,6	10,7	4,7	4,7	25,5	22,5	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,6
1999	48,9	45,0	10,6	4,8	4,1	25,4	22,4	2,0	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2000	48,1	44,3	10,5	4,8	4,0	25,0	22,0	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,1	44,1
2001	48,2	44,2	10,4	4,8	3,9	25,1	22,1	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,3
2002	48,3	44,4	10,6	4,9	3,6	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
2003	48,8	44,8	10,6	4,9	3,4	25,8	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,3
2004	48,2	44,2	10,5	4,9	3,3	25,5	22,8	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,9

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo (+) primario	Consumi pubblici [4]							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,4	20,4	11,1	4,8	5,0	1,9	2,4	8,6	11,8
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,2	11,0	4,8	5,0	1,8	2,4	8,5	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,8	19,9	10,6	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-0,9	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,0	19,8	10,5	4,8	5,0	1,8	2,3	8,2	11,6
2001	-1,8	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,1	20,0	10,4	4,8	5,1	1,8	2,2	8,2	11,7
2002	-2,5	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,1	20,3	10,6	4,9	5,2	1,8	2,2	8,3	12,0
2003	-2,8	-2,3	-0,4	-0,1	0,0	0,6	20,6	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,4	12,2
2004	-2,7	-2,4	-0,4	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	4,9	5,3	1,8	2,2	8,3	12,2

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) [5]

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,2	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-0,4	-2,7	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-3,2	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,7	-6,1	-0,3	-3,6	1,3	-3,2	-1,1	-2,5	-1,3	-2,9	2,1

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

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95; i dati non comprendono i proventi della vendita delle licenze UMTS (Universal Mobile Telecommunications Systems) nel 2000 (il saldo di bilancio per l'area dell'euro che include tali proventi è pari allo 0,1 per cento del PIL). Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

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

5) I saldi sono calcolati utilizzando il PIL escludendo i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM). Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito [1]
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [2]				Altri creditori [3]
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1995	74,5	2,8	17,7	8,0	46,0	58,9	30,9	10,8	17,2	15,5
1996	75,8	2,8	17,2	8,0	47,8	59,4	30,6	12,6	16,2	16,4
1997	74,9	2,8	16,2	6,6	49,4	57,1	28,9	14,1	14,1	17,9
1998	73,4	2,7	15,0	5,7	49,9	53,5	26,9	15,0	11,5	19,9
1999	72,5	2,9	14,2	4,3	51,2	49,5	26,4	11,4	11,7	23,1
2000	70,0	2,7	13,1	3,7	50,5	44,8	23,3	10,3	11,2	25,2
2001	68,9	2,7	12,4	3,9	49,9	42,8	21,9	9,7	11,2	26,2
2002	68,8	2,7	11,8	4,6	49,8	40,2	20,4	8,6	11,2	28,6
2003	70,1	2,0	12,4	4,9	50,9	39,7	20,9	9,3	9,6	30,4
2004	70,6	2,1	11,9	4,8	51,7	39,2	20,1	9,6	9,5	31,4

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

	Totale	Emesso da [4]				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri [5]	Altre valute
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0
2000	70,0	58,8	6,0	5,0	0,3	8,1	61,9	3,4	15,0	28,5	26,5	68,3	1,8
2001	68,9	57,6	6,2	4,8	0,3	8,6	60,3	2,1	15,6	26,6	26,7	67,4	1,5
2002	68,8	57,3	6,4	4,8	0,3	8,9	60,0	1,9	16,5	25,4	27,0	67,5	1,3
2003	70,1	57,7	6,7	5,2	0,6	8,9	61,2	1,8	15,3	26,5	28,3	69,1	1,0
2004	70,6	58,1	6,8	5,2	0,4	9,8	60,8	0,8	15,5	27,1	28,0	69,6	1,0

3. Paesi dell'area dell'euro [6]

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,1	114,8	56,3	56,8	35,8	110,9	7,2	52,9	67,0	55,9	43,8
2002	105,4	60,6	112,2	53,2	58,8	32,6	108,3	7,5	52,6	66,8	58,5	42,5
2003	100,0	64,0	109,3	49,4	63,2	32,0	106,8	7,1	54,3	65,2	60,1	45,3
2004	95,6	66,1	110,5	46,9	65,0	29,9	106,6	7,5	55,7	64,4	61,9	45,3

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

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

6.3 Variazione del debito [1]

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			
		Fabbisogno [2]	Effetti di rivalutazione [3]	Altre variazioni in volume [4]	Effetto di aggregazione [5]	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali [6]	IFM	Altre imprese finanziarie	Altri creditori [7]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	3,9	4,4	-0,2	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	0,7	2,1	1,4
1997	2,0	2,4	0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,4	-0,1	-0,6	1,9	2,1
1998	1,7	2,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,1	-0,7	1,6	2,8
1999	1,9	1,5	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-1,2	3,2	-2,0	0,5	-3,1	3,9
2000	1,1	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,7	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,1	-0,8	-0,7	3,3
2003	3,0	3,2	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,5	1,0	0,9	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	2,8	0,9	0,0	0,7	2,2

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo – debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-)/ avanzo (+) [8]	Raccordo disavanzo – debito [9]											
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	Altro [10]
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli [11]	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2
1997	2,0	-2,6	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,0
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,7	-0,8	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3
2000	1,1	0,1	1,2	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,7	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,4
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
2003	3,0	-2,8	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2
2004	3,1	-2,7	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-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) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
11) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali [1]
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti						Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale [2]
			Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale		Imposte in conto capitale	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1999 1° trim.	44,3	43,7	10,8	13,4	16,0	2,0	0,7	0,6	0,2	40,4
2° trim.	48,3	47,7	13,5	13,6	16,2	2,1	1,4	0,6	0,3	43,6
3° trim.	45,3	44,8	11,9	13,1	16,1	2,0	0,8	0,5	0,3	41,4
4° trim.	51,5	50,7	14,4	14,7	16,9	2,9	0,9	0,7	0,3	46,3
2000 1° trim.	44,1	43,5	11,2	13,3	15,6	1,9	0,7	0,6	0,3	40,3
2° trim.	48,2	47,6	14,0	13,5	15,9	2,1	1,2	0,6	0,3	43,8
3° trim.	45,0	44,5	12,1	12,8	15,9	2,0	0,8	0,5	0,3	41,1
4° trim.	50,7	50,1	14,1	14,3	16,8	3,0	0,9	0,6	0,3	45,6
2001 1° trim.	43,0	42,5	10,6	12,9	15,5	1,8	0,9	0,5	0,2	39,3
2° trim.	47,7	47,2	13,7	13,2	15,8	2,0	1,7	0,5	0,2	42,9
3° trim.	44,5	44,0	11,9	12,6	15,8	1,9	0,9	0,5	0,3	40,6
4° trim.	50,0	49,5	13,8	14,1	16,6	3,0	1,1	0,6	0,3	44,7
2002 1° trim.	42,8	42,2	10,3	13,0	15,7	1,7	0,8	0,5	0,2	39,3
2° trim.	46,5	45,9	12,8	12,9	15,7	2,0	1,6	0,6	0,3	41,8
3° trim.	44,5	43,9	11,4	13,0	15,7	2,0	0,8	0,5	0,3	40,5
4° trim.	50,0	49,4	13,7	14,4	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,8
2003 1° trim.	42,7	42,1	10,0	13,1	15,8	1,7	0,7	0,5	0,2	39,1
2° trim.	47,0	45,4	12,3	12,9	16,0	2,0	1,3	1,6	1,3	42,5
3° trim.	43,7	43,2	11,0	12,9	15,8	1,9	0,7	0,6	0,3	40,0
4° trim.	50,2	49,1	13,3	14,5	16,5	2,9	0,8	1,1	0,3	44,6
2004 1° trim.	42,2	41,6	9,7	13,1	15,6	1,6	0,6	0,6	0,3	38,8
2° trim.	45,7	44,7	12,3	13,2	15,6	2,0	0,9	0,9	0,7	41,7
3° trim.	43,5	42,9	10,9	12,9	15,7	1,9	0,7	0,6	0,3	39,8
4° trim.	50,4	49,4	13,3	14,7	16,6	2,9	0,8	1,0	0,4	45,0
2005 1° trim.	42,8	42,2	10,2	13,3	15,6	1,5	0,6	0,6	0,3	39,3

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	4,4	4,5	25,1	21,7	1,3	3,3	2,0	1,4	-3,6	1,0
2° trim.	47,8	44,2	10,6	4,6	4,2	24,8	21,5	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,6
3° trim.	47,8	44,1	10,4	4,6	4,0	25,2	21,5	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
4° trim.	51,1	46,4	11,1	5,3	3,7	26,2	22,5	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,1
2000 1° trim.	46,6	43,2	10,3	4,5	4,1	24,3	21,1	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,5	1,6
2° trim.	47,0	43,5	10,4	4,6	3,9	24,5	21,1	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,1
3° trim.	43,8	43,4	10,2	4,6	4,0	24,6	21,2	1,5	0,4	2,5	1,2	1,2	5,2
4° trim.	50,4	46,4	11,1	5,3	3,8	26,2	22,2	1,7	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 1° trim.	46,2	42,7	10,2	4,1	4,1	24,3	21,1	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,1	0,9
2° trim.	47,2	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,1	1,4	3,6	2,4	1,2	0,5	4,4
3° trim.	47,2	43,4	10,2	4,6	3,9	24,6	21,3	1,5	3,9	2,5	1,3	-2,8	1,2
4° trim.	51,9	46,8	11,1	5,6	3,7	26,3	22,4	1,6	5,1	3,2	1,9	-1,9	1,8
2002 1° trim.	46,7	43,2	10,4	4,2	3,8	24,8	21,5	1,2	3,5	2,0	1,6	-3,9	-0,2
2° trim.	47,6	44,0	10,5	4,9	3,7	24,9	21,5	1,4	3,5	2,4	1,2	-1,1	2,5
3° trim.	47,8	44,0	10,2	4,7	3,6	25,4	21,7	1,5	3,8	2,5	1,3	-3,3	0,3
4° trim.	51,7	47,1	11,2	5,7	3,4	26,8	23,0	1,6	4,6	2,8	1,7	-1,7	1,7
2003 1° trim.	47,2	43,6	10,4	4,3	3,6	25,2	21,8	1,2	3,6	2,0	1,6	-4,5	-0,9
2° trim.	48,3	44,7	10,6	4,8	3,5	25,8	22,1	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,2
3° trim.	47,9	44,1	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,1	-0,8
4° trim.	52,0	47,1	11,2	5,7	3,2	27,0	23,1	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,4
2004 1° trim.	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,3
2° trim.	47,3	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,6
3° trim.	47,0	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	21,9	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
4° trim.	51,8	46,6	11,1	5,7	3,1	26,7	23,0	1,4	5,2	3,1	1,9	-1,4	1,7
2005 1° trim.	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,7	1,0	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,8

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.

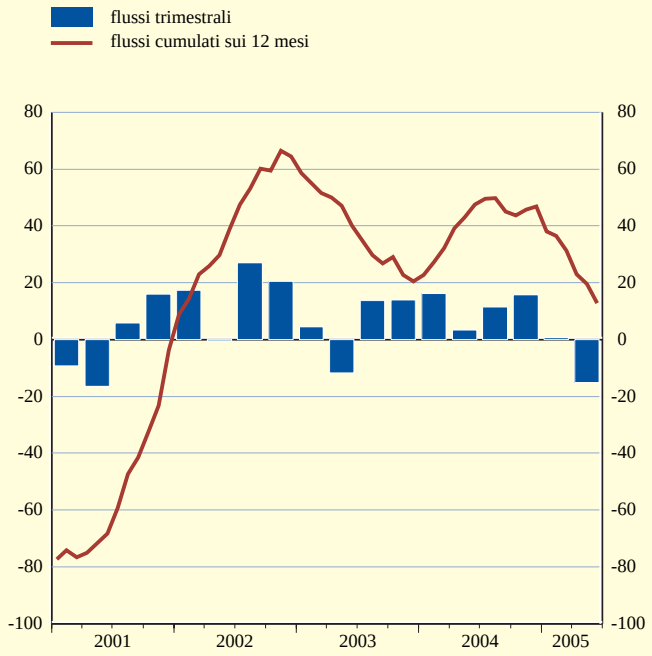
7 TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

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

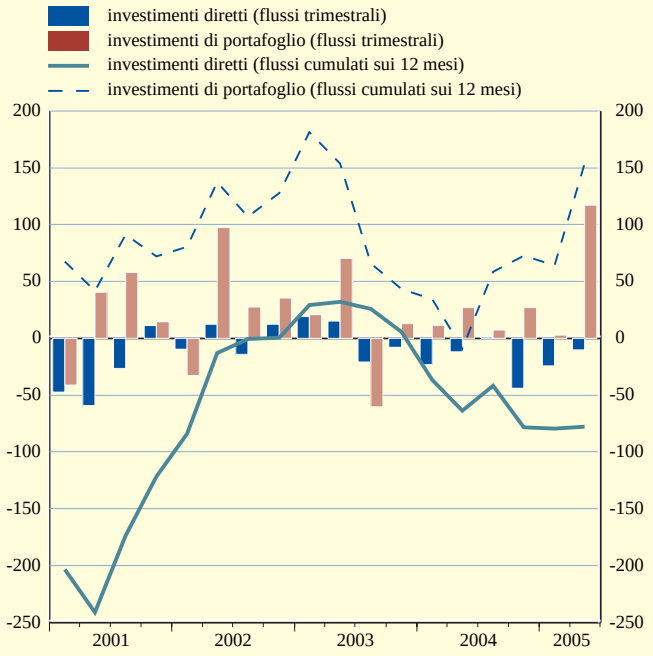
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	Conto corrente					Conto capitale	Posizione creditoria/ debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6)	Conto finanziario						Errori e omissioni
	Totale	Beni	Servizi	Redditi	Trasferimenti correnti			Totale	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	Strumenti finanziari derivati	Altri investimenti	Riserve ufficiali	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	46,8	102,7	27,7	-28,0	-55,7	17,4	64,2	-5,5	-78,1	72,8	-1,7	-10,8	12,3	-58,7
2004 2° trim.	3,4	31,4	10,4	-21,7	-16,7	4,0	7,4	11,3	-12,1	27,0	-1,2	0,4	-2,8	-18,6
3° trim.	11,4	23,5	8,8	-3,0	-18,0	4,1	15,5	3,1	1,1	7,2	-1,0	-7,7	3,5	-18,6
4° trim.	15,8	20,1	6,7	3,1	-14,0	5,9	21,7	-25,4	-44,1	27,3	-4,8	-6,1	2,4	3,7
2005 1° trim.	0,8	14,5	2,8	-4,4	-12,2	1,2	2,0	34,4	-24,1	2,6	-7,4	58,5	4,8	-36,4
2° trim.	-15,1	19,4	7,5	-26,2	-15,8	3,9	-11,2	36,9	-10,5	116,8	4,9	-77,1	2,7	-25,6
2004 giu.	4,7	11,5	3,9	-4,2	-6,6	0,9	5,5	11,1	-10,1	31,6	1,8	-11,3	-0,8	-16,7
lug.	8,3	13,5	3,7	-2,5	-6,4	1,3	9,6	-17,6	-7,2	-40,6	0,6	29,4	0,2	8,0
ago.	3,3	5,2	2,6	0,8	-5,3	1,6	4,9	6,3	5,1	2,5	-4,2	-0,9	3,8	-11,2
set.	-0,1	4,9	2,5	-1,2	-6,3	1,1	1,0	14,4	3,3	45,3	2,5	-36,2	-0,5	-15,4
ott.	3,4	8,4	4,1	-3,5	-5,6	0,6	4,1	-30,4	-13,4	-1,5	-4,0	-12,4	0,9	26,3
nov.	4,7	4,5	1,2	3,5	-4,4	1,0	5,7	28,4	-5,8	-10,1	1,5	42,8	-0,1	-34,1
dic.	7,6	7,2	1,4	3,1	-4,0	4,3	12,0	-23,4	-24,9	38,8	-2,2	-36,6	1,5	11,4
2005 gen.	-6,6	0,8	0,3	-4,0	-3,6	-0,7	-7,3	24,4	-9,3	-15,7	-3,5	54,5	-1,6	-17,2
feb.	4,4	5,9	1,1	0,0	-2,7	1,1	5,5	28,6	0,2	20,9	1,2	1,4	4,9	-34,1
mar.	2,9	7,9	1,3	-0,4	-5,9	0,9	3,8	-18,6	-15,1	-2,5	-5,1	2,7	1,5	14,8
apr.	-10,1	4,2	2,3	-12,5	-4,2	0,3	-9,8	-17,8	-4,8	-11,0	-0,6	-0,6	-0,8	27,6
mag.	-3,0	6,9	2,8	-7,4	-5,3	1,7	-1,3	36,3	3,3	22,7	0,4	7,3	2,6	-34,9
giu.	-2,1	8,2	2,3	-6,3	-6,3	1,9	-0,2	18,4	-8,9	105,1	5,1	-83,8	0,9	-18,3
	flussi cumulati sui 12 mesi													
2005 giu.	12,8	77,5	25,7	-30,5	-60,0	15,1	27,9	49,0	-77,6	153,9	-8,4	-32,4	13,4	-77,0

F26 Saldi di conto corrente
(miliardi di euro)



F27 Investimenti diretti e di portafoglio
(miliardi di euro)



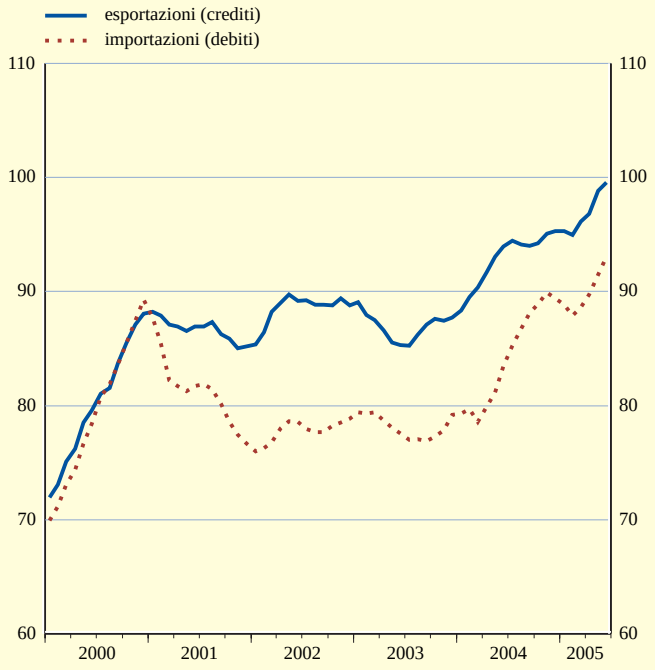
Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

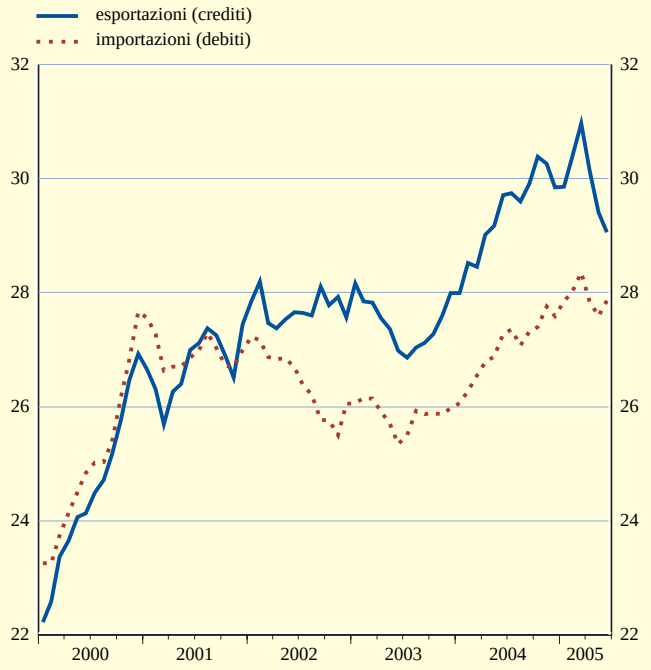
2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente											Conto capitale	
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti			
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11	Crediti 12	Debiti 13
2002	1.726,9	1.662,4	64,5	1.062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1.675,4	1.655,0	20,4	1.039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1.819,0	1.772,3	46,8	1.129,6	1.026,9	355,5	327,8	254,0	281,9	80,0	135,7	23,5	6,1
2004 2° trim.	455,9	452,5	3,4	285,0	253,6	89,8	79,4	66,0	87,7	15,0	31,7	5,3	1,3
3° trim.	451,7	440,3	11,4	279,6	256,1	96,4	87,5	60,3	63,3	15,4	33,4	5,6	1,6
4° trim.	480,4	464,7	15,8	298,8	278,8	92,1	85,5	71,4	68,4	18,0	32,0	7,6	1,6
2005 1° trim.	457,0	456,3	0,8	278,3	263,8	83,0	80,2	63,4	67,8	32,4	44,5	4,7	3,5
2° trim.	489,7	504,8	-15,1	306,8	287,4	89,4	81,9	77,1	103,3	16,5	32,2	5,4	1,5
2005 apr.	160,1	170,2	-10,1	99,2	95,0	28,4	26,1	26,9	39,4	5,5	9,7	0,9	0,6
mag.	159,5	162,4	-3,0	100,9	94,0	28,9	26,1	24,2	31,6	5,5	10,8	2,1	0,4
giu.	170,1	172,2	-2,1	106,7	98,4	32,0	29,7	26,0	32,3	5,4	11,8	2,4	0,4
	Dati destagionalizzati												
2004 2° trim.	452,4	435,7	16,7	281,9	250,3	89,1	81,8	61,4	71,2	20,0	32,4	.	.
3° trim.	454,6	450,7	3,9	282,0	264,4	89,7	82,0	63,3	69,5	19,6	34,9	.	.
4° trim.	464,1	455,6	8,5	285,9	268,2	89,5	82,8	68,9	71,1	19,8	33,6	.	.
2005 1° trim.	469,3	466,3	3,0	288,4	265,8	92,9	85,0	67,2	75,8	20,7	39,7	.	.
2° trim.	479,6	479,5	0,1	298,7	279,2	87,2	83,6	72,0	83,3	21,8	33,5	.	.
2004 ott.	155,1	151,5	3,7	95,6	89,9	30,8	27,4	22,2	23,5	6,6	10,6	.	.
nov.	156,0	154,1	1,9	95,9	91,1	29,4	27,6	24,2	24,4	6,5	11,0	.	.
dic.	153,0	150,1	2,9	94,5	87,2	29,3	27,7	22,6	23,1	6,7	12,0	.	.
2005 gen.	156,2	157,0	-0,8	95,5	88,3	30,9	28,2	22,9	25,9	6,9	14,7	.	.
feb.	152,7	151,2	1,5	94,9	88,3	31,0	28,1	20,0	23,6	6,7	11,2	.	.
mar.	160,4	158,1	2,3	98,0	89,3	31,1	28,7	24,2	26,3	7,1	13,8	.	.
apr.	159,2	158,5	0,8	97,6	91,7	28,4	26,7	25,7	29,6	7,6	10,5	.	.
mag.	161,1	159,2	1,9	101,0	93,5	28,8	27,4	24,0	26,7	7,3	11,6	.	.
giu.	159,3	161,8	-2,5	100,1	93,9	30,0	29,5	22,2	27,0	6,9	11,4	.	.

F28 Conto dei beni
(miliardi di euro; dati destagionalizzati; media mobile di tre mesi)



F29 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 dei redditi

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
					Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi			
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	238,9	275,6	66,7	56,8	11,8	11,2	23,9	56,6	73,9	79,3	62,7	71,7
2004 1° trim.	3,7	1,3	52,5	61,2	11,7	13,3	3,2	2,5	4,6	9,3	17,8	18,7	15,1	17,3
2° trim.	3,7	1,6	62,4	86,1	18,2	17,0	3,0	2,7	8,1	26,0	17,6	22,8	15,4	17,6
3° trim.	3,8	1,8	56,6	61,5	14,0	13,8	2,4	2,6	5,7	11,1	19,0	16,5	15,4	17,6
4° trim.	4,0	1,6	67,5	66,8	22,7	12,7	3,1	3,4	5,4	10,2	19,4	21,3	16,8	19,2
2005 1° trim.	3,7	1,5	59,8	66,3	13,8	12,9	2,8	2,8	6,1	11,2	19,2	19,0	18,0	20,4

4. 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
2002	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-155,4	-163,8	-18,0	-145,8	8,4	0,1	8,3	77,3	75,3	3,2	72,1	2,1	0,8	1,3
2004 2° trim.	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
3° trim.	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
4° trim.	-82,7	-89,0	-8,4	-80,5	6,3	0,1	6,2	38,5	33,5	1,8	31,7	5,1	-0,1	5,1
2005 1° trim.	-36,4	-20,1	-2,8	-17,3	-16,3	0,1	-16,4	12,3	12,0	0,5	11,5	0,3	0,3	0,0
2° trim.	-28,5	-22,5	-2,6	-19,9	-5,9	0,0	-6,0	18,0	4,9	0,7	4,2	13,1	0,2	12,9
2004 giu.	-9,7	-11,6	-3,2	-8,5	2,0	0,0	2,0	-0,5	-1,1	0,0	-1,2	0,7	0,4	0,3
lug.	-18,7	-16,4	0,1	-16,4	-2,3	0,0	-2,3	11,4	11,4	0,2	11,2	0,0	-0,1	0,1
ago.	9,1	-7,3	0,2	-7,5	16,4	0,0	16,4	-4,0	-1,9	0,3	-2,3	-2,1	0,0	-2,0
set.	-6,8	-3,9	-1,3	-2,5	-3,0	0,0	-3,0	10,2	8,3	0,9	7,3	1,9	0,5	1,4
ott.	-31,9	-25,0	0,0	-25,0	-6,9	0,0	-6,9	18,4	10,8	0,5	10,3	7,6	0,0	7,6
nov.	-25,4	-24,4	-13,2	-11,2	-1,0	0,1	-1,1	19,6	11,6	0,6	11,0	8,0	0,0	8,0
dic.	-25,4	-39,5	4,8	-44,3	14,1	0,0	14,1	0,5	11,0	0,7	10,3	-10,5	0,0	-10,5
2005 gen.	-11,8	-7,6	-0,5	-7,1	-4,2	0,0	-4,2	2,5	4,6	0,1	4,5	-2,1	0,1	-2,1
feb.	-2,9	-0,6	-1,5	0,9	-2,3	0,0	-2,3	3,1	3,0	0,4	2,6	0,1	0,1	0,1
mar.	-21,8	-11,9	-0,8	-11,1	-9,9	0,1	-10,0	6,7	4,4	0,0	4,4	2,2	0,2	2,1
apr.	-12,3	2,1	-1,3	3,4	-14,4	0,0	-14,4	7,4	8,5	0,3	8,2	-1,1	0,1	-1,2
mag.	5,0	-5,7	-0,6	-5,1	10,8	0,0	10,8	-1,8	-1,8	0,2	-2,0	0,0	0,0	0,0
giu.	-21,2	-18,9	-0,7	-18,2	-2,3	0,0	-2,3	12,4	-1,8	0,2	-2,0	14,1	0,0	14,1

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni					Titoli di debito									
						Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Attività				Passività	Attività				Passività	Attività				Passività
	Eurosistema	IFM (escluso l'eurosistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche		Eurosistema	IFM (escluso l'eurosistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche		Eurosistema	IFM (escluso l'eurosistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,9	-52,3	-2,4	123,1	1,2	-80,8	-72,3	-1,3	211,4	-0,1	-42,9	-14,6	0,2	21,8
2004 2° trim.	0,0	-12,4	-3,8	-0,7	-4,1	0,3	-10,7	-17,6	-0,1	85,4	0,1	-5,0	-3,5	-2,4	-1,7
3° trim.	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
4° trim.	0,0	-0,9	-19,9	-0,2	68,1	0,6	-20,7	-22,2	-0,5	32,0	-0,1	-12,6	4,8	4,3	-1,8
2005 1° trim.	0,0	-27,6	-20,8	-0,9	36,0	-0,1	-35,6	-39,2	-0,3	45,6	0,3	5,7	-6,2	-3,6	44,6
2° trim.	-0,1	22,4	-14,4	.	36,6	-0,7	-32,6	-42,9	.	163,6	-0,4	-11,6	-2,6	.	-0,7
2004 giu.	0,0	-9,7	-6,8	-	14,5	0,0	-0,5	-5,0	-	29,1	0,3	7,6	-0,3	-	2,4
lug.	0,0	-8,9	-0,5	-	10,2	-0,3	-12,9	0,7	-	-9,1	0,3	-19,1	1,4	-	-2,4
ago.	0,0	-4,2	-7,5	-	15,8	0,4	-12,0	-0,7	-	9,8	-0,1	-3,5	-2,2	-	6,8
set.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
ott.	0,0	-3,7	-10,6	-	14,6	0,3	-13,7	-5,1	-	11,7	-0,1	0,6	0,2	-	4,3
nov.	0,0	-9,1	-5,6	-	23,5	0,4	-5,9	-10,4	-	8,4	0,2	-14,5	5,0	-	-2,0
dic.	0,0	11,9	-3,6	-	30,0	-0,1	-1,1	-6,7	-	11,9	-0,1	1,3	-0,4	-	-4,2
2005 gen.	0,0	-9,2	-7,5	-	12,3	-0,1	-27,1	-2,1	-	4,7	0,2	-4,1	-5,8	-	23,0
feb.	0,0	-16,5	-3,7	-	6,8	-0,2	-3,9	-16,3	-	37,6	0,1	17,1	-1,8	-	1,8
mar.	0,0	-1,8	-9,5	-	16,9	0,2	-4,6	-20,8	-	3,3	0,0	-7,3	1,4	-	19,7
apr.	0,0	11,3	-3,0	-	-46,7	-0,9	-8,3	-15,1	-	57,0	-0,3	-12,9	3,2	-	4,8
mag.	0,0	6,7	-10,9	-	25,9	-0,1	-15,6	-6,7	-	29,7	0,0	-2,6	-6,8	-	3,2
giu.	0,0	4,4	-0,4	-	57,5	0,3	-8,7	-21,0	-	76,9	-0,1	4,0	1,0	-	-8,7

6. Altri investimenti 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
						Banconote, monete e depositi		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
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3
2004	-288,7	277,9	0,1	7,3	-1,8	-1,9	-2,7	-259,6	246,5	-19,9	0,5	-239,7	246,0	-27,4	-5,4	26,8
2004 2° trim.	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9
3° trim.	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7
4° trim.	-73,3	67,1	1,4	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,0	59,3	0,7	-0,8	-74,7	60,1	-4,1	7,8	5,7
2005 1° trim.	-172,2	230,7	0,5	4,7	4,4	3,2	0,3	-127,6	194,8	-22,0	9,0	-105,6	185,8	-49,5	-19,1	30,8
2° trim.	-158,5	81,4	-1,2	0,6	-8,9	-10,0	-2,4	-97,6	42,2	-20,9	24,0	-76,7	18,2	-50,9	11,6	41,0
2004 giu.	20,3	-31,6	0,5	1,3	-3,3	-3,6	2,9	27,4	-42,4	0,4	2,7	27,1	-45,2	-4,4	-1,2	6,7
lug.	57,3	-27,8	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,1	-12,7	3,1	-7,8	43,0	-4,9	11,8	2,7	-16,2
ago.	-31,8	30,9	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,3	18,8	-5,7	2,3	-25,5	16,5	-0,1	-1,2	11,8
set.	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7
ott.	-15,6	3,2	-0,2	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,7	-0,3	8,3	5,3	-18,0	-5,6	-7,7	-0,6	2,0
nov.	-66,6	109,5	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,0	97,3	-0,4	3,3	-59,6	94,1	-6,8	-1,5	9,1
dic.	8,9	-45,5	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,3	-37,8	-7,3	-9,4	2,9	-28,4	10,4	9,9	-5,3
2005 gen.	-51,4	105,9	0,7	3,9	0,4	-1,1	2,6	-34,1	94,1	-9,1	11,5	-25,0	82,6	-18,4	-16,1	5,3
feb.	-65,3	66,7	0,1	-3,5	-1,6	0,4	-4,3	-61,1	62,0	-8,4	4,7	-52,7	57,3	-2,7	5,1	12,5
mar.	-55,4	58,1	-0,2	4,3	5,7	3,9	2,0	-32,4	38,8	-4,5	-7,1	-27,9	45,9	-28,5	-8,1	13,0
apr.	-119,2	118,6	0,1	0,0	-5,7	-5,7	-2,1	-97,7	92,2	-10,4	0,2	-87,3	92,0	-16,0	9,8	28,5
mag.	-11,0	18,3	-0,8	-0,2	-0,1	1,8	0,4	18,8	19,1	-4,6	10,8	23,4	8,3	-28,8	-4,7	-1,0
giu.	-28,4	-55,4	-0,5	0,9	-3,0	-6,1	-0,6	-18,7	-69,1	-5,9	13,0	-12,8	-82,1	-6,1	6,5	13,4

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	-0,3	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
2004 1° trim.	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,0	-0,3
2° trim.	0,9	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,5	0,4	-4,9	-0,4	0,0	2,8	0,2
3° trim.	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,1	0,1
4° trim.	1,7	-0,3	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-0,1
2005 1° trim.	0,5	0,0	4,7	0,0	0,0	5,0	1,8	3,2	-0,5	0,0	0,6	-0,2

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-50,7	-	-	-3,7	-3,7	26,2	6,6
2003	-154,2	-0,5	136,3	-0,1	0,2	-81,2	-	-	-3,0	3,4	22,7	-0,7
2004	-256,5	-3,1	243,6	2,9	-4,2	-18,0	-12,6	-5,4	-5,2	8,3	18,0	0,6
2004 1° trim.	-153,5	-2,6	156,8	1,6	-2,8	-17,2	-1,2	-16,0	-1,6	4,8	25,3	0,5
2° trim.	-4,7	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-5,1	-15,3	10,1	-1,0	1,6	-7,4	-2,1
3° trim.	-22,5	-1,7	5,0	1,5	1,9	6,6	14,0	-7,4	-0,9	-0,2	-4,1	2,7
4° trim.	-75,8	1,8	59,6	-0,3	0,0	-2,3	-10,1	7,8	-1,8	2,2	4,2	-0,6
2005 1° trim.	-125,7	-1,9	192,0	2,8	-3,0	-43,7	-24,6	-19,1	-2,9	3,2	23,2	4,5

8. Riserve ufficiali

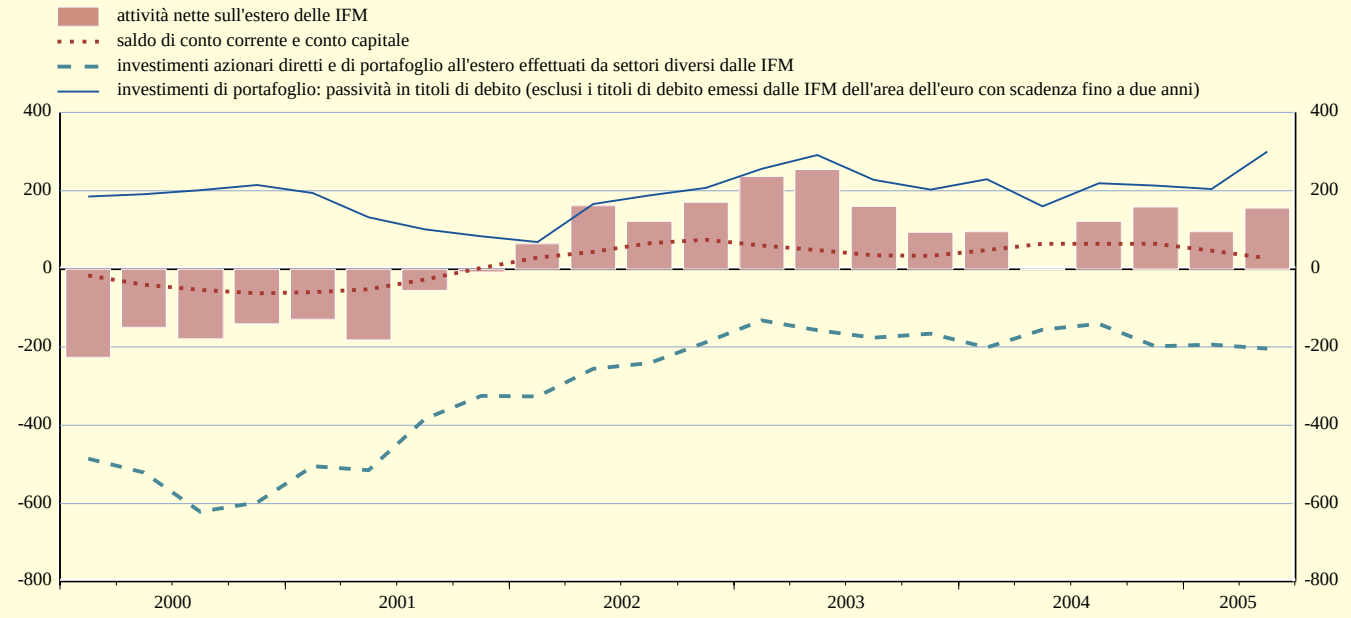
	Totale	Oro monetario	Diritti speciali di prelievo	Posizioni di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività
					Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati	
						presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	30,0	1,7	0,0	-1,6	29,9	-1,8	1,6	0,0	23,2	6,9	0,1	0,0
2004	12,3	1,2	0,5	4,0	6,7	-3,8	3,7	0,3	17,8	-11,3	-0,1	0,0
2004 1° trim.	9,3	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	-0,1	0,0
2° trim.	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
3° trim.	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0
4° trim.	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,3	-2,6	-0,1	0,0
2005 1° trim.	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,3	-2,9	0,0	0,0

Fonte: BCE.

7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti
(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: Azioni [1]	Passività: Titoli di debito [2]	Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,4
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,1
2004	64,2	-137,4	76,5	-139,1	113,1	213,3	-29,2	24,1	-1,7	-58,7	124,9	158,2
2004 2° trim.	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,1
3° trim.	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,6
4° trim.	21,7	-74,3	38,6	-37,4	75,5	16,8	-0,7	4,1	-4,8	3,7	43,3	57,2
2005 1° trim.	2,0	-33,7	12,0	-66,2	28,9	71,0	-45,1	31,2	-7,4	-36,4	-43,8	-26,4
2° trim.	-11,2	-25,8	17,8	-59,9	10,7	168,4	-59,8	38,6	4,9	-25,6	58,0	60,8
2004 giu.	5,5	-6,5	-0,8	-12,1	13,9	30,4	-7,7	9,6	1,8	-16,7	17,5	14,3
lug.	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,6
ago.	4,9	8,9	-4,0	-10,3	15,5	17,9	-0,3	11,9	-4,2	-11,2	29,1	30,3
set.	1,0	-5,5	9,7	-16,0	16,1	37,0	-3,3	5,3	2,5	-15,4	31,3	34,9
ott.	4,1	-31,9	18,5	-15,5	13,3	13,2	-5,7	2,2	-4,0	26,3	20,4	20,3
nov.	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,5
dic.	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,3
2005 gen.	-7,3	-11,2	2,4	-15,4	9,2	22,6	-18,0	7,9	-3,5	-17,2	-30,5	-17,4
feb.	5,5	-1,4	3,0	-21,8	13,9	35,9	-4,3	8,2	1,2	-34,1	6,1	13,6
mar.	3,8	-21,1	6,5	-29,0	5,8	12,6	-22,8	15,0	-5,1	14,8	-19,4	-22,6
apr.	-9,8	-11,0	7,3	-14,9	-57,2	59,0	-21,6	26,4	-0,6	27,6	5,1	1,8
mag.	-1,3	5,6	-1,8	-24,4	14,2	30,8	-29,0	-0,6	0,4	-34,9	-41,1	-39,0
giu.	-0,2	-20,5	12,3	-20,5	53,8	78,6	-9,2	12,8	5,1	-18,3	94,0	98,0
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2005 giu.	27,9	-149,2	85,5	-188,2	152,7	300,7	-97,7	74,4	-8,4	-77,0	120,9	156,2

F30 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 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero
(miliardi di euro)

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale
(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Crediti											
Conto corrente	1.845,1	679,8	37,6	60,1	368,4	155,8	58,0	24,6	48,7	126,6	312,7	652,7
Beni	1.141,8	399,9	25,7	42,4	204,4	127,2	0,3	14,7	32,9	66,5	172,4	455,5
Servizi	361,2	127,4	6,8	9,6	89,7	17,1	4,2	4,8	10,5	35,5	73,6	109,4
Redditi	261,3	93,2	4,7	7,6	65,4	10,1	5,3	4,5	5,0	18,4	60,1	80,1
di cui: redditi da capitale	246,2	88,3	4,6	7,5	63,9	10,0	2,4	4,4	5,0	12,2	58,4	77,9
Trasferimenti correnti	80,8	59,4	0,4	0,5	9,0	1,3	48,2	0,6	0,3	6,2	6,6	7,7
Conto capitale	23,2	20,8	0,0	0,0	0,6	0,1	20,1	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
	Debiti											
Conto corrente	1.813,7	602,4	34,1	57,5	291,1	131,6	88,0	19,0	83,8	120,8	267,3	720,6
Beni	1.052,2	312,7	24,3	38,9	143,9	105,7	0,0	8,6	51,7	52,5	112,8	513,9
Servizi	332,6	98,8	5,8	7,3	65,4	20,1	0,2	4,9	7,1	30,2	73,7	117,9
Redditi	287,2	96,5	3,8	10,5	74,0	4,3	4,0	3,8	24,6	32,8	71,6	57,9
di cui: redditi da capitale	280,7	93,3	3,7	10,4	73,1	2,2	4,0	3,7	24,5	32,3	70,7	56,2
Trasferimenti correnti	141,7	94,4	0,3	0,9	7,7	1,6	83,9	1,7	0,3	5,2	9,2	30,9
Conto capitale	8,0	0,9	0,0	0,0	0,4	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,4	6,4
	Saldo											
Conto corrente	31,3	77,5	3,5	2,5	77,3	24,1	-30,0	5,6	-35,1	5,8	45,4	-67,9
Beni	89,5	87,2	1,4	3,5	60,4	21,6	0,2	6,1	-18,8	14,0	59,5	-58,4
Servizi	28,6	28,7	1,1	2,2	24,3	-2,9	4,0	-0,1	3,4	5,3	-0,1	-8,6
Redditi	-26,0	-3,4	0,9	-2,9	-8,6	5,8	1,4	0,7	-19,6	-14,5	-11,5	22,3
di cui: redditi da capitale	-34,6	-5,0	0,9	-2,9	-9,2	7,8	-1,6	0,7	-19,5	-20,1	-12,3	21,7
Trasferimenti correnti	-60,9	-35,0	0,1	-0,3	1,3	-0,3	-35,7	-1,1	0,0	1,0	-2,5	-23,1
Conto capitale	15,2	19,9	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,0	0,8	-5,5

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti
(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari *offshore*	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-79,2	-26,9	5,3	-1,3	-26,4	-4,5	0,0	-4,9	-6,1	12,0	12,6	-43,5	-22,5
All'estero	-163,4	-70,2	2,0	-6,6	-55,1	-10,5	0,0	0,6	-10,3	3,4	-3,6	-52,1	-31,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-161,4	-63,1	-0,8	-2,3	-44,8	-15,2	0,0	1,2	-8,4	0,4	-18,9	-51,5	-21,2
Debito	-2,0	-7,1	2,9	-4,3	-10,3	4,6	0,0	-0,6	-1,9	3,0	15,3	-0,7	-10,0
Nell'area dell'euro	84,2	43,3	3,3	5,3	28,7	6,0	0,0	-5,5	4,2	8,5	16,2	8,7	8,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	73,7	38,6	0,6	4,2	32,8	1,0	0,0	-6,5	1,2	7,4	18,8	12,0	2,3
Debito	10,5	4,7	2,7	1,1	-4,1	5,0	0,0	1,0	3,0	1,2	-2,6	-3,3	6,5

Fonte: BCE.

7.3 Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero
(miliardi di euro)

3. Bilancia dei pagamenti: investimenti di portafoglio, attività distinte per strumento
(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari *offshore*	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-311,5	-126,1	-2,9	-5,1	-95,0	-15,6	-7,5	-4,8	-41,8	-4,9	-43,3	-50,6	-40,0
Azioni e altre partecipazioni	-91,9	-22,4	3,0	-1,3	-21,9	-2,0	-0,1	-1,7	-18,8	-4,3	-18,4	-16,3	-10,0
Titoli di debito	-219,6	-103,6	-5,8	-3,8	-73,1	-13,6	-7,3	-3,1	-23,0	-0,7	-24,9	-34,3	-30,0
Obbligazioni e notes	-182,6	-84,4	-4,2	-4,2	-55,4	-13,3	-7,3	-3,2	-9,7	-0,1	-42,6	-10,9	-31,7
Strumenti di mercato monetario	-37,0	-19,2	-1,6	0,4	-17,7	-0,3	0,0	0,1	-13,3	-0,6	17,7	-23,4	1,8

4. Bilancia dei pagamenti: altri investimenti distinti per settore
(transazioni cumulate)

dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari *offshore*	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	45,1	-23,6	-0,2	-8,7	-19,7	-3,4	8,4	1,7	22,7	6,2	24,8	-3,1	-0,8	17,2
Attività	-281,9	-234,2	-4,2	-16,8	-194,9	-17,9	-0,4	-0,3	17,8	-22,7	-12,8	-15,4	-2,9	-11,3
Amministrazioni pubbliche	3,2	1,5	-0,3	0,1	2,0	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	-1,6	3,3
IFM	-229,9	-180,3	-4,7	-13,9	-144,4	-17,6	0,3	0,3	17,8	-24,9	-18,3	-1,3	-1,2	-21,9
Altri settori	-55,3	-55,4	0,7	-3,0	-52,5	-0,6	0,0	-0,6	0,0	2,2	5,1	-13,8	-0,1	7,3
Passività	327,1	210,6	4,0	8,0	175,2	14,5	8,9	2,1	4,9	28,9	37,6	12,4	2,1	28,5
Amministrazioni pubbliche	3,9	1,3	0,0	0,0	-1,0	0,0	2,2	0,0	-0,7	3,0	-0,4	0,0	-0,3	1,0
IFM	296,2	191,8	4,2	6,5	164,2	12,8	4,0	1,1	4,2	15,8	26,0	11,8	2,6	43,0
Altri settori	27,0	17,5	-0,2	1,5	12,0	1,7	2,6	0,9	1,3	10,1	12,0	0,6	-0,1	-15,4

5. Posizione patrimoniale sull'estero
(consistenze di fine periodo)

2003	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari *offshore*	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
All'estero	2.110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Debito	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
Nell'area dell'euro	2.030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Debito	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
Investimenti di portafoglio: attività	2.607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Azioni e altre partecipazioni	1.054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Titoli di debito	1.552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Obbligazioni e notes	1.317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Strumenti di mercato monetario	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
Altri investimenti	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
Attività	2.587,3	1.240,7	49,9	49,1	1.064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
Amministrazioni pubbliche	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
IFM	1.768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Altri settori	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
Passività	2.902,1	1.317,2	16,3	31,0	1.041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
Amministrazioni pubbliche	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
IFM	2.333,1	1.012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Altri settori	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

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

1. Riepilogo della posizione patrimoniale sull'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						
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	-759,6	-10,4	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 2° trim.	-706,4	-9,3	134,4	-842,3	-10,2	-290,5	302,2
3° trim.	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
4° trim.	-874,1	-11,5	58,1	-959,5	-14,4	-239,0	280,7
2005 1° trim.	-931,4	-11,8	108,6	-1.028,4	-20,8	-275,7	285,0
	Attività						
2001	7.628,1	110,9	1.951,4	2.515,0	129,9	2.639,2	392,7
2002	7.260,6	102,0	1.877,4	2.302,6	135,9	2.578,6	366,1
2003	7.768,2	106,1	2.110,4	2.607,4	156,6	2.587,3	306,5
2004 2° trim.	8.317,6	109,2	2.188,7	2.821,9	150,6	2.854,2	302,2
3° trim.	8.429,8	110,7	2.202,0	2.869,5	167,7	2.892,0	298,5
4° trim.	8.525,7	112,0	2.252,4	2.933,8	164,9	2.893,9	280,7
2005 1° trim.	9.028,6	114,7	2.319,0	3.082,5	175,4	3.166,7	285,0
	Passività						
2001	8.026,9	116,7	1.541,2	3.335,8	127,4	3.022,6	-
2002	7.878,6	110,7	1.673,2	3.181,6	147,9	2.875,9	-
2003	8.527,8	116,5	2.030,7	3.430,9	164,1	2.902,1	-
2004 2° trim.	9.024,0	118,5	2.054,3	3.664,2	160,8	3.144,7	-
3° trim.	9.143,9	120,1	2.090,0	3.735,3	174,2	3.144,4	-
4° trim.	9.399,8	123,4	2.194,3	3.893,2	179,4	3.132,9	-
2005 1° trim.	9.960,0	126,5	2.210,4	4.111,0	196,2	3.442,4	-

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'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2004 2° trim.	1.709,1	124,9	1.584,1	479,6	1,5	478,1	1.494,5	38,3	1.456,3	559,8	3,6	556,2
3° trim.	1.757,4	124,3	1.633,1	444,6	1,5	443,1	1.515,4	42,1	1.473,2	574,6	4,0	570,7
4° trim.	1.809,8	129,3	1.680,5	442,6	1,7	440,9	1.617,8	46,4	1.571,4	576,5	4,3	572,2
2005 1° trim.	1.853,2	132,9	1.720,2	465,8	1,1	464,7	1.629,5	43,8	1.585,7	580,9	4,5	576,4

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

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
						Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
	Attività				Passività	Attività				Passività	Attività				Passività
	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
			Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori				Amministrazioni pubbliche	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2001	0,6	38,5	6,7	1.070,9	1.640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1.514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1.366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1.628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1.516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1.701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4
2004 2° trim.	1,8	73,7	14,1	1.075,5	1.620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1.819,2	1,1	198,4	4,0	55,7	225,1
3° trim.	1,8	75,3	14,4	1.063,8	1.632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1.891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9
4° trim.	1,7	76,3	15,9	1.107,7	1.782,3	6,1	546,2	10,1	895,1	1.902,5	1,0	219,3	0,5	53,8	208,4
2005 1° trim.	1,7	106,0	15,9	1.144,4	1.861,1	5,9	588,1	9,3	934,6	1.997,6	0,5	214,0	4,1	58,0	252,2

Fonte: BCE.

7.4 Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

4. Altri investimenti distinti per strumento

	Eurosistema				Amministrazioni pubbliche							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	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
2004 2° trim.	4,3	0,6	66,0	0,2	1,4	60,6	50,2	10,5	39,5	0,0	39,0	3,5
3° trim.	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3
4° trim.	4,6	2,2	71,8	0,2	1,4	58,5	51,3	7,2	38,9	0,0	41,0	3,1
2005 1° trim.	4,0	2,2	77,5	0,2	1,4	55,6	49,4	6,2	39,6	0,0	42,6	2,8

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Attività					Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Crediti commerciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2001	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
2004 2° trim.	1.943,5	25,1	2.458,8	32,8	169,9	509,0	189,2	319,8	100,4	111,0	385,7	47,5
3° trim.	1.946,2	29,1	2.437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0
4° trim.	1.955,2	45,4	2.426,9	44,2	155,8	527,4	199,1	328,3	104,5	106,4	392,3	47,0
2005 1° trim.	2.119,3	58,4	2.676,1	60,4	163,9	611,5	256,9	354,6	110,8	115,4	412,3	55,1

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali														Per memoria:	
															Attività	Passività
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altri crediti	Crediti in valuta estera nei confronti di residenti nell'area dell'euro	Uscite nette predeterminate a breve termine di valuta estera
		Totale	In milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati			
							presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni	Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Eurosistema															
2002	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	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 4° trim.	280,7	125,4	389,998	3,9	18,6	132,8	12,5	25,5	94,6	0,5	58,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 1° trim.	285,0	127,7	387,359	4,0	17,4	135,8	7,7	27,8	100,4	0,5	59,0	40,9	-0,1	0,0	21,4	-15,1
2005 mag.	291,7	129,3	384,622	4,2	17,3	141,0	9,9	29,5	102,0	-	-	-	-0,4	0,0	23,3	-17,3
giu.	302,2	138,2	382,323	4,2	16,5	143,3	12,4	28,3	102,9	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-17,7
lug.	296,2	135,2	381,223	4,2	14,7	142,0	8,3	29,2	104,8	-	-	-	-0,3	0,0	23,4	-16,3
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2002	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	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 4° trim.	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 1° trim.	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	0,0	7,7	14,9	0,0	0,0	2,7	-0,9
2005 mag.	37,8	7,8	23,145	0,2	0,0	29,9	1,8	5,4	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,4	-0,4
giu.	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	-	-	-	0,0	0,0	2,6	-1,4
lug.	39,7	8,2	23,145	0,2	0,0	31,4	2,1	6,5	22,8	-	-	-	0,0	0,0	2,0	-1,1

Fonte: BCE.

7.5 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:	Totale				Per memoria:	
				Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo	Manufatti		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)												
2001	6,1	-0,7	1.062,7	506,0	235,2	289,2	932,4	1.014,4	579,1	178,9	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1.084,1	512,4	227,9	309,5	949,2	984,7	559,5	163,2	234,3	717,8	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,1	500,8	222,9	300,4	925,3	988,8	553,9	164,3	241,0	716,0	109,0
2004	8,6	8,9	1.145,5	540,7	242,4	310,3	988,3	1.073,4	596,8	179,0	252,4	760,2	128,2
2004 1° trim.	4,8	0,0	278,2	131,0	59,1	75,9	241,4	252,5	138,3	42,0	62,4	183,1	26,3
2° trim.	11,9	9,3	286,7	134,8	60,0	78,7	245,7	263,6	145,8	45,2	62,2	186,0	29,3
3° trim.	8,9	14,5	288,9	137,0	61,0	78,4	249,6	277,1	156,1	45,1	63,9	193,7	36,2
4° trim.	8,9	12,3	291,7	137,9	62,3	77,3	251,6	280,1	156,7	46,7	63,9	197,4	36,5
2005 1° trim.	3,5	8,8	291,5	137,4	61,7	77,2	255,0	277,3	154,6	44,6	63,1	196,8	36,0
2° trim.	6,2	10,9	300,9	142,1	62,6	80,0	256,9	288,8	161,5	48,3	64,6	200,4	38,1
2005 gen.	6,7	10,7	97,2	45,9	20,6	25,8	85,9	92,0	50,5	15,0	20,9	65,4	11,3
feb.	3,9	8,4	96,7	45,6	20,3	25,4	83,4	91,5	50,3	14,5	20,9	65,1	11,0
mar.	0,7	7,6	97,6	45,9	20,7	26,0	85,7	93,8	53,7	15,1	21,4	66,3	13,7
apr.	4,9	10,6	99,4	47,2	20,9	26,2	85,4	95,0	53,3	16,2	21,0	66,0	13,3
mag.	7,1	12,9	101,0	47,3	20,7	26,4	86,4	96,7	54,5	15,4	21,3	67,5	12,9
giu.	6,7	9,3	100,5	47,6	21,1	27,5	85,2	97,1	53,7	16,7	22,3	66,9	11,9
	Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	98,8	99,3	96,3	100,6	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,8	89,5	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	101,8	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,5	6,2	117,8	113,9	118,7	118,7	117,1	107,8	102,5	105,5	116,8	106,0	104,5
2004 1° trim.	7,7	4,9	115,9	112,3	116,3	117,2	115,6	105,6	101,5	99,4	116,5	103,7	101,6
2° trim.	11,4	6,1	117,8	113,8	117,2	119,9	116,4	106,5	101,5	105,8	115,3	103,9	99,6
3° trim.	7,5	8,2	118,0	114,5	118,6	119,5	117,6	109,0	104,2	105,3	117,2	107,0	113,1
4° trim.	7,5	5,8	119,6	115,0	122,6	118,3	118,9	110,0	102,8	111,5	118,1	109,5	103,8
2005 1° trim.	1,4	2,6	119,0	113,5	121,7	117,7	120,0	109,4	102,2	108,2	116,4	109,2	106,4
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 gen.	5,0	6,1	119,5	114,5	121,8	118,4	121,4	110,5	103,4	110,3	115,7	109,3	109,6
feb.	1,5	2,2	118,6	112,9	120,0	116,5	117,9	108,3	99,5	105,5	115,7	108,3	97,4
mar.	-1,5	-0,1	118,9	113,1	123,2	118,3	120,6	109,3	103,9	108,7	117,9	110,0	112,4
apr.	2,9	3,7	120,9	115,8	123,3	119,4	120,1	109,6	101,5	117,7	116,2	110,0	102,7
mag.	5,9	8,2	122,9	116,9	122,8	120,3	121,9	112,5	105,2	111,5	118,3	112,4	104,9
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)												
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,4	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,1	2,5	97,0	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,5	92,6	97,9	96,2	99,7
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,9	98,7	95,3	93,4	92,2	92,3	97,0	94,8	84,3
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,7	97,2	93,3	97,8	96,1	95,8
3° trim.	1,3	5,8	97,7	97,2	95,0	99,9	96,8	99,3	101,4	93,5	98,7	97,2	104,1
4° trim.	1,2	6,1	97,3	97,5	94,0	99,6	96,6	99,5	103,1	91,5	98,1	96,8	114,5
2005 1° trim.	2,1	6,0	97,7	98,3	93,7	99,9	97,0	99,0	102,3	90,0	98,2	96,7	110,2
2° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 gen.	1,6	4,3	97,4	97,6	93,9	99,6	96,8	97,5	99,3	89,1	98,2	96,4	100,6
feb.	2,4	6,1	97,6	98,4	93,8	99,7	96,9	99,0	102,6	90,1	98,0	96,8	110,7
mar.	2,2	7,7	98,2	99,0	93,3	100,4	97,3	100,5	105,0	90,8	98,4	97,0	119,3
apr.	1,9	6,6	98,4	99,3	94,0	100,2	97,3	101,5	106,6	90,3	98,0	96,7	126,9
mag.	1,1	4,3	98,3	98,8	93,4	100,2	96,9	100,7	105,2	90,3	98,1	96,7	119,9
giu.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

7.5 Commercio di beni
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

2. Scomposizione per area geografica

	Totale	Unione Europea (paesi esterni all'area dell'euro)				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia			Africa	America Latina	Altri paesi
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone	Altri paesi asiatici			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Esportazioni (f.o.b.)														
2001	1.062,7	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,4
2002	1.084,1	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,7
2003	1.059,1	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,9
2004	1.145,5	25,5	41,8	203,2	126,8	35,6	66,1	31,8	173,5	40,3	33,1	149,6	63,6	40,2	114,5
2004 1° trim.	278,2	6,1	10,0	49,6	31,3	8,1	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,1	9,6	27,5
2° trim.	286,7	6,3	10,4	50,6	31,5	9,0	16,3	8,2	43,9	10,6	8,0	36,7	15,8	9,9	29,5
3° trim.	288,9	6,5	10,5	51,7	31,2	9,3	17,2	8,0	43,3	10,0	8,4	38,7	16,8	10,3	27,1
4° trim.	291,7	6,6	10,8	51,3	32,8	9,2	17,1	7,7	43,7	10,0	8,2	37,4	15,9	10,5	30,4
2005 1° trim.	291,5	6,6	10,9	49,9	33,0	9,7	17,4	7,9	43,5	10,1	8,5	39,1	17,0	11,0	26,8
2° trim.	300,9	6,9	10,9	50,1	33,8	10,4	16,9	7,9	45,6	9,5	8,4	40,1	17,0	11,0	32,4
2005 gen.	97,2	2,2	3,6	16,6	11,3	3,2	5,9	2,7	14,6	3,4	2,8	13,7	5,6	3,7	7,9
feb.	96,7	2,2	3,6	16,7	10,9	3,2	5,6	2,5	14,4	3,3	2,8	12,5	5,4	3,7	9,9
mar.	97,6	2,2	3,7	16,6	10,9	3,3	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,9	6,0	3,6	9,0
apr.	99,4	2,3	3,7	16,5	11,3	3,4	5,6	2,7	14,9	3,2	2,9	13,8	5,5	3,9	9,6
mag.	101,0	2,3	3,7	16,8	11,2	3,5	5,7	2,7	15,2	3,2	2,7	13,2	6,0	3,7	11,1
giu.	100,5	2,3	3,6	16,8	11,4	3,5	5,6	2,5	15,4	3,1	2,8	13,0	5,4	3,5	11,6
	percentuale delle esportazioni totali														
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	10,0
	Importazioni (c.i.f.)														
2001	1.014,4	22,0	35,6	154,6	88,8	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	80,6
2002	984,7	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	81,0
2003	988,8	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,3	52,2	141,4	68,9	39,8	83,1
2004	1.073,4	24,4	39,4	141,9	107,5	56,2	53,4	22,8	113,5	92,0	53,6	163,0	72,2	44,9	88,4
2004 1° trim.	252,5	6,0	9,4	33,9	27,0	12,3	12,8	5,0	26,4	20,6	13,5	36,2	16,5	10,6	22,1
2° trim.	263,6	5,8	9,8	34,6	26,3	13,5	13,2	5,7	29,6	22,4	12,9	40,8	17,1	10,9	21,1
3° trim.	277,1	6,2	10,1	37,4	26,6	14,6	13,7	6,0	28,8	23,8	13,7	42,9	19,0	11,6	22,6
4° trim.	280,1	6,3	10,1	36,0	27,5	15,9	13,8	6,1	28,7	25,2	13,4	43,2	19,6	11,7	22,5
2005 1° trim.	277,3	6,1	10,0	35,4	26,9	16,7	13,5	6,2	29,0	26,2	13,0	40,5	20,0	12,0	21,8
2° trim.	288,8	6,5	10,0	36,8	28,6	17,3	14,3	5,8	29,9	26,8	12,6	45,6	21,5	11,6	21,5
2005 gen.	92,0	2,0	3,3	11,8	9,2	5,0	4,5	2,1	9,6	8,5	4,3	12,9	6,4	4,0	8,4
feb.	91,5	2,0	3,3	11,7	9,0	5,8	4,4	2,0	9,6	8,6	4,2	13,9	6,4	4,0	6,6
mar.	93,8	2,1	3,3	11,9	8,7	5,9	4,5	2,1	9,8	9,0	4,5	13,7	7,3	4,0	6,9
apr.	95,0	2,1	3,4	12,4	9,3	5,7	4,6	2,0	9,9	8,7	4,1	14,8	7,0	3,9	7,2
mag.	96,7	2,3	3,4	11,9	9,7	5,9	4,8	2,1	10,0	9,2	4,2	15,0	7,4	3,9	7,0
giu.	97,1	2,2	3,3	12,5	9,6	5,7	4,9	1,8	10,0	8,9	4,3	15,8	7,0	3,8	7,3
	percentuale delle importazioni totali														
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,7	4,2	8,2
	Saldo														
2001	48,4	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,9
2002	99,4	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,7
2003	70,4	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,6	56,0	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	16,8
2004	72,1	1,2	2,4	61,3	19,3	-20,7	12,7	9,0	59,9	-51,8	-20,5	-13,4	-8,6	-4,7	26,1
2004 1° trim.	25,7	0,1	0,6	15,7	4,2	-4,2	2,7	2,9	16,1	-11,0	-5,1	0,6	-1,4	-1,0	5,3
2° trim.	23,2	0,5	0,6	16,0	5,2	-4,4	3,1	2,6	14,3	-11,8	-4,9	-4,0	-1,3	-1,0	8,4
3° trim.	11,7	0,2	0,4	14,2	4,6	-5,3	3,6	2,0	14,5	-13,9	-5,3	-4,2	-2,2	-1,3	4,5
4° trim.	11,6	0,3	0,7	15,3	5,3	-6,7	3,3	1,6	15,0	-15,1	-5,3	-5,8	-3,7	-1,2	7,8
2005 1° trim.	14,2	0,5	1,0	14,5	6,1	-7,0	4,0	1,7	14,5	-16,1	-4,5	-1,4	-3,1	-1,0	5,0
2° trim.	12,0	0,4	0,9	13,3	5,3	-6,9	2,6	2,1	15,7	-17,3	-4,2	-5,5	-4,5	-0,6	10,9
2005 gen.	5,2	0,1	0,3	4,8	2,1	-1,8	1,4	0,6	5,1	-5,2	-1,5	0,8	-0,8	-0,2	-0,5
feb.	5,2	0,3	0,3	5,0	1,8	-2,6	1,2	0,5	4,8	-5,3	-1,4	-1,4	-0,9	-0,3	3,3
mar.	3,8	0,1	0,4	4,7	2,2	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,6	-1,6	-0,8	-1,3	-0,4	2,1
apr.	4,4	0,2	0,3	4,1	2,0	-2,3	1,0	0,8	5,0	-5,5	-1,2	-0,9	-1,4	0,0	2,4
mag.	4,2	0,0	0,3	4,8	1,4	-2,3	0,9	0,6	5,2	-6,0	-1,6	-1,8	-1,4	-0,2	4,1
giu.	3,4	0,1	0,3	4,4	1,8	-2,3	0,7	0,7	5,5	-5,8	-1,5	-2,8	-1,6	-0,4	4,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE su dati Eurostat (saldo e colonne 5, e 12 e 15).

8 TASSI DI CAMBIO

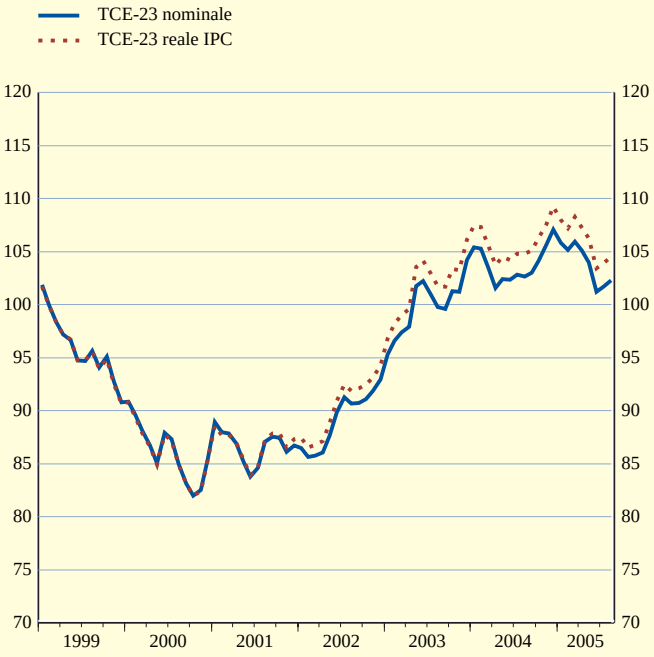
8.1 Tassi di cambio effettivi [1)]

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

	TCE-23						TCE-42	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2002	89,2	90,4	91,9	90,3	88,6	88,4	94,8	90,9
2003	99,9	101,7	102,2	101,6	100,2	99,6	106,6	101,6
2004	103,8	105,9	105,3	105,5	104,4	104,0	111,0	105,4
2004 2° trim.	102,1	104,1	103,7	104,1	102,7	102,4	109,2	103,8
3° trim.	102,8	104,9	104,4	104,4	102,6	103,1	110,1	104,5
4° trim.	105,7	107,7	106,7	107,0	106,5	105,5	113,0	107,1
2005 1° trim.	105,7	107,9	107,1	107,2	105,9	105,3	112,6	106,6
2° trim.	103,4	105,7	104,4	.	.	.	110,1	104,1
2004 ago.	102,7	104,8	104,3	-	-	-	109,9	104,5
set.	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,7
ott.	104,2	106,3	105,3	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,6	106,5	-	-	-	113,1	107,0
dic.	107,1	109,2	108,3	-	-	-	114,4	108,4
2005 gen.	105,8	108,0	107,2	-	-	-	112,9	106,9
feb.	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,9
mar.	106,0	108,3	107,4	-	-	-	112,9	106,9
apr.	105,1	107,3	106,0	-	-	-	111,9	105,9
mag.	104,0	106,3	104,7	-	-	-	110,6	104,7
giu.	101,2	103,4	102,4	-	-	-	107,6	101,8
lug.	101,7	103,9	102,7	-	-	-	108,0	102,0
ago.	102,3	104,5	103,3	-	-	-	108,7	102,7
	variazione percentuale sul mese precedente							
2005 ago.	0,6	0,6	0,6	-	-	-	0,7	0,6
	variazione percentuale sull'anno precedente							
2005 ago.	-0,4	-0,3	-1,0	-	-	-	-1,1	-1,7

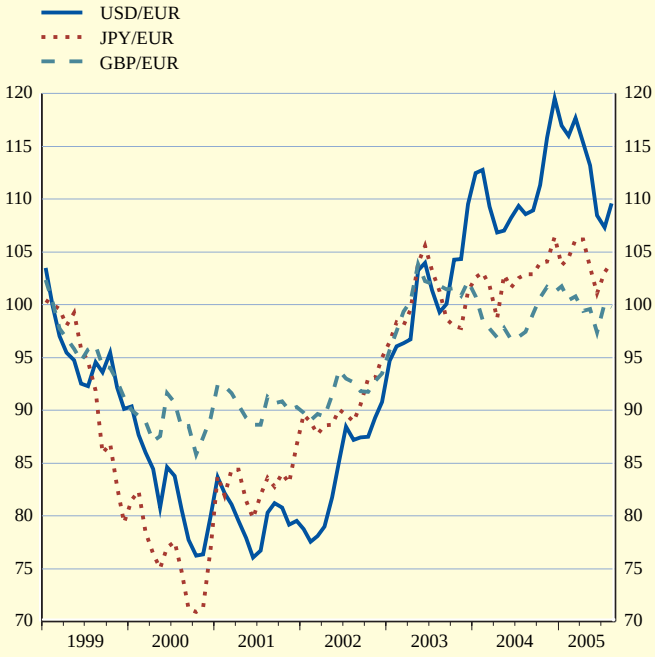
F31 Tassi di cambio effettivi

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



F32 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Corona danese	Corona svedese	Sterlina britannica	Dollaro statunitense	Yen giapponese	Franco svizzero	Won sud coreano	Dollaro di Hong Kong	Dollaro di Singapore	Dollaro canadese	Corona norvegese	Dollaro australiano
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1.175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1.346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1.422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2004 4° trim.	7,4343	9,0128	0,69507	1,2977	137,11	1,5335	1.415,11	10,0964	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132
2005 1° trim.	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1.340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
2° trim.	7,4463	9,2083	0,67856	1,2594	135,42	1,5437	1.269,53	9,8090	2,0885	1,5677	8,0483	1,6389
2005 feb.	7,4427	9,0852	0,68968	1,3014	136,55	1,5501	1.330,26	10,1507	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670
mar.	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1.329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
apr.	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1.306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
mag.	7,4443	9,1931	0,68399	1,2694	135,37	1,5449	1.272,34	9,8900	2,0962	1,5942	8,0814	1,6571
giu.	7,4448	9,2628	0,66895	1,2165	132,22	1,5391	1.231,12	9,4597	2,0342	1,5111	7,8932	1,5875
lug.	7,4584	9,4276	0,68756	1,2037	134,75	1,5578	1.248,53	9,3590	2,0257	1,4730	7,9200	1,6002
ago.	7,4596	9,3398	0,68527	1,2292	135,98	1,5528	1.255,33	9,5529	2,0439	1,4819	7,9165	1,6144
	variazione percentuale sul mese precedente											
2005 ago.	0,0	-0,9	-0,3	2,1	0,9	-0,3	0,5	2,1	0,9	0,6	0,0	0,9
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2005 ago.	0,3	1,7	2,4	1,0	1,1	0,9	-10,9	0,6	-2,1	-7,4	-5,0	-5,8

	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno [1]
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31.270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37.551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40.510
2004 4° trim.	31,125	15,6466	0,57769	0,6801	3,4528	245,94	0,4314	4,2342	239,83	39,454	1,9559	39.839
2005 1° trim.	30,012	15,6466	0,58267	0,6962	3,4528	245,01	0,4316	4,0267	239,74	38,294	1,9559	37.069
2° trim.	30,129	15,6466	0,57824	0,6960	3,4528	249,75	0,4295	4,1301	239,54	38,919	1,9558	36.195
2005 feb.	29,957	15,6466	0,58315	0,6961	3,4528	243,69	0,4309	3,9867	239,74	38,044	1,9559	36.733
mar.	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36.292
apr.	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36.277
mag.	30,220	15,6466	0,57806	0,6960	3,4528	251,95	0,4293	4,1749	239,51	39,004	1,9561	36.175
giu.	30,034	15,6466	0,57405	0,6960	3,4528	249,04	0,4293	4,0606	239,47	38,535	1,9558	36.136
lug.	30,180	15,6466	0,57367	0,6961	3,4528	246,47	0,4293	4,0986	239,48	38,886	1,9558	3,5647
ago.	29,594	15,6466	0,57321	0,6960	3,4528	244,49	0,4293	4,0436	239,51	38,681	1,9557	3,5034
	variazione percentuale sul mese precedente											
2005 ago.	-1,9	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,0	-1,3	0,0	-0,5	0,0	-1,7
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2005 ago.	-6,4	0,0	-0,9	5,7	0,0	-1,8	0,7	-8,7	-0,2	-3,6	0,0	-

	Yuan renmimbi cinese [2]	Kuna croata [2]	Corona islandese	Rupia indonesiana [2]	Ringgit malese [2]	Dollaro neo-zelandese	Peso filippino [2]	Rublo russo [2]	Rand sud africano	Bath tailandese [2]	Nuova lira turca [3]
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
2002	7,8265	7,4130	86,18	8.785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1.439.680
2003	9,3626	7,5688	86,65	9.685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1.694.851
2004	10,2967	7,4967	87,14	11.127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1.777.052
2004 4° trim.	10,7423	7,5528	86,19	11.840,69	4,9324	1,8526	73,035	36,9618	7,8379	52,191	1.871.592
2005 1° trim.	10,8536	7,5081	80,67	12.165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412
2° trim.	10,4232	7,3443	80,79	12.032,61	4,7858	1,7597	68,847	35,3733	8,0799	50,497	1,7193
2005 feb.	10,7719	7,5176	80,74	12.039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1,7104
mar.	10,9262	7,4577	79,15	12.377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333
apr.	10,7080	7,3908	80,71	12.362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645
mag.	10,5062	7,3272	82,36	12.033,61	4,8237	1,7665	68,966	35,4730	8,0500	50,562	1,7396
giu.	10,0683	7,3169	79,30	11.716,31	4,6234	1,7175	67,214	34,6951	8,2194	49,793	1,6560
lug.	9,8954	7,3090	78,40	11.803,89	4,5590	1,7732	67,394	34,5513	8,0790	50,199	1,6133
ago.	9,9589	7,3684	78,37	12.283,08	4,6216	1,7675	68,768	35,0119	7,9508	50,604	1,6534
	variazione percentuale sul mese precedente										
2005 ago.	0,6	0,8	0,0	4,1	1,4	-0,3	2,0	1,3	-1,6	0,8	2,5
	variazione percentuale sull'anno precedente										
2005 ago.	-1,2	0,0	-10,0	9,0	-0,1	-5,0	1,1	-1,6	1,2	0,1	-

Fonte: BCE.

1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.

2) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.

3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.

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

9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	IACP												
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	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 4° trim.	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2005 1° trim.	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,6	2,8	2,6	0,7	1,7
2° trim.	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,4	0,5	1,9
2005 mar.	1,2	1,3	4,8	2,4	6,6	3,3	3,3	2,6	3,4	3,3	2,3	0,5	1,9
apr.	1,4	1,7	4,7	2,8	7,1	3,2	3,8	2,0	3,1	2,7	2,5	0,4	1,9
mag.	0,9	1,3	2,9	2,0	6,5	1,9	3,5	2,4	2,2	2,1	2,3	0,2	1,9
giu.	1,3	1,7	3,2	1,5	6,6	2,0	3,7	2,1	1,4	1,7	2,5	0,8	2,0
lug.	1,4	1,9	3,9	1,3	6,3	1,9	3,6	1,7	1,5	2,0	2,0	0,7	2,3
	Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL [1]												
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,4	-8,5	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	-0,3	-1,7
2003		1,2	3,0	-6,3	-1,5	-1,2	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,7	-4,2	-0,5	-1,4	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
	Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL [1]												
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,8	71,9	14,3	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
	Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo												
2005 feb.	3,55	3,64	-	6,06	4,03	3,80	6,84	4,72	5,73	3,92	3,80	3,76	4,66
mar.	3,62	3,82	-	5,89	3,94	3,73	6,83	4,72	5,55	3,89	3,60	3,86	4,87
apr.	3,55	3,58	-	5,87	3,87	3,82	6,91	4,71	5,49	3,95	3,76	3,58	4,67
mag.	3,49	3,39	-	5,84	3,87	3,87	7,00	4,66	5,35	3,92	3,54	3,34	4,45
giu.	3,31	3,16	-	5,13	3,87	3,78	6,59	4,56	4,91	3,90	3,36	3,11	4,31
lug.	3,35	3,21	-	4,84	3,87	3,61	6,13	4,55	4,72	3,78	3,22	3,06	4,31
	Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo												
2005 feb.	2,25	2,19	2,40	5,13	3,97	2,59	8,45	2,97	6,54	4,05	2,90	2,12	4,89
mar.	2,08	2,19	2,40	4,96	3,26	2,49	-	2,98	6,15	4,05	2,29	2,11	4,99
apr.	2,03	2,18	2,40	4,89	2,92	2,44	7,43	3,24	5,78	4,05	2,56	2,11	4,94
mag.	1,78	2,18	2,39	4,67	2,85	2,42	7,52	3,25	5,48	4,05	2,75	2,05	4,89
giu.	1,75	2,16	2,34	4,11	2,81	2,36	-	3,27	5,22	4,05	2,88	1,82	4,84
lug.	1,78	2,16	2,33	3,92	2,71	2,32	6,50	3,28	4,68	4,04	2,89	1,64	4,66
	PIL a prezzi costanti												
2003	3,2	0,7	6,7	2,0	7,5	9,7	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,4	7,8	3,8	8,5	6,7	4,2	1,0	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 4° trim.	4,6	3,0	6,8	3,1	8,6	6,3	4,0	1,4	3,7	3,4	5,8	2,6	2,7
2005 1° trim.	4,4	1,9	6,9	3,9	7,4	6,5	3,6	-0,1	3,8	2,7	5,1	2,1	2,1
2° trim.	.	.	.	.	.	6,7	.	.	.	.	5,1	2,0	1,7
	Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL												
2003	-6,3	3,3	-12,6	-3,3	-7,6	-6,5	-8,8	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-5,0	-11,3	-5,9	-8,4	-8,6	-1,1	-1,6	-3,4	8,2	-1,8
2004 3° trim.	-7,4	2,5	-4,4	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,2	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,7
4° trim.	-7,8	0,5	-16,3	-12,6	-7,1	-2,5	-7,1	-17,6	0,5	-2,6	-3,6	7,3	-0,9
2005 1° trim.	2,3	3,2	-8,5	-13,6	-9,2	-3,7	-6,7	-9,9	1,5	-0,2	-1,9	9,0	-1,4
	Costo del lavoro per unità di prodotto												
2003	7,6	2,0	4,9	-	5,2	1,5	7,4	-	.	4,8	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	3,0	-	8,7	.	.	-	.	.	2,1	.	2,0
2004 3° trim.	1,4	1,1	3,2	-	-	.	-	-	.	-	3,5	-1,2	0,7
4° trim.	0,7	0,3	2,9	-	-	.	-	-	.	-	5,1	-0,4	1,3
2005 1° trim.	-0,2	1,9	3,1	-	-	.	-	-	.	-	5,7	2,8	4,6
	Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)												
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	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,7
2004 4° trim.	8,2	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
2005 1° trim.	8,1	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	6,9	18,0	5,8	16,1	6,3	4,6
2° trim.	7,8	4,9	7,9	5,0	9,1	8,2	6,3	6,7	17,8	5,9	15,5	.	.
2005 mar.	8,0	4,9	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	6,9	18,0	5,8	15,8	6,3	4,6
apr.	7,9	4,9	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,6	.	4,7
mag.	7,8	4,9	7,9	5,0	9,1	8,2	6,3	6,7	17,8	5,9	15,5	.	4,7
giu.	7,8	4,8	7,8	5,3	9,0	7,9	6,3	6,6	17,7	5,9	15,4	.	.
lug.	7,7	.	7,6	5,3	8,8	7,8	6,4	6,5	17,6	5,9	15,2	.	.

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

1) I saldi sono calcolati utilizzando il PIL escludendo i servizi di intermediazione finanziaria indirettamente misurati (SIFIM).

9.2 Stati Uniti e Giappone

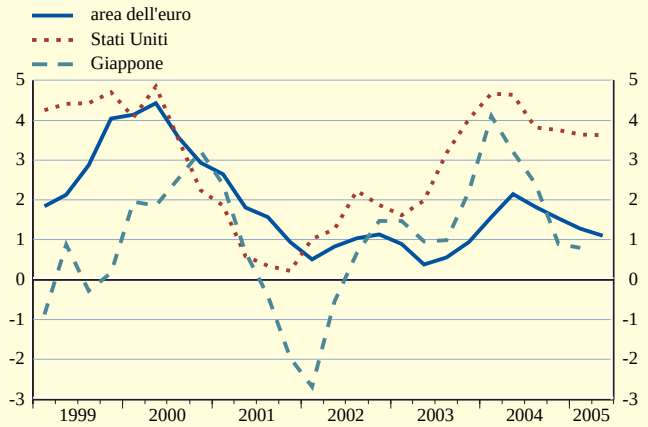
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto [1] (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 [2]	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi [3] (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni [3] (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio [4] (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/ Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo [5] in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Stati Uniti										
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,2	1,6	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,3
2003	2,3	2,9	2,7	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-2,9	4,2	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 2° trim.	2,9	-4,6	4,6	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,8	48,2
3° trim.	2,7	-2,2	3,8	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,8	48,4
4° trim.	3,3	-1,5	3,8	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 1° trim.	3,0	2,5	3,6	4,5	5,3	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,6
2° trim.	2,9	3,7	3,6	3,3	5,1	4,7	3,28	4,16	1,2594	.	.
2005 apr.	3,5	-	-	3,2	5,2	5,0	3,15	4,34	1,2938	-	-
mag.	2,8	-	-	3,0	5,1	4,4	3,27	4,14	1,2694	-	-
giu.	2,5	-	-	3,6	5,0	4,8	3,43	4,00	1,2165	-	-
lug.	3,2	-	-	2,9	5,0	5,0	3,61	4,16	1,2037	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	3,80	4,26	1,2292	-	-
	Giappone										
2001	-0,7	4,4	0,2	-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	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	-5,2	2,7	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 2° trim.	-0,3	-6,7	3,2	7,2	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
3° trim.	-0,1	-5,7	2,4	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
4° trim.	0,5	-1,5	0,9	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 1° trim.	-0,2	-1,0	0,8	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2° trim.	-0,1	.	.	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
2005 apr.	0,0	0,8	-	0,3	4,4	1,9	0,05	1,32	138,84	-	-
mag.	0,2	1,1	-	0,3	4,4	1,5	0,05	1,27	135,37	-	-
giu.	-0,5	.	-	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	-	-
lug.	-0,3	.	-	-2,2	.	1,7	0,06	1,26	134,75	-	-
ago.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,43	135,98	-	-

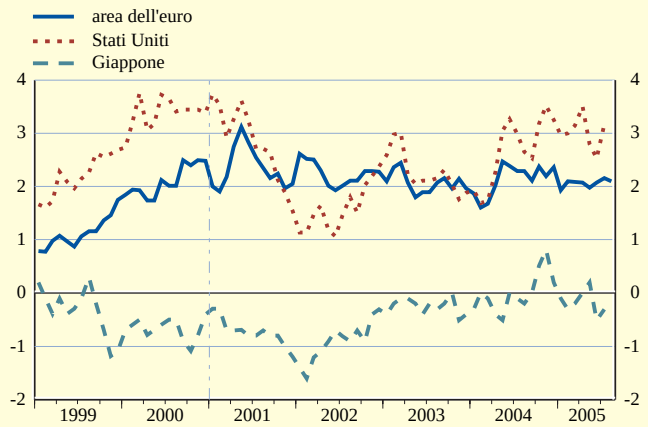
F33 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F34 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).

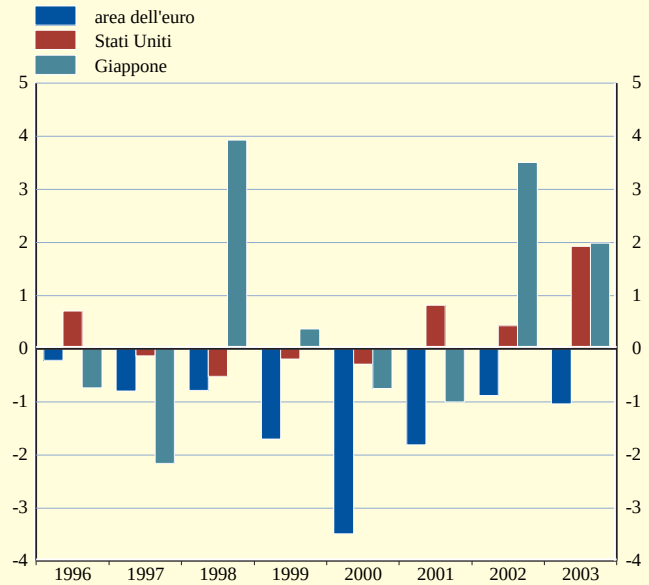
1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.
2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.
4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.
5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

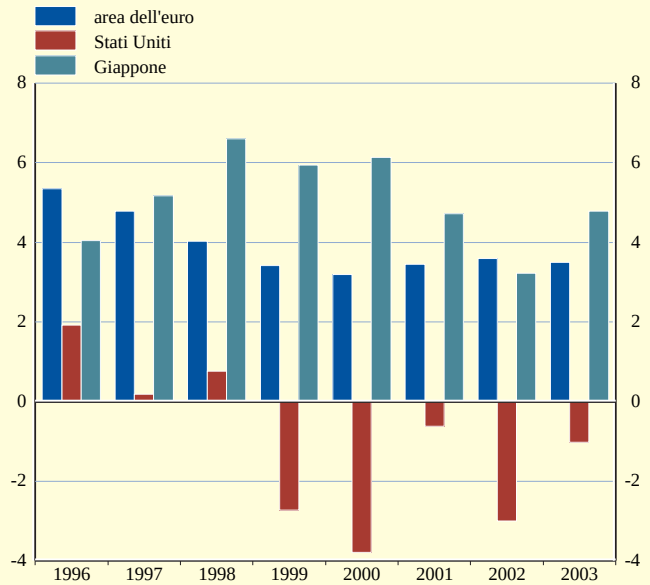
2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie						Risparmio e investimenti delle famiglie [1]			
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento [2]	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo [3]	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	Stati Uniti												
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,5	0,9	1,7	12,8	5,1	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,2	7,9	0,8	-0,1	12,9	3,6	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	3,3	8,3	1,3	0,8	13,2	7,1	10,6	8,1
2004	14,0	19,7	-5,4	7,7	7,4	5,1	8,5	3,2	0,6	13,4	6,1	10,5	9,6
2003 2° trim.	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	3,5	8,3	1,9	2,0	13,1	10,3	10,5	11,8
3° trim.	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	2,4	8,5	0,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,5
4° trim.	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	3,5	8,9	1,1	0,0	13,4	4,1	10,7	4,3
2004 1° trim.	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,1	8,7	4,0	1,0	13,1	6,0	10,2	10,2
2° trim.	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,9	8,6	2,9	-0,6	13,4	6,5	10,3	9,1
3° trim.	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,1	8,9	2,5	0,2	13,5	6,9	10,4	9,2
4° trim.	14,5	20,1	-6,0	7,9	7,6	5,4	8,0	3,3	1,8	13,5	4,9	11,2	9,8
2005 1° trim.	14,6	20,3	-6,2	8,1	7,6	5,5	8,4	4,4	1,3	13,5	4,6	10,1	8,0
	Giappone												
2001	26,6	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,4	-6,4	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,7	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,4	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,1	-2,1
2003	26,4	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,1	-5,3	-0,1	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,6	.	1,9	.	-0,7
2003 2° trim.	23,7	23,3	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
3° trim.	25,9	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
4° trim.	27,9	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,1	.	9,5	.	-1,4
2004 1° trim.	31,0	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,3	.	-7,2	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,3	.	8,0	.	-6,2
3° trim.	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,5	.	-2,1	.	1,5
4° trim.	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	1,9	.	8,3	.	-0,5
2005 1° trim.	.	24,4	.	.	.	12,5	.	0,7	-1,1	.	-11,5	.	4,1

F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie
(in percentuale del PIL)



F36 Saldo finanziario delle famiglie [1]
(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.
1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.
2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.
3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S15
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	S16
F8	Depositi degli intermediari finanziari	S17
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	S18
F10	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F12	Attività totali dei fondi di investimento	S24
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S30
F14	Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente	S32
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S35
F18	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S36
F19	Nuovi depositi con durata prestabilita	S38
F20	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S38
F21	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S39
F22	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S39
F23	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	S40
F24	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	S40
F25	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S41
F26	Saldi di conto corrente	S54
F27	Investimenti diretti e di portafoglio	S54
F28	Conto dei beni	S55
F29	Conto dei servizi	S55
F30	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S59
F31	Tassi di cambio effettivi	S66
F32	Tassi di cambio bilaterali	S66
F33	PIL a prezzi costanti	S69
F34	Indici dei prezzi al consumo	S69
F35	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S70
F36	Saldo finanziario delle famiglie	S70

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:

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

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:

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

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:

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

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

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

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:

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

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

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

$$\text{(g)} \qquad a_t = \left(I_t \Big/ I_{t-12} - 1 \right) \times 100$$

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:

$$\text{(h)} \qquad a_t^M = \left(I_t \Big/ I_{t-1} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1}+a_t+a_{t-1})/3$ 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:

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

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

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

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA[2)]. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed é 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 [3)]. 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:

$$\text{(j)} \qquad \frac{\sum_{i=0}^{3} T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

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) 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:

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

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:

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

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

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.

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

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

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

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

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 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC [4]

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

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

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, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. Per i dati sui beni, i servizi e i trasferimenti correnti la correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei servizi sono preliminarmente sottoposti anche alla correzione per tener conto degli effetti della Pasqua. La destagionalizzazione 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 (e quelli relativi alle giornate lavorative) 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*). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica *statistics@ecb.int*.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 31 agosto 2005.

Tutti i dati si riferiscono agli Euro 12, salvo diversa indicazione. Per i dati monetari, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le statistiche sui fondi di investimento e i mercati finanziari, le serie statistiche relative all'area dell'euro coprono gli stati membri della UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono. Ove necessario, ciò è indicato in note a piè di pagina nelle tavole, mentre nelle figure l'interruzione è indicata mediante una linea tratteggiata.

Per le statistiche monetarie, ove i dati sottostanti siano disponibili, le variazioni assolute e in percentuale per il 2001, calcolate su una base nel 2000, utilizzano una serie che tiene conto dell'impatto dovuto all'ingresso della Grecia nell'area dell'euro.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

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

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

Il gruppo "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 osservazio-

ni 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 includono le posizioni delle istituzioni diverse dalle IFM residenti nell'area dell'euro nei confronti delle IFM residenti nell'area; essi tengono anche conto di talune attività/passività delle amministrazioni centrali. Le statistiche sugli aggregati monetari e sulle contropartite sono presentate con riferimento a dati destagionalizzati e corretti per i giorni di apertura dei mercati. Nelle passività verso l'esterno dell'area, riportate nelle sezioni 2.1 e 2.2, sono inserite le posizioni detenute dai non residenti nell'area dell'euro di i) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro e di ii) titoli di debito emessi con scadenza fino a 2 anni da IFM site nell'area dell'euro. Nella sezione 2.3 queste poste sono tuttavia escluse dagli aggregati monetari e confluiscono nella voce "attività nette verso l'estero".

La sezione 2.4 fornisce un'analisi per settore, per tipo e per scadenza originaria dei prestiti concessi da IFM diverse dall'Eurosistema (il sistema bancario) residenti nell'area dell'euro. La sezione 2.5 presenta un'analisi settoriale e per tipo di strumento dei depositi detenuti presso il sistema bancario dell'area dell'euro. La sezione 2.6 riporta i titoli detenuti dal sistema bancario dell'area dell'euro per tipo di emittente.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 comprendono transazioni corrette per tenere conto di riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e di ogni altra variazione non derivante da transazioni. La sezione 2.7 presenta alcuni tipi di rivalutazioni utilizzati nella derivazione delle transazioni. Le tavole da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni. La sezione 2.8 presenta una scomposizione trimestrale per valuta di alcune voci del bilancio delle IFM.

I dettagli delle definizioni di settore sono forniti nella pubblicazione: *Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, novembre 1999). Nel documento: *Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics* (BCE, novembre 2002) sono illustrate le procedure suggerite alle BCN per la compilazione dei dati. Dal 1° gennaio 1999 le informazioni statistiche vengono raccolte e compilate sulla base del Regolamento della BCE concernente il bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie [1] (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 [2].

In accordo con tale Regolamento, la voce del bilancio "titoli del mercato monetario" è stata fusa con la voce "obbligazioni" per le attività e per le passività del bilancio delle IFM.

La sezione 2.9 riporta le consistenze in essere a fine trimestre relative al bilancio dei fondi di investimento dell'eurosistema (esclusi i fondi comuni monetari). Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le passività le quote/partecipazioni detenute dai fondi di investimento in altri fondi di investimento. Le attività/passività totali sono disaggregate per strategia d'investimento (fondi azionari, fondi obbligazionari, fondi misti, fondi immobiliari e altri fondi) e per tipo di investitore (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 riporta il bilancio aggregato per ciascun settore di fondo per politica d'investimento e tipo di investitore.

1) GU L 356 del 30.12.1998, pag. 7.
2) GU L 250 del 2.10.2003, pag. 19.

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 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). Le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente suddivise fra tasso fisso e tasso variabile. Quelle a tasso fisso si riferiscono a titoli per i quali il tasso della cedola non varia per tutta la vita degli stessi. Quelle a tasso variabile includono tutti i titoli per i quali il valore della cedola viene periodicamente rideterminato in base a un indice o a un tasso di interesse di riferimento indipendente. Sono classificati come "a lungo ter-

mine": 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 tutti i titoli non azionari (ovvero, 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 [3]. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella sezione 4.1 alla colonna 5. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 4.2.1) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di mercato monetario e alle obbligazioni emesse dalle IFM che compaiono nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8).

Il totale delle emissioni lorde relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni lorde da parte di residenti nell'area dell'euro della colonna 6 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine (colonna 6 della sezione 4.1) e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile (colonna 7 della tavola 2 nella sezione 4.2) è attribuibile alle obbligazioni a "*zero coupon*" e ad effetti di rivalutazione.

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, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime 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. Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente si riferiscono, per i dati mensili, ai dati di fine mese, mentre, per i dati trimestrali e annuali alla variazione rispetto alla media nel periodo considerato. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

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

3) I codici numerici SEC 95 per i settori indicati nelle tavole del Bollettino sono i seguenti: IFM (incluso l'Eurosistema), che comprendono la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri dell'area dell'euro (S121) e le altre istituzioni finanziarie monetarie (S122); società finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (S123), gli ausiliari finanziari (S124) e le imprese di assicurazione e i fondi pensione (S125); società non finanziarie (S11); amministrazioni centrali (S1311); altre amministrazioni pubbliche, che comprendono le amministrazioni statali nei paesi a struttura federale (S1312), le amministrazioni locali (S1313) e gli enti di previdenza (S1314).

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

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

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

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

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

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

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

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale 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.

4) GU L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.
5) GU L. 86 del 27.3.2001, pag. 11

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 2 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro (ILO). Essi fanno riferimento alle persone in cerca di lavoro in rapporto alla forza lavoro, sulla base di criteri e definizioni armonizzate. Le stime della forza lavoro sottostanti il tasso di disoccupazione non sono uguali alla somma dei livelli di occupazione e disoccupazione riportati nella sezione 5.3.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.4 riportano le posizioni di bilancio delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro. I dati, in genere consolidati, si basano sulla metodologia SEC 95. Gli aggregati annuali per l'area dell'euro, riportati nelle sezioni da 6.1 a 6.3, sono compilati dalla BCE sulla base di dati armonizzati forniti dalle banche centrali nazionali e aggiornati regolarmente. I dati sui disavanzi e sul debito per i paesi dell'area dell'euro possono pertanto differire da quelli utilizzati dalla Commissione europea nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi. Gli aggregati trimestrali per l'area dell'euro, riportati nella sezione 6.4, sono compilati dalla BCE sulla base di dati forniti dall'Eurostat e di dati nazionali.

Nella sezione 6.1 vengono presentati i dati annuali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000 [6)], che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 [7)] sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche.

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 da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) [8)] 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)

6) GU L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.
7) GU L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.
8) GU L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). Il primo rapporto sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e., basato sulle raccomandazioni della *Task force*, è disponibile sul sito INTERNET della BCE.

La presentazione delle transazioni nette nel conto finanziario segue le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: un incremento delle attività è riportato con un segno negativo, mentre un incremento delle passività con un segno positivo. Nel conto corrente e nel conto capitale sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo.
Le statistiche sulla b.d.p. dell'area dell'euro sono compilate dalla BCE. I dati mensili relativi ai periodi più recenti sono da considerarsi provvisori; essi vengono rivisti al momento dell'uscita del dato relativo al mese successivo e/o della pubblicazione dei dati trimestrali dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.1, la tavola 2 riporta i dati corretti per la stagionalità relativi al conto corrente. I dati sono corretti per tenere conto degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 5 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 6 e 7 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 (colonne 5 e 6), le transazioni di b.d.p. includono acquisti e vendite di di azioni e titoli di debito emessi dalle IFM nell'area dell'euro, ad eccezione delle quote di fondi comuni monetari e dei titoli di debito con scadenza fino a due anni. Una nota metodologica sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www. ecb.int). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali*

controparti nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

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 degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

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.

La sezione 7.5 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 tavola 1 nella sezione 7.5 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 geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

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 da 7.1 a 7.3). 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.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del

1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini, Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

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

EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO

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

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA [1)]

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 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 rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 12 marzo 2003. In aggiunta, decide di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 0,25 punti percentuali, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dal 7 marzo 2003.

3 APRILE 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

8 MAGGIO 2003

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,50, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente.

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.

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 ope-

razioni 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, 2 DICEMBRE 2004 E 13 GENNAIO 2005

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.

14 GENNAIO 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 25 a 30 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2005. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di fondi del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2005. L'Eurosistema continuerà, tuttavia, a erogare la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo si riserva la facoltà di adeguare nuovamente il volume di aggiudicazione agli inizi del 2006.

3 FEBBRAIO, 3 MARZO, 7 APRILE, 4 MAGGIO, 2 GIUGNO, 7 LUGLIO, 4 AGOSTO E 1° SETTEMBRE 2005

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 secondo trimestre del 2005 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 291.541 pagamenti, per un valore di 1.919 miliardi di euro. Per entrambi i dati si tratta del livello più elevato mai registrato dall'avvio del sistema nel gennaio del 1999. Rispetto al trimestre precedente si è avuto un incremento del 5 per cento in termini di volume e del 2 per cento in termini di valore.

La quota di mercato complessiva di Target si è mantenuta su livelli elevati in termini sia di volume, con il 58 per cento, sia di valore, con l'89 per cento. Quest'ultimo dato è superiore del 2 per cento a quello del corrispondente periodo dello scorso anno, sostanzialmente a causa dell'aumento del 18 per cento del segmento dei pagamenti tra Stati membri per conto della clientela.

PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2005 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 222.025 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore di 1.275 miliardi di euro, con una crescita rispetto al trimestre precedente del 6 e del 2 per cento, rispettivamente in termini di volume e di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2004, il volume è aumentato del 6 per cento e il valore del 9 per cento. I pagamenti interni agli Stati membri hanno rappresentato il 76,2 e il 66,4 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno il loro valore medio è diminuito da 5,9 a 5,7 milioni di euro. Di tali pagamenti, il 67 per cento è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione di euro. In media giornaliera, 148 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Il giorno di maggiore traffico in questo segmento è stato il 30 giugno, l'ultima giornata del primo semestre, quando sono stati trattati in totale 319.852 pagamenti per un valore complessivo di 1.843 miliardi di euro.

PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel secondo trimestre del 2005, il numero medio giornaliero dei pagamenti fra Stati membri regolati in Target è stato pari a 69.515, per un valore di 644 miliardi di euro; ciò rappresenta un aumento, rispetto al primo trimestre, del 3 e del 2 per cento rispettivamente in volume e in valore. Sempre nello stesso periodo, il comparto interbancario è cresciuto in maniera marginale (meno dell'1 per cento) in termini di volume, e del 2 per cento in termini di valore, mentre i pagamenti per conto della clientela hanno segnato un incremento del 6 per cento sia in volume, sia in valore. In rapporto al numero medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri la componente interbancaria ha rappresentato il 48 e il 95 per cento rispettivamente in volume e in valore. Il valore medio dei pagamenti di quest'ultimo tipo è aumentato, rispetto al trimestre precedente, da 18 a 18,3 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela da 895.000 a 902.000 euro. Il 64 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 15 per cento ha superato un milione di euro. In media giornaliera, circa 48 pagamenti tra Stati membri hanno oltrepassato il miliardo di euro. Il picco dell'attività si è osservato anche in questo caso il 30 giugno, ultimo giorno del semestre, con un totale di 94.191 pagamenti per complessivi 900 miliardi di euro.

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel secondo trimestre del 2005 il sistema ha raggiunto una disponibilità complessiva del 99,81 per cento, contro il 99,73 per cento del trimestre precedente. Si sono verificati 19 "incidenti" con effetti sulla disponibilità di Target, 12 in meno rispetto al primo trimestre. Gli incidenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l'esecuzione di pagamenti per un periodo pari o superiore a dieci minuti. Nel periodo in esame si è verificato un unico incidente di durata superiore a due

Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target e dagli altri principali sistemi di trasferimento di fondi interbancari: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)

	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
volume totale	17.264.247	16.871.971	18.033.316	17.219.984	18.952.096
media giornaliera	274.036	255.636	273.232	277.741	291.541
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	4.286.846	4.068.531	4.305.815	4.183.482	4.518.137
media giornaliera	68.045	61.644	65.240	67.476	69.515
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	12.977.401	12.803.440	13.727.501	13.036.502	14.433.959
media giornaliera	205.990	193.992	207.992	210.266	222.025
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
volume totale	9.840.955	10.831.383	11.382.418	10.883.591	11.856.745
media giornaliera	156.206	164.112	172.420	175.542	182.452
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.767.244	1.700.070	1.766.831	1.681.581	1.760.484
media giornaliera	28.051	25.759	26.770	27.122	27.098
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	184.269	128.745	119.693	127.802	183.226
media giornaliera	2.925	1.951	1.813	2.061	2.811
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
volume totale	316.448	237.482	139.269		
media giornaliera	5.023	3.598	2.360		

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

(miliardi di euro)

	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.
Target					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	111.025	107.592	116.389	116.318	124.726
media giornaliera	1.762	1.630	1.763	1.876	1.919
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	36.046	35.378	38.226	39.152	41.846
media giornaliera	572	536	579	631	644
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	74.979	72.214	78.163	77.166	82.881
media giornaliera	1.190	1.094	1.184	1.245	1.275
Altri sistemi					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	10.987	10.487	11.005	10.483	10.850
media giornaliera	174	159	167	169	167
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4.765	4.217	4.215	3.922	4.102
media giornaliera	76	64	64	63	63
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
ammontare totale	117	117	113	122	117
media giornaliera	2	2	2	2	2
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SPI)					
ammontare totale	60	110	37		
media giornaliera	1	2	1		

Tavola 3 Disponibilità di Target per ciascuna componente nazionale e per il meccanismo dei pagamenti della BCE

Componenti di Target	Disponibilità 2° trim. 2005 (in percentuale)
Belgio	99,77
Danimarca	99,90
Germania	98,92
Grecia	99,70
Spagna	99,96
Francia	99,71
Irlanda	100,00
Italia	100,00
Lussemburgo	99,64
Paesi Bassi	100,00
Austria	100,00
Polonia	100,00
Portogallo	100,00
Finlandia	100,00
Svezia	99,56
Regno Unito	100,00
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,83
Disponibilità complessiva di Target	99,81

ore. La tavola 3 riporta i valori relativi a ciascuna componente nazionale di Target e del meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism* – EPM). Nel secondo trimestre il 95,62 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, il 3,78 per cento in un intervallo fra 5 e 15 minuti e lo 0,30 per cento ha richiesto un tempo fra i 15 e i 30 minuti. In media giornaliera, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti solo per 209 pagamenti, una cifra che va valutata alla luce dei 69.515 pagamenti fra Stati membri regolati mediamente ogni giorno.

PRESENTAZIONE DI TARGET ALLA CONFERENZA SIBOS DI COPENHAGEN

Dal 2000 l'Eurosistema presenta il sistema Target alla conferenza Sibos, organizzata tutti gli anni da SWIFT. L'Eurosistema sarà presente anche all'edizione 2005 di Sibos, che si terrà dal 5 all'8 settembre a Copenhagen. Per i partecipanti all'evento ciò costituisce un'eccellente opportunità per conoscere meglio l'euro, i servizi finanziari disponibili nell'area dell'euro, Target e il sistema di seconda generazione, Target2. Presso lo stand dell'Eurosistema sarà possibile ottenere informazioni aggiornate in un'amplissima gamma di supporti mediatici. I rappresentanti dell'Eurosistema saranno a disposizione per rispondere alle domande dei visitatori. Infine, il 6 settembre dalle 16:00 alle 17:30 si terrà un incontro specificamente dedicato a Target2.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004

Scopo di questo elenco è informare i lettori sui principali documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2004. Per i *Working Paper*, la lista si riferisce soltanto alle pubblicazioni diffuse fra giugno e agosto 2005. 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 2003, aprile 2004.
Rapporto annuale 2004, aprile 2005.

RAPPORTO SULLA CONVERGENZA

Rapporto sulla convergenza 2004, ottobre 2004.

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.
Il nuovo accordo di Basilea sui requisiti patrimoniali: principali caratteristiche e implicazioni, gennaio 2005.
I flussi di capitale verso le economie emergenti: nuove caratteristiche e sviluppi recenti, gennaio 2005.

La disciplina di mercato per le banche, febbraio 2005.
L'esperienza iniziale dell'Eurosistema dopo le modifiche all'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria, febbraio 2005.
Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti, febbraio 2005.
Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria, aprile 2005.
Comparabilità delle statistiche per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone, aprile 2005.
Gli standard SEBC-CESR in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli nell'Unione europea, aprile 2005.
La politica monetaria e i differenziali di inflazione in un'area valutaria eterogenea, maggio 2005.
Il consolidamento e la diversificazione nel settore bancario dell'area dell'euro, maggio 2005.
L'evoluzione del quadro istituzionale in tema di corporate governance, maggio 2005.
L'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo: concetto, proprietà ed esperienza, luglio 2005.
La strategia di Lisbona cinque anni dopo, luglio 2005.
L'uso delle statistiche armonizzate sui tassi di interesse delle IFM, luglio 2005.
La riforma del Patto di stabilità e crescita, agosto 2005.
Il ruolo dei paesi emergenti dell'Asia nell'economia mondiale, agosto 2005.
Le banconote in euro: sviluppi e sfide future, agosto 2005.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.

OCCASIONAL PAPERS SERIES

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 A. Enria e comprendente L. Cappiello, F. Dierick, S. Grittini, A. Maddaloni, P. Molitor, F. Pires e P. 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. Wredenborg, 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.
22 *Assessing potential output growth in the euro area – A growth accounting perspective*, di A. Musso e T. Westermann, gennaio 2005.
23 *The bank lending survey for the euro area*, di J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt e S. Scopel, febbraio 2005.
24 *Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries*, di V. Genre, D. Momferatou e G. Mourre, febbraio 2005.
25 *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices*, di G. Wolswijk and J. de Haan, marzo 2005.
26 *Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators*, di L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars e J. Vesala, aprile 2005.
27 *The EU budget: how much scope for institutional reform?*, di H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez e R. Ritter, aprile 2005.
28 *Regulatory reforms in selected EU network industries*, di R. Martin, M. Roma e J. Vansteenkiste, aprile 2005.
29 *Wealth and asset price effects on economic activity*, di F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan, A. William, giugno 2005.
30 *Competitiveness and the export performance of the euro area*, a cura di una *task force* del Comitato per la politica monetaria del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
31 *Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council*, di M. Sturm e N. Siegfried, giugno 2005.
32 *Managing financial crises in emergine market economies*, a cura di una *Task force* del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.
34 *Hedge funds and their implications for financial stability*, di T. Garbaravicius e F. Dieririk, agosto 2005.

WORKING PAPERS SERIES

490 *Unions, wage-setting and monetary policy uncertainty*, di H. P. Grüner, B. Hayo e C. Hefeker, giugno 2005.
491 *On the fit and forecasting performance of New-Keynesian models*, di M. Del Negro, F. Schorfheide, F. Smets e R. Wouters, giugno 2005.
492 *Experimental evidence on the persistence of output and inflation*, di K. Adam, giugno 2005.
493 *Optimal research in financial markets with heterogeneous private information: a rational expectations model*, di K. Tinn, giugno 2005.
494 *Cross-country efficiency of secondary education provision: a semi-parametric analysis with non-discretionary inputs*, di A. Afonso e M. St. Aubyn, giugno 2005.
495 *Measuring inflation persistence: a structural time series approach*, di M. Dossche e G. Everaert, giugno 2005.
496 *Estimates of the open economy New-Keynesian Phillips curve for euro area countries*, di F. Rumler, giugno 2005.
497 *Early-warning tools to forecast general government deficit in the euro area: the role of intra-annual fiscal indicators*, di J. J. Pérez, giugno 2005.
498 *Financial integration and entrepreneurial activity: evidence from foreign bank entry in emerging markets*, di M. Giannetti e S. Ongena, giugno 2005.
499 *A trend-cycle(-season) filter*, di M. Mohr, luglio 2005.

500 *Fleshing out the monetary transmission mechanism: output composition and the role of financial frictions*, di A. Meier e G. J. Müller, luglio 2005.
501 *Measuring comovements by regression quantiles*, di L. Cappiello, B. Gérard e S. Manganelli, luglio 2005.
502 *Fiscal and monetary rules for a currency union*, di A. Ferrero, luglio 2005.
503 *World trade and global integration in production processes: a re-assessment of import demand equations*, di R. Barrell e S. Dées, luglio 2005.
504 *Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison*, di B.-R. Wilhelmsen e A. Zaghini, luglio 2005.
505 *Public good issues in TARGET: natural monopoly, scale economics, network effects and cost allocation*, di W. Bolt e D. Humphrey, luglio 2005.
506 *Settlement finality as a public good in large-value payment systems*, di H. Pagès e D. Humphrey, luglio 2005.
507 *Incorporating a "public good factor" into the pricing of large-value payment systems*, di C. Holthausen e J.-C. Rochet, luglio 2005.
508 *Systemic risk in alternative payment system designs*, di P. Galos e K. Soramäki, luglio 2005.
509 *Productivity shocks, budget deficits and the current account*, di M. Bussière, M. Fratzscher e G. J. Müller, agosto 2005.
510 *Factor analysis in a New-Keynesian model*, di A. Beyer, R. E. A. Farmer, J. Henry e M. Marcellino, agosto 2005.
511 *Time or state-dependent price-setting rules? Evidence from Portuguese micro-data*, di D. A. Dias, C. R. Marques e J. M. C. Santos Silva, agosto 2005.
512 *Counterfeiting and inflation*, di C. Monnet, agosto 2005.
513 *Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the euro area*, di G. Coenen e R. Straub, agosto 2005.
514 *Gains from international monetary policy coordination: does it pay to be different?*, di Z. Liu e E. Pappa, agosto 2005.
515 *An international analysis of earnings, stock prices and bond yields*, di A. Durré e P. Giot, agosto 2005.
516 *The European Monetary Union as a commitment device for new EU Member States*, di F. Ravenna, agosto 2005.
517 *Credit ratings and the standardised approach to credit risk in Basel II*, di P. Van Roy, agosto 2005.

ALTRE PUBBLICAZIONI

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.
Standards for securities clearing and settlement in the European Union, ottobre 2004.
The European Central Bank - History, role and functions, di Hanspeter K. Scheller, 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.
Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, dicembre 2004.
Towards a single euro payments area – third progress report, dicembre 2004.
The euro bond market study 2004, dicembre 2004.
Financial stability review, dicembre 2004.
Review of the requirements in the field of general economic statistics, dicembre 2004.
Research network on capital markets and financial integration in Europe, dicembre 2004.
Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers, gennaio 2005.
Review of the international role of the euro, gennaio 2005.
Euro area balance of payments and international investment position statistics - Annual quality report, gennaio 2005.
Banking structures in the new EU Member States, gennaio 2005.
Progress Report on Target2, febbraio 2005.
The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures, febbraio 2005.
Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation, febbraio 2005.
Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures, febbraio 2005.

Statistics and their use for monetary and economic policy-making, marzo 2005.
Letter from the ECB President to the Chairman fo the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value option, aprile 2005.
Euro money market study, maggio 2005.
Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties, maggio 2005.
Regional economic integration in a global framework, Proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004, maggio 2005.
Target Annual Report 2004, maggio 2005.
The New EU Member States: Convergence and Stability, maggio 2005.
Financial stability review, giugno 2005.
Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, member of the European Parliament, giugno 2005.
Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions, giugno 2005.
Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: Connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d'Italia and its national RTGS system BIREL, giugno 2005.
Information guide for credit institution using TARGET, giugno 2005.
Statistical classification of financial markets instruments, luglio 2005.
Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions, luglio 2005.
Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (Blue Book, agosto 2005), (dati per il periodo 1999-2003), agosto 2005.
Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010), agosto 2005.
Central banks provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement, agosto 2005.
ECB statistics: a brief overview, agosto 2005.
Result of oversight assessment of retail payment systems in euro, agosto 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

TARGET2 – the future TARGET system, settembre 2004.
TARGET – the current system, settembre 2004.
TARGET – the current system, (aggiornamento 2005), agosto 2005.
TARGET2 – the future TARGET system, (aggiornamento 2005), agosto 2005.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende 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*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria. Comprendono le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono 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. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è costituita dal fatto che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

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 per occupato e il prodotto interno lordo a prezzi costanti per persona occupata.

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (compresi le amministrazioni pubbliche e il settore privato) e i titoli e detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: una curva che descrive la relazione esistente in un determinato momento fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza per titoli di debito con stesso rischio di credito ma 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)*]: i prestiti, le passività, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo. Tuttavia, a causa di limitazioni nei dati, il debito indicato nei conti finanziari trimestrali 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 più ampi conti finanziari annuali.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito totale lordo al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: categoria di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messa 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.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Eonia [*Eonia (euro overnight index average)*]: misura del tasso di interesse effettivo per il mercato interbancario *overnight* in euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [*EURIBOR (euro interbank offered rate)*]: tasso applicato ai prestiti in euro tra banche con elevato merito di credito; viene calcolato quotidianamente per depositi interbancari con scadenze varie, non superiori a dodici mesi.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria, quali, 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*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le

altre istituzionifinanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito che viene condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manufatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (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 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 gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (nonché 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), al netto dei sussidi, per ora effettivamente lavorata. I costi per ora lavorata si ottengono dividendo il totale dei detti costi relativi a 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*]: il divario fra il tasso di crescita degli stipendi e dei salari effettivamente corrisposti e quello delle retribuzioni contrattuali (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*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti ("attività) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti ("passività"). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *notes*, e 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 delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione non inferiore al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro ("investimenti diretti all'estero") e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti ("investimenti diretti nell'area dell'euro").

M1: aggregato monetario ristretto che 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 a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza) detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che ci compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare 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.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [*ERM II (exchange rate mechanism II)*]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine [*longer-term refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine sono effettuate tramite un'asta standard mensile, solitamente con scadenza a tre mesi.

Operazioni di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: tipo di operazione attivabile su iniziativa delle controparti messo a disposizione dall'Eurosistema, attraverso cui le controparti possono ottenere dalle banche centrali nazionali, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight* a fronte di attività idonee.

Operazione di rifinanziamento principale [*main refinancing operation*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni

di rifinanziamento principale sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Parità centrale [*central parity*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, intorno ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i 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 valore della produzione totale di beni e servizi di un'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 importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato input di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma 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*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 104, paragrafo 2, del Trattato che istituisce la Comunità europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato [*compensation per employee*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati.

Retribuzioni lorde mensili [*gross monthly earnings*]: i salari e gli stipendi lordi mensili degli occupati, compresi i contributi previdenziali a loro carico.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: ammontare minimo che un ente creditizio deve detenere a titolo di riserva presso l'Eurosistema. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri su 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.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. La BCE pubblica gli indici del TCE nominale dell'euro nei confronti di due gruppi di paesi partner: il TCE-23 (comprendente i 13 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e i 10 principali partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-42 (composto dal TCE-23 più altri 19 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE 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 delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dalle enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali e quello sui depositi presso la banca centrale.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche, i pagamenti delle cui cedole e capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (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.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3 nel medio periodo che risulta coerente con il mantenimento della stabilità dei prezzi. Attualmente è fissato al 4½ per cento.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: misura della variabilità attesa (deviazione standard in termini di variazioni percentuali annualizzate) dei prezzi, ad esempio dei titoli o delle azioni (o dei contratti *future* corrispondenti), desunta dai prezzi delle opzioni.