



BANCA CENTRALE EUROPEA

**BOLLETTINO MENSILE
OTTOBRE**

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

05 | 2005

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005





BANCA CENTRALE EUROPEA



BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 2005

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

© 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 05 ottobre 2005.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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



INDICE

EDITORIALE	5	STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI		CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'Eurosistema	I
Il contesto esterno all'area dell'euro	9		
Gli andamenti monetari e finanziari	17	DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2004	V
Prezzi e costi	36	GLOSSARIO	XI
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	45		
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	55		
Riquadri:			
1 Andamenti recenti degli investimenti diretti esteri nei nuovi Stati membri dell'UE in Europa centrale	12		
2 L'evoluzione del finanziamento mediante capitale di rischio (<i>private equity</i>) e capitale di ventura (<i>venture capital</i>) in Europa	23		
3 Le riserve in eccesso e l'attuazione della politica monetaria della BCE	27		
4 Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina	36		
5 La liberalizzazione del commercio e il relativo impatto sui settori tessile e dell'abbigliamento dell'area dell'euro	40		
6 I differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro sono ciclici o sono riconducibili all'andamento tendenziale?	46		
7 Evoluzione della qualità del lavoro nell'area dell'euro e relative implicazioni per la crescita della produttività del lavoro	52		
ARTICOLI			
Domanda di moneta e incertezza	61		
Valutazione della <i>performance</i> dei sistemi finanziari	79		

SIGLARIO

PAESI

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

ALTRE

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

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

EDITORIALE

Nella riunione tenuta il 6 ottobre 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 continua a essere adeguato, malgrado le ulteriori spinte al rialzo sui prezzi derivanti principalmente dagli andamenti dei mercati petroliferi. Nel contempo, occorre mantenere un atteggiamento molto vigile riguardo ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. È essenziale che l'attuale incremento del tasso di inflazione non si traduca in un aumento delle pressioni inflazionistiche di fondo nell'area dell'euro. Un atteggiamento molto vigile è necessario anche alla luce dell'abbondante liquidità presente nell'area. I tassi di interesse rimangono su livelli molto bassi su tutte le scadenze, in termini sia nominali sia reali, seguendo in tal modo a sostenere l'attività economica nell'area dell'euro. Perché tale sostegno non venga meno, è fondamentale che le aspettative di inflazione restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la definizione di stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, la crescita del PIL sul periodo precedente è stimata allo 0,4 per cento nel primo trimestre del 2005 e allo 0,3 nel secondo, frenata in particolare dai rincari del greggio. Coerentemente con le proiezioni di settembre degli esperti della BCE, gli indicatori basati sulle ultime indagini congiunturali segnalano, nel complesso, che l'espansione economica potrebbe gradualmente rafforzarsi dalla seconda metà dell'anno in corso. Dal lato esterno, la perdurante espansione della domanda mondiale dovrebbe sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Dal lato interno, gli investimenti beneficerebbero sia del protrarsi delle favorevoli condizioni di finanziamento, sia del

marcato incremento degli utili societari. I consumi dovrebbero segnare una graduale ripresa, sostanzialmente in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile reale.

Queste prospettive per l'attività economica restano soggette a rischi al ribasso, connessi principalmente alle quotazioni del petrolio, ai timori per gli squilibri a livello mondiale e al basso grado di fiducia dei consumatori. Ulteriori incertezze sono temporaneamente emerse riguardo agli effetti economici degli uragani che hanno colpito di recente gli Stati Uniti; secondo valutazioni effettuate nel frattempo, tali effetti saranno, in generale, limitati e di breve periodo.

Passando agli andamenti dei prezzi, i recenti rincari del greggio, in particolare, hanno spinto il tasso di inflazione complessiva su livelli notevolmente superiori al 2 per cento. Secondo la stima rapida dell'Eurostat, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC ha raggiunto il 2,5 per cento in settembre, a fronte del 2,2 dei due mesi precedenti, ed è probabile che rimanga su livelli elevati nel breve periodo. Nell'interpretare il forte rialzo dell'inflazione è essenziale operare una netta distinzione tra fattori temporanei e di breve periodo e fattori di natura più durevole.

Attualmente non si dispone ancora di informazioni più precise sull'evoluzione delle componenti dello IAPC in settembre, tuttavia si ritiene che gli incrementi dei prezzi del greggio abbiano nuovamente inciso in misura determinante. Tale incidenza sarebbe ora accentuata dai rincari della benzina che risultano molto più pronunciati per effetto degli eccezionali vincoli di capacità produttiva delle raffinerie, riconducibili ai due uragani che hanno colpito gli Stati Uniti. Se dovesse trovare conferma una graduale normalizzazione di questo segmento di mercato, i sensibili aumenti dei differenziali tra quotazioni petrolifere e prezzi dei prodotti raffinati potrebbero riassorbirsi. Pertanto, tali aumenti potrebbero essere solo di natura temporanea.

Tuttavia, non vi sono al momento indicazioni secondo cui i corsi del greggio si ridurrebbero in misura apprezzabile nel prossimo futuro. In base

alle attese del mercato, le quotazioni petrolifere rimarranno, piuttosto, su livelli elevati, principalmente per effetto della vigorosa domanda mondiale e, in certa misura, della fragilità dell'offerta. Su questo scenario si fonda quindi la valutazione del Consiglio direttivo sui futuri andamenti dei prezzi.

Ciò che importa, innanzitutto, è il modo in cui questi sviluppi incidono sulle prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Allo stadio attuale, continuano a non pervenire chiare indicazioni dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di origine interna nell'area dell'euro. In particolare, la dinamica salariale è rimasta contenuta negli ultimi trimestri e, data la debolezza dei mercati del lavoro, dovrebbe permanere al momento moderata. Lo scenario principale resta pertanto caratterizzato da elevati tassi di inflazione nel breve periodo, seguiti da una loro graduale diminuzione.

Nondimeno, sono aumentati i rischi al rialzo per questo scenario. Essi sono associati a diversi fattori: le perduranti incertezze sull'evoluzione dei mercati petroliferi, l'incidenza potenzialmente maggiore di quanto osservato finora della trasmissione dei rincari del petrolio ai prezzi al consumo attraverso la catena produttiva, e i possibili effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi. Tali fattori svolgono un ruolo importante nella valutazione del Consiglio direttivo sulla stabilità dei prezzi a medio termine. Inoltre, è necessario tenere conto dell'eventualità di ulteriori rialzi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. Occorre pertanto vigilare con molta attenzione affinché le attese di inflazione a più lungo termine nell'area dell'euro restino ben ancorate.

L'analisi monetaria consente di trarre ulteriori indicazioni sulle prospettive per l'inflazione nel medio-lungo periodo. Negli ultimi mesi è proseguita la vigorosa crescita degli aggregati monetari e creditizi nell'area dell'euro, con un tasso di incremento sui dodici mesi di M3 superiore all'8 per cento. La sostenuta espansione della moneta è stata principalmente stimolata in misura crescente dal basso livello dei tassi di interesse. Ne-

gli ultimi mesi la dinamica a breve termine di M3 si è ulteriormente rafforzata e l'aumento del credito, in particolare dei mutui ipotecari, rimane molto pronunciato. In tale contesto, è necessario seguire con attenzione la dinamica dei prezzi in diversi mercati immobiliari. Date le abbondanti condizioni di liquidità presenti nell'area, la forte accelerazione della moneta e del credito segnala rischi per la stabilità dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo.

In sintesi, l'analisi economica indica che i rincari del greggio e della benzina, in particolare, comportano revisioni al rialzo delle prospettive per gli andamenti dei prezzi a breve termine. Le pressioni inflazionistiche interne all'area dell'euro rimangono contenute nel medio periodo, tuttavia è opportuno tenere conto di considerevoli rischi al rialzo. Inoltre, l'analisi monetaria evidenzia rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine.

Nel complesso, la verifica incrociata delle informazioni desunte dai due pilastri conferma la necessità di vigilare molto attentamente al fine di mantenere le aspettative di inflazione di medio periodo su livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Ancorando saldamente le attese di inflazione a tali livelli, la politica monetaria continua a prestare un contributo significativo alla ripresa della crescita economica.

Per quanto attiene alle politiche di bilancio nell'area dell'euro, le più recenti informazioni forniscono nuovamente un quadro molto contrastante. Alcuni paesi seguitano a registrare squilibri considerevoli, mentre altri mantengono solide posizioni fiscali. L'elaborazione dei programmi di bilancio per il 2006 sta per essere ultimata nella maggior parte dei paesi dell'area. È essenziale che i prossimi bilanci siano orientati a un risanamento fiscale in grado di proseguire a un ritmo adeguato e di iscriversi in una strategia di riforma complessiva e adeguatamente concepita. Ciò contribuirebbe a migliorare il clima di fiducia nell'area, rafforzando le attese di finanze pubbliche sostenibili e propizie all'espansione economica e consolidando la credibilità del nuovo Patto di stabilità

e crescita. Quanto all'impatto degli elevati corsi petroliferi sui conti pubblici, è necessario proseguire l'azione di riequilibrio dei bilanci. Inoltre, come affermato nell'ultima dichiarazione del G7, l'erogazione di sovvenzioni e la fissazione artificiale di un tetto per i prezzi del greggio e dei prodotti petroliferi esercitano effetti negativi sul mercato internazionale e devono essere evitati. A lungo termine, peraltro, queste misure non giovano ai paesi che le attuano, poiché tutte le economie dovranno in ultima analisi adeguarsi ai più elevati corsi del petrolio.

Gli andamenti del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'area dell'euro svolgono un ruolo importante nel determinare i profili dell'inflazione e della competitività nei paesi dell'area. Dall'introduzione della moneta unica, diversi paesi dell'area hanno registrato incrementi cumulativi del CLUP decisamente più pronunciati rispetto alla media dell'area, mentre in altri sono stati significativamente inferiori.

Occorre comprendere che i differenziali dei tassi di crescita del CLUP sono in parte un fenomeno naturale in un'unione monetaria ben funzionante, poiché potrebbero riflettere un processo di convergenza oppure di necessario adeguamento a precedenti shock. A tale riguardo, è possibile che la flessibilità all'interno dell'area sia stata sottovalutata nella fase iniziale della sua esistenza.

Nel contempo, non bisogna cedere al compiacimento. In alcuni paesi dell'area dell'euro, gli incrementi salariali sono stati notevolmente e persistentemente superiori alla crescita della

produttività del lavoro, determinando andamenti del CLUP relativamente sostenuti per un periodo prolungato, maggiori pressioni inflazionistiche e perdite di competitività. Questi sviluppi potrebbero essere dovuti, almeno in parte, a rigidità dei salari, quali l'indicizzazione, esplicita o di fatto, delle retribuzioni nominali ai prezzi oppure gli elevati salari di riserva determinati dal livello dei sussidi di disoccupazione, nonché alla contenuta espansione della produttività del lavoro e alla scarsa concorrenza in alcuni settori.

Tenuto conto degli shock esterni, fra cui i sensibili aumenti dei corsi petroliferi, si avverte maggiormente l'esigenza di rafforzare la tenuta delle economie dell'area dell'euro accelerando il processo di riforma strutturale. Con il completamento del mercato interno dell'UE, tali riforme favorirebbero una dinamica del CLUP in linea con la stabilità dei prezzi e migliorerebbero ulteriormente il funzionamento del meccanismo di adeguamento nell'area, consolidando le basi per una crescita durevole del prodotto e dell'occupazione.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo valuta l'impatto dell'incertezza economica e finanziaria sulla domanda di moneta nell'area dell'euro, ponendo particolare enfasi sull'impatto dell'incertezza sulle scelte di portafoglio. Il secondo esamina il funzionamento dei sistemi finanziari nei paesi industriali, avvalendosi di un impianto concettuale completo e presentando a titolo esemplificativo una serie di indicatori pertinenti.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La crescita mondiale rimane nell'insieme abbastanza vigorosa. I recenti uragani nel Golfo del Messico hanno determinato un lieve indebolimento dell'attività negli Stati Uniti ma, poiché i loro effetti si prevedono temporanei e relativamente localizzati, le prospettive per l'economia mondiale restano relativamente favorevoli. Le spinte inflazionistiche permangono in generale piuttosto contenute, anche se le interruzioni nell'offerta di petrolio e prodotti della raffinazione riconducibili agli uragani potrebbero comportare un aumento dei tassi di inflazione.

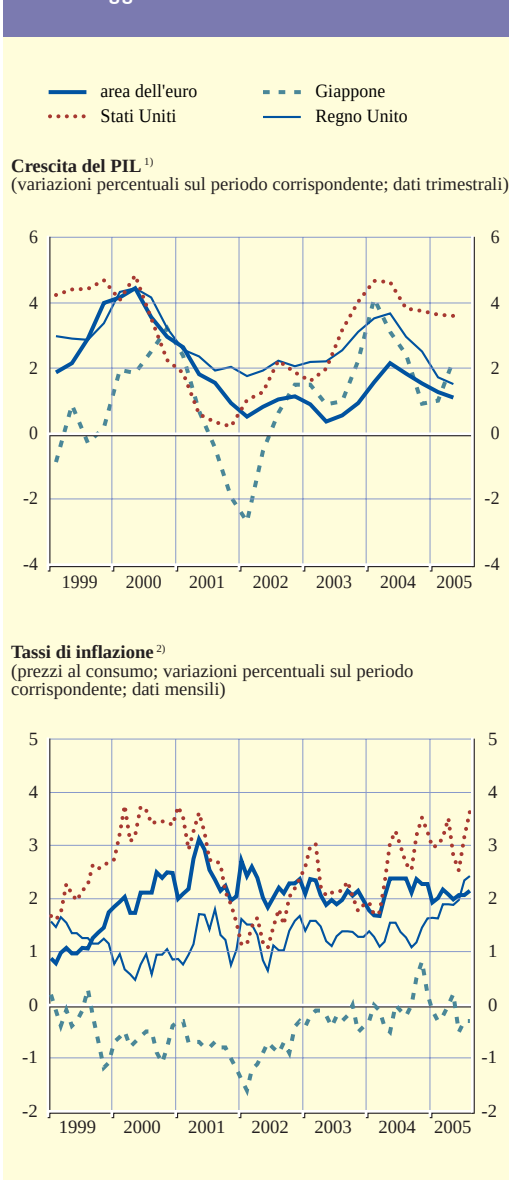
1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a espandersi a ritmi abbastanza sostenuti. Stando agli indicatori attualmente disponibili, gli uragani Katrina e Rita hanno determinato un temporaneo indebolimento dell'attività, dell'occupazione e del clima di fiducia dei consumatori negli Stati Uniti. Allo stesso tempo in Cina il tasso di espansione economica resta sostanzialmente invariato e in Giappone prosegue il processo di ripresa. I risultati delle indagini indicano che, nonostante il rinnovato slancio del settore manifatturiero, l'attività mondiale è sostenuta dai servizi. Le pressioni inflazionistiche restano generalmente piuttosto contenute. Benché l'inflazione al consumo sia recentemente aumentata in molte economie a seguito dell'incremento dei corsi petroliferi, gli aumenti sui dodici mesi dei prezzi al consumo calcolati al netto dei beni alimentari ed energetici sono stati più moderati e pari in luglio all'1,9 per cento nella media dei paesi dell'OCSE.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti gli uragani che hanno recentemente devastato il Golfo del Messico dovrebbero indebolire l'attività e sospingere verso l'alto i prezzi al consumo in autunno. Oltre a determinare perdite di produzione nella regione, gli uragani influiscono sugli andamenti macroeconomici per il tramite del loro impatto sull'operatività dei porti e degli aumenti dei prezzi dell'energia conseguenti alle turbative nei settori della produzione e raffinazione di petrolio. Ciò nonostante, è probabile che tali effetti macroeconomici siano relativamente contenuti e limitati al breve periodo. Il sottostante vigore dell'espansione economica difficilmente risentirà in misura sensibile degli uragani e la spesa per la ricostruzione dovrebbe concorrere a compensare almeno in parte gli effetti negativi per la crescita.

Figura 1 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.

Lo slancio dell'economia sembra fosse relativamente robusto prima degli uragani. Secondo le stime definitive, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è salito del 3,3 per cento sul periodo precedente (in ragione d'anno). Nel confronto con il trimestre precedente la crescita si è lievemente moderata, per lo più a causa del netto calo degli investimenti in scorte. L'espansione della domanda interna finale è rimasta vigorosa e la crescita delle esportazioni si è intensificata mentre quella delle importazioni è diminuita, probabilmente per la debolezza degli investimenti in scorte.

Piuttosto fiacca in primavera, la crescita della produzione manifatturiera ha registrato una ripresa nei mesi precedenti gli uragani. Allo stesso tempo gli indicatori dei consumi delle famiglie, degli investimenti in edilizia residenziale e degli investimenti fissi delle imprese sono aumentati in misura piuttosto consistente. Inoltre, è proseguito il graduale miglioramento dell'occupazione. Con riferimento ai fattori di fondo del prodotto e della domanda, gli effetti negativi degli aumenti delle quotazioni petrolifere e dei tassi di interesse a breve sarebbero stati complessivamente controbilanciati dai bassi tassi di interesse a lunga e dall'aumento dei prezzi delle abitazioni.

Guardando al futuro, in autunno gli andamenti economici risentiranno delle distruzioni provocate dagli uragani. Ciò nonostante, le prospettive per l'insieme dell'attività economica nel periodo successivo restano relativamente favorevoli alla luce dell'apparente solidità sottostante alla fase di espansione. Nella prima metà dell'anno prossimo la crescita del PIL dovrebbe ricevere un ulteriore sostegno dalla spesa per investimenti connessa allo sforzo di ricostruzione dopo gli uragani. I rischi principali per la crescita oltre l'immediato futuro riguardano gli effetti dei maggiori prezzi dell'energia in un contesto in cui le famiglie evidenziano tassi di risparmio eccezionalmente bassi e livelli di indebitamento storicamente elevati.

Gli incrementi dei prezzi al consumo a eccezione di quelli energetici sono rimasti relativamente contenuti nonostante l'aumento delle quotazioni petrolifere e del costo del lavoro per unità di prodotto. In agosto l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 3,6 per cento, ma escludendo i prodotti alimentari ed energetici è rimasta al 2,1 per cento. Per quanto concerne la politica monetaria, nella riunione del 20 settembre il Federal Open Market Committee ha deciso di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per l'undicesima volta consecutiva, al 3,75 per cento, ribadendo inoltre la valutazione secondo cui "la fase di restrizione delle condizioni monetarie proseguirebbe in modo graduale".

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica ha acquisito slancio dall'inizio dell'anno. Secondo la seconda stima, nel secondo trimestre il PIL in termini reali è salito dello 0,8 per cento sul trimestre precedente (3,3 per cento in ragione d'anno). Ciò rappresenta una significativa revisione al rialzo della stima iniziale (+0,3 per cento sul periodo precedente e +1,1 per cento in ragione d'anno), riconducibile principalmente alla correzione del contributo delle scorte e degli investimenti delle imprese private. I dati rivisti confermano che l'attuale ripresa dell'economia nipponica è trainata soprattutto dalla forte espansione della domanda interna privata. Nonostante il lieve indebolimento degli indicatori della produzione in luglio e agosto, le prospettive generali per l'economia giapponese restano favorevoli. L'indagine Tankan presso le imprese condotta dalla Banca del Giappone per il terzo trimestre mostra un nuovo moderato miglioramento del clima di fiducia delle imprese, soprattutto nel settore immobiliare e in quello del commercio al dettaglio.

Per quanto concerne i prezzi, in agosto sia l'indice dei prezzi al consumo (IPC) complessivo sia quello calcolato escludendo gli alimentari freschi hanno continuato a calare (rispettivamente dello 0,3 e 0,1 per cento sui dodici mesi). Nello stesso periodo i prezzi alla produzione misurati dall'in-

dice nazionale dei prezzi alla produzione sono invece aumentati dell'1,7 per cento, di riflesso ai rincari dei beni energetici.

Nella riunione dell'8-9 settembre 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 la Banca 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

Nel Regno Unito la crescita sul periodo precedente è salita allo 0,5 per cento durante il secondo trimestre. Benché in lieve miglioramento, la spesa privata è rimasta piuttosto debole. In particolare, i consumi delle famiglie hanno probabilmente risentito degli effetti ritardati dei passati incrementi dei tassi di interesse, della moderazione del mercato delle abitazioni e di un lieve peggioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. Nell'insieme, quest'anno la crescita del PIL in termini reali dovrebbe risultare significativamente inferiore al 3,2 per cento registrato nel 2004.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha continuato a salire in agosto, portandosi al 2,4 per cento sui dodici mesi. I prezzi dei trasporti, che dipendono in larga parte da quelli dei beni energetici, restano la fonte principale delle pressioni al rialzo sull'inflazione, alle quali hanno tuttavia contribuito in misura considerevole anche i prodotti alimentari e le bevande analcoliche. Nel secondo trimestre i prezzi degli immobili residenziali hanno evidenziato una dinamica relativamente modesta e la crescita delle retribuzioni medie si è lievemente moderata rispetto al periodo precedente.

ALTRI PAESI EUROPEI

In molti degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è mantenuta relativamente vigorosa durante il secondo trimestre e le prospettive per il terzo sono favorevoli. In gran parte di queste economie l'inflazione misurata sullo IAPC è aumentata in agosto, soprattutto per effetto dei maggiori prezzi dei beni energetici.

In Svezia la crescita del PIL in termini reali è salita allo 0,6 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre di quest'anno, sostenuta principalmente dalla domanda interna. Con riferimento alla Danimarca, è prevista una ripresa dell'attività dopo i livelli relativamente modesti del primo trimestre. Per l'insieme del 2005, l'attività economica dovrebbe restare relativamente vivace in entrambi i paesi. In agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha continuato ad aumentare sia in Danimarca (al 2,3 per cento), a causa degli elevati prezzi dei beni energetici ed alimentari, sia in Svezia dove è tuttavia rimasta contenuta (1,0 per cento).

Nel secondo trimestre i tre principali nuovi Stati membri hanno evidenziato profili diversi di crescita del PIL in termini reali. Mentre nella Repubblica Ceca e in Ungheria l'espansione del prodotto sul periodo corrispondente è aumentata (rispettivamente al 5,1 e al 4,0 per cento) – soprattutto per effetto della esportazioni e, nel caso dell'Ungheria, anche degli investimenti – in Polonia è scesa all'1,0 per cento. In prospettiva, per il 2005 si prevede una crescita del PIL ancora relativamente robusta nella Repubblica Ceca e in Ungheria e lievemente più debole in Polonia. Sullo sfondo dei significativi afflussi di investimenti diretti esteri nei nuovi Stati membri dell'UE e del potenziale impatto degli stessi sulla crescita di tali paesi, il riquadro *Andamenti recenti degli investimenti diretti esteri nei nuovi Stati membri dell'UE in Europa centrale* prende in esame tali flussi e la loro scomposizione per area geografica e per settore.

Nonostante le spinte al rialzo esercitate dai più elevati prezzi dei beni energetici, in agosto l'inflazione si è mantenuta relativamente stabile nei tre paesi, grazie soprattutto all'evoluzione favorevole dei prezzi dei beni alimentari e ai recenti apprezzamenti del cambio. In tale periodo l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta sostanzialmente invariata nella Repubblica Ceca (1,4 per cento) e in Ungheria (3,5 per cento), mentre è aumentata lievemente in Polonia (all'1,8 per cento). Alla luce dell'ulteriore miglioramento delle prospettive per l'inflazione, il 19 settembre la Magyar Nemzeti Bank ha abbassato il proprio tasso di interesse di riferimento di 0,25 punti percentuali, al 6 per cento.

Riquadro I

ANDAMENTI RECENTI DEGLI INVESTIMENTI DIRETTI ESTERI NEI NUOVI STATI MEMBRI DELL'UE IN EUROPA CENTRALE

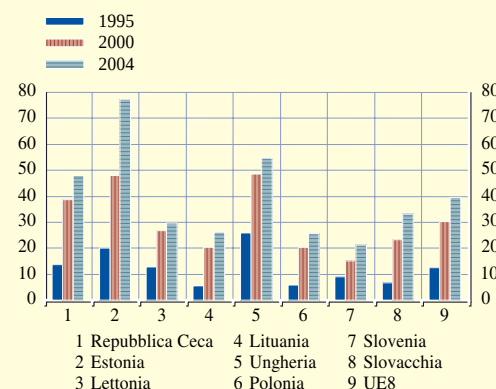
I nuovi Stati membri dell'UE in Europa centrale (Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Slovenia e Slovacchia; nel loro insieme denominati UE8) stanno attraversando una fase di espansione relativamente robusta, superiore a quella dell'area dell'euro. Gli investimenti diretti esteri (IDE) sono di norma considerati una determinante importante della crescita economica in quanto l'internazionalizzazione della produzione aiuta le imprese e i paesi a sfruttare meglio i propri vantaggi, migliora la competitività sui mercati e stimola il trasferimento di tecnologie e l'innovazione. Inoltre, gli IDE possono integrare le risorse finanziarie interne, le quali possono a volte risultare scarse nei paesi in via di convergenza. In tale contesto, questo riquadro fornisce alcuni dettagli aggiuntivi sugli andamenti recenti degli IDE nei paesi dell'UE8.

Dalle fasi iniziali della loro transizione, i paesi dell'UE8 hanno accumulato consistenti afflussi di IDE. Benché con andamenti notevolmente diversi da paese a paese, a partire dal 1995 i flussi annuali di IDE in entrata sono stati mediamente compresi fra il 2 e il 6 per cento del PIL¹⁾. Nell'insieme, tali flussi hanno registrato un aumento significativo fra il 1995 e il 2000 (al 6,2 per cento del PIL), per poi decelerare lievemente agli inizi del nuovo decennio. Nel 2004 gli afflussi di IDE nei paesi dell'UE8 sono stati pari al 3,3 per cento del PIL (15 miliardi di euro). In linea con i cospicui flussi in entrata, gli stock di IDE sono aumentati rapidamente in gran parte dei paesi dell'UE8 e nel 2004 sono stati mediamente pari al 40 per cento del PIL (cfr. figura A). L'accumulo maggiore di IDE in rapporto al PIL è stato registrato in Estonia (quasi l'80 per cento), seguita dall'Ungheria e dalla Repubblica Ceca. In Lettonia, Lituania, Polonia, Slovenia e Slovacchia gli afflussi sono stati più moderati e gli stock si sono mantenuti al di sotto della media degli UE8.

Fra i principali fattori alla base dell'accumulo di IDE nei paesi dell'UE8 figurano le prospettive di adesione all'UE e il processo di privatizzazione. Soprattutto negli anni novanta le privatiz-

Figura A Consistenze degli investimenti diretti dall'estero

(in percentuale del PIL)

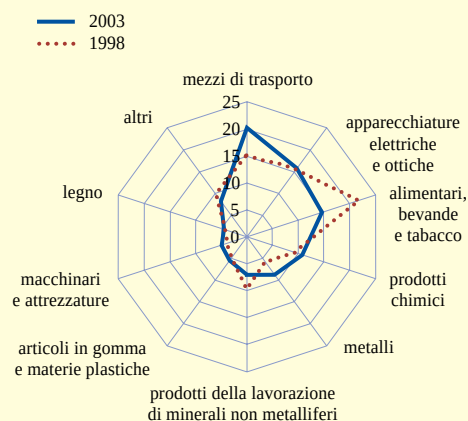


Fonti: WIIW e BCE.

1) Le informazioni sugli IDE provengono dalla banca dati del Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIIW). Le statistiche sugli stock e i flussi di IDE per tutti i paesi dell'UE8 coprono rispettivamente i periodi 1994-2004 e 1995-2004, mentre una scomposizione degli stock per settore, comparto e paese investitore è disponibile per il periodo 1998-2003.

Figura B Afflussi di investimenti diretti dall'estero per settore manifatturiero negli UE8

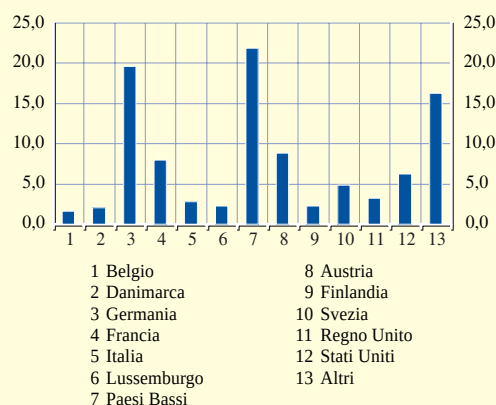
(in percentuale del PIL)



Fonte: WIIW.

Figura C Afflussi di investimenti diretti dall'estero per paese di origine negli UE8

(in percentuale)



Fonte: WIIW.

Nota: i dati si riferiscono a dicembre 2004, con l'eccezione di quelli relativi alla Repubblica Ceca, all'Ungheria, alla Polonia e alla Slovenia, i quali si riferiscono a dicembre 2003.

zazioni hanno influito in misura importante. Di fatto, le differenze nei tempi di attuazione del processo di privatizzazione e nel grado di apertura agli investimenti esteri contribuiscono a spiegare i diversi livelli di IDE nei vari paesi²⁾. Più di recente altre determinanti degli IDE quali i fattori di costo, le dimensioni del mercato, l'ubicazione, la stabilità politica e macroeconomica complessiva e le politiche in materia di IDE hanno acquistato maggiore rilevanza.

Gran parte degli afflussi di IDE negli Stati membri in questione si è diretta verso il settore dei servizi e in particolare verso i comparti dell'intermediazione finanziaria, delle attività commerciali, immobiliari e dei trasporti. Nel settore dei servizi – nel quale si è concentrato circa il 55 per cento dello stock totale di IDE in entrata a fronte di un 40 per cento circa di quello manifatturiero – gli IDE sono generalmente motivati dalla ricerca di sbocchi di mercato, benché di recente anche l'*outsourcing* e gli IDE in servizi orientati all'esportazione siano divenuti fattori importanti.

I dati disponibili sul settore manifatturiero suggeriscono che l'attività degli investitori esteri si è concentrata in pochi comparti. In particolare, circa la metà degli IDE affluiti in questo settore si è indirizzata verso i mezzi di trasporto, le apparecchiature elettriche e ottiche e la produzione alimentare (cfr. figura B). Negli ultimi anni l'incidenza del comparto dei mezzi di trasporto (e di quello metalmeccanico) è aumentata, il che potrebbe segnalare la creazione di "piattaforme per l'esportazione di manufatti" in tali comparti. Nel comparto alimentare, invece, gli IDE sono divenuti relativamente meno importanti in quanto generalmente connessi alle privatizzazioni e all'acquisto di imprese esistenti più che al processo di delocalizzazione. Gli altri principali comparti hanno sostanzialmente mantenuto la rispettiva quota sul totale degli IDE.

I paesi dell'UE8 hanno in media ricevuto la maggior parte degli afflussi di IDE dall'area dell'euro, la cui quota è gradualmente passata dal 64 per cento del 1998 al 71 per cento del 2004.

2) Per le limitazioni agli IDE, cfr. OCSE (2003), *World Economic Outlook*, Parigi. Cfr. anche Golub, S., *Measures of Restrictions on Inward Foreign Direct Investment for OECD Countries*, OECD Economic Studies, n.36, 2003.

Germania e Paesi Bassi, dando origine nel loro insieme a oltre il 40 per cento dello stock totale di IDE in entrata, sono stati i paesi più attivi, seguiti da Austria e Francia con una quota dell'8-9 per cento ciascuno (cfr. figura C). La diversa incidenza delle singole economie sottolinea l'importanza del fattore geografico, anche se determinati paesi potrebbero agire da canale per gli investimenti di altri paesi grazie ad esempio alle favorevoli condizioni finanziarie e fiscali ³⁾.

In prospettiva, come attesta fra l'altro la decelerazione degli afflussi di IDE in gran parte dei paesi dell'UE8 negli ultimi anni, il processo di privatizzazione ha generalmente esaurito il suo ruolo di determinante principale degli IDE. Su tale sfondo, il contesto istituzionale e imprenditoriale e le caratteristiche economiche che attraggono gli IDE non connessi alle privatizzazioni assumeranno un'importanza crescente per i paesi dell'UE8 al fine di mantenere livelli elevati di afflussi per IDE. In particolare, per garantire futuri afflussi di IDE risultano necessari uno stabile contesto macroeconomico, una struttura di costi favorevole, la disponibilità di manodopera qualificata e una rete di infrastrutture sufficientemente sviluppata.

3) I deflussi per IDE dal Lussemburgo e dai Paesi Bassi rispecchiano in parte il ruolo di questi paesi come canali per gli investimenti che hanno origine al di fuori dell'area dell'euro dal momento che molte multinazionali indirizzano IDE verso questi due paesi attraverso società veicolo (Special purpose entities) (Occasional Paper della BCE, n.30, giugno 2005, pag. 58).

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nei paesi asiatici escluso il Giappone l'economia ha continuato a crescere a ritmi sostenuti in luglio e agosto, sorretta principalmente dal perdurante miglioramento della domanda interna e da una lieve ripresa della crescita delle esportazioni. Nel contempo le pressioni inflazionistiche sono rimaste generalmente moderate.

In luglio e agosto l'espansione dell'economia cinese si è mantenuta robusta, grazie al vigore delle esportazioni e della domanda interna. In agosto la crescita delle esportazioni è salita al 31,9 per cento e quella delle importazioni ha subito un aumento significativo, al 23,2 per cento. Allo stesso tempo, la domanda interna ha continuato a stimolare l'attività economica. La crescita sui dodici mesi della produzione industriale e delle vendite al dettaglio, benché in lieve calo dai livelli di luglio, è rimasta elevata in agosto e rispettivamente pari al 16,0 e al 12,5 per cento. Le misure restrittive di politica monetaria adottate un anno e mezzo fa sarebbero state lievemente allentate, con una ripresa a luglio e agosto dell'espansione sui dodici mesi dell'offerta di moneta e dei prestiti bancari. Per quanto concerne i prezzi, le pressioni inflazionistiche hanno continuato a moderarsi e in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa all'1,3 per cento, dall'1,8 di luglio, per una moderazione nei prezzi dei beni alimentari.

Le prospettive economiche per i paesi asiatici escluso il Giappone restano piuttosto favorevoli, sostenute dal perdurante miglioramento della domanda interna e dalla lieve ripresa della crescita delle esportazioni. L'atteso rallentamento dell'economia cinese potrebbe essere inferiore al previsto, grazie al maggior contributo dell'interscambio netto (risultante soprattutto dalla più lenta dinamica delle importazioni) e al venir meno di alcune delle misure di inasprimento monetario adottate in precedenza.

AMERICA LATINA

Gli ultimi dati pubblicati mostrano che le economie dell'America latina continuano a crescere, anche se a ritmi inferiori rispetto ai mesi precedenti. Dopo la robusta crescita del PIL in termini reali registrata in Messico e in Brasile nel secondo trimestre rispetto al primo, in luglio la produzione industriale messicana è diminuita dell'1,1 per cento sui dodici mesi mentre quella brasiliana è

aumentata di appena lo 0,5 per cento. Allo stesso tempo in Argentina l'attività industriale ha continuato a crescere a ritmi relativamente elevati (+7,6 per cento sui dodici mesi in agosto). La recente decelerazione di alcuni paesi latino-americani è generalmente ritenuta temporanea in quanto la domanda interna dovrebbe rafforzarsi nel resto dell'anno.

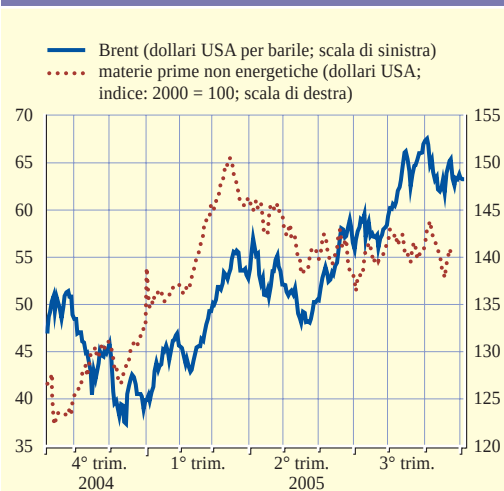
1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Negli ultimi mesi i prezzi del petrolio hanno raggiunto nuovi massimi storici in un contesto caratterizzato da una marcata volatilità sullo sfondo di condizioni più tese dei fondamentali di mercato. Il 5 ottobre il greggio di qualità Brent veniva quotato a 61,5 dollari, un livello superiore del 52 per cento a quello degli inizi di quest'anno. L'erosione del margine di capacità mondiale inutilizzata lungo l'intera catena di approvvigionamento e, di conseguenza, l'elevata sensibilità a variazioni inaspettate dell'equilibrio fra la domanda e l'offerta hanno reso i corsi petroliferi elevati e volatili. Benché più moderata nel confronto con lo scorso anno, la crescita della domanda di petrolio è rimasta relativamente robusta in termini storici nonostante i prezzi eccezionalmente elevati. Nel contempo, tassi di crescita dell'offerta dei paesi non appartenenti all'OPEC inferiori alle attese hanno accresciuto la necessità di ricorrere all'OPEC per colmare il divario fra la domanda mondiale e la produzione dei paesi non appartenenti all'Organizzazione. La capacità inutilizzata dell'OPEC è tuttavia limitata. Negli ultimi anni, la crescita inaspettatamente vigorosa della domanda e gli scarsi investimenti nelle infrastrutture di raffinazione hanno determinato una riduzione del margine di capacità inutilizzata a livello sia di produzione sia di raffinazione su scala mondiale.

Gli effetti dei recenti uragani hanno ulteriormente acuito le tensioni lungo una catena di approvvigionamento già gravata da vincoli di capacità. La zona del Golfo del Messico colpita dagli uragani riveste un ruolo importante nel contesto dell'infrastruttura petrolifera statunitense e le perdite in termini di capacità di produzione e di raffinazione sono state rilevanti. Mentre le quotazioni del greggio sono successivamente tornate sui livelli precedenti gli uragani, quelle dei prodotti raffinati e in particolare della benzina hanno avvertito effetti maggiormente prolungati. Il riquadro dal titolo *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina* nella sezione *Prezzi e costi* fornisce ulteriori informazioni in merito ai movimenti recenti delle quotazioni del petrolio e della benzina e all'impatto della stessa sui prezzi al consumo nell'area dell'euro. Stando ai contratti *future*, negli anni a venire le quotazioni del petrolio dovrebbero restare vicine ai livelli attuali.

Dopo essere scesi dal massimo di marzo, negli ultimi cinque mesi i corsi delle materie prime non energetiche sono rimasti sostanzialmente invariati in un contesto in cui gli aumenti dei prezzi delle materie prime industriali sono stati controbilanciati dal calo di quelli dei beni alimentari. Ciò nonostante, in settembre i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori di circa il 13,5 per cento rispetto a un anno prima.

Figura 2 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono piuttosto favorevoli. I recenti uragani nel Golfo del Messico determineranno verosimilmente una lieve flessione dell'attività negli Stati Uniti. È tuttavia probabile che tale flessione sia relativamente localizzata e temporanea e che la spesa per la ricostruzione finisca per sostenere la crescita. Gli effetti diretti di trasmissione ad altri paesi dovrebbero essere relativamente limitati, sempre che i prezzi dei prodotti della raffinazione del petrolio tornino in tempi piuttosto rapidi sui livelli precedenti gli uragani. Ciò nonostante, è probabile che gli effetti indiretti esercitati per il tramite dei maggiori prezzi dei beni energetici siano più ampiamente avvertiti benché anch'essi relativamente temporanei. Il ritmo di crescita dell'economia mondiale sembra alquanto robusto, sostenuto dalle favorevoli condizioni di finanziamento e di redditività. Pur non incorporando ancora l'impatto dei recenti uragani, il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è ulteriormente aumentato in luglio attestando il perdurante miglioramento delle prospettive dopo il temporaneo indebolimento osservato agli inizi dell'anno. Gli andamenti recenti dei prezzi del petrolio e dei prodotti della raffinazione, e più in particolare della benzina, sottolineano le condizioni tese dei fondamentali di mercato. Di conseguenza, le quotazioni petrolifere restano il rischio più significativo per quelle che, nell'insieme, si configurano come prospettive relativamente favorevoli per l'economia mondiale.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita sui dodici mesi di M3 si è ulteriormente rafforzata in agosto, proseguendo la tendenza osservata da metà 2004. L'effetto di stimolo del basso livello prevalente dei tassi di interesse rimane il fattore dominante alla base delle dinamiche della moneta e del credito. In particolare, i mutui concessi dalle IFM per l'acquisto di abitazioni continuano a essere la principale determinante dell'espansione del credito al settore privato. La crescita sostenuta della moneta e del credito nel contesto di una liquidità già abbondante comporta rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Inoltre, tali rischi determinano la necessità di tenere sotto stretta osservazione l'evoluzione dei prezzi delle attività, dal momento che potrebbero emergere disallineamenti dei prezzi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è salito all'8,1 per cento, dal 7,9 di luglio. Nel periodo giugno-agosto la media a tre mesi del tasso è aumentata al 7,9 per cento, contro il 7,6 del periodo maggio-luglio. I dati sugli ultimi mesi confermano il rafforzamento della crescita di M3 osservato dalla seconda metà del 2004 e interrotto solo temporaneamente da un rallentamento agli inizi di quest'anno. Il vigore dell'espansione di M3 è particolarmente riscontrabile nell'evoluzione a più breve termine, come mostrato dall'ulteriore aumento in agosto del tasso di crescita sui sei mesi espresso in ragione d'anno al 9,2 per cento, dall'8,6 per cento del mese precedente (cfr. figura 3).

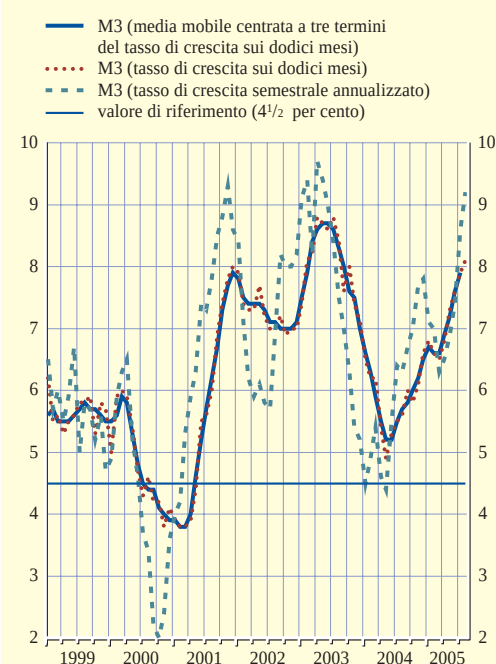
I dati di agosto suffragano la tesi che l'effetto di stimolo esercitato dal prevalere di un basso livello dei tassi di interesse sia stato il principale fattore alla base della dinamica monetaria. Dal lato delle componenti, il maggior contributo all'attuale elevato livello della crescita di M3, nonché al suo rafforzamento negli ultimi mesi, è provenuto dalle attività più liquide di M3 contenute nell'aggregato monetario ristretto M1. Dal lato delle contropartite, il basso livello prevalente dei tassi di interesse ha contribuito a un ulteriore incremento del tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato.

Nel contempo la normalizzazione delle scelte di portafoglio da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro, che aveva frenato la crescita di M3 a fine 2003 e inizio 2004, ha perso slancio, di riflesso, tra l'altro, alla riluttanza ad acquistare attività estere più rischiose e a più lungo termine, il che sta impedendo un sostanziale rientro dalle scorse riallocazioni di portafoglio.

Dato il sostenuto tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 nei trimestri più recenti,

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.

la liquidità nell'area dell'euro rimane abbondante. Ciò comporta rischi per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine, in particolare se una parte significativa di tale liquidità dovesse essere rivolta all'acquisto di beni e servizi in una fase di miglioramento del clima di fiducia e di rafforzamento dell'attività economica reale. Inoltre, la forte espansione del credito nel contesto di una liquidità abbondante determina la necessità di tenere sotto attenta osservazione le dinamiche dei prezzi delle attività, dal momento che potrebbero emergere disallineamenti dei prezzi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In agosto gli andamenti di M1 hanno continuato a fornire il maggiore contributo alla crescita sui dodici mesi di M3, nonché al suo rafforzamento negli ultimi mesi. Fra le componenti di M1, è proseguita la rapida espansione del circolante ed è ulteriormente aumentato il tasso di crescita sui dodici mesi dei depositi a vista, mentre quello dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è rimasto invariato in agosto rispetto a luglio (cfr. tavola 1). L'attuale vigore della domanda di depositi a breve termine riflette probabilmente il basso costo opportunità di detenere tali attività in un contesto di bassi tassi di interesse.

Il tasso di incremento dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM (escluso l'Eurosistema) è ulteriormente aumentato in agosto. Questa classe di attività costituisce l'aggregato più ampio delle componenti di M3 per cui sono disponibili le informazioni per settore detentore e in agosto ha rappresentato circa l'80 per cento dell'aggregato ampio. Dalla metà del 2004 l'accumulo di questo tipo di attività ha interessato tutti i settori. Tuttavia, contributi particolarmente sostanziali all'aumento del tasso di crescita sono provenuti dal comparto degli intermediari finanziari non monetari, malgrado la sua quota relativamente modesta sull'insieme dei depositi a breve termine.

Tavola 1 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 lug.	2005 ago.
M1	48,1	9,6	9,3	9,6	9,8	11,1	11,5
Banconote e monete in circolazione	7,3	20,3	19,1	18,0	17,3	16,0	15,6
Depositi a vista	40,9	7,9	7,7	8,2	8,5	10,2	10,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	37,4	2,0	3,5	4,5	5,0	5,3	5,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,2	-5,8	-2,4	0,5	2,6	4,0	4,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	22,2	7,6	7,4	7,1	6,6	6,0	5,9
M2	85,5	5,8	6,4	7,1	7,5	8,3	8,5
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,5	4,1	3,9	4,0	4,4	5,6	5,5
M3	100,0	5,6	6,1	6,7	7,1	7,9	8,1
Credito a residenti nell'area dell'euro		6,2	6,0	6,5	6,5	6,7	6,9
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	-1,8	-1,1
Credito al settore privato		6,2	6,7	7,3	7,8	8,3	8,5
Prestiti al settore privato		6,2	6,9	7,3	7,5	8,3	8,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		8,5	8,9	9,5	9,6	9,9	9,8

Fonte: BCE.

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

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili compresi in M3 è stato pari al 5,5 per cento in agosto, sostanzialmente invariato da luglio. Ciò riflette andamenti contrastanti delle componenti sottostanti. Da un lato, si è registrata una flessione del tasso di espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, che sono spesso impiegati in periodi di accresciuta incertezza come strumento per detenere fondi quando le attività alternative sono giudicate troppo rischiose dagli investitori. La crescita relativamente moderata di questi strumenti negli ultimi mesi, dopo tassi di incremento a due cifre fra la metà del 2001 e la fine del 2003, indica una normalizzazione delle scelte di portafoglio dei residenti nell'area dell'euro. Dall'altro lato, si è registrata una forte crescita sui dodici mesi dei titoli di debito con scadenza fino a due anni, probabilmente riconducibile in parte all'emergere di nuovi prodotti strutturati, che combinano tali titoli con strumenti derivati che offrono un'esposizione agli andamenti dei mercati azionari e obbligazionari.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita dei prestiti concessi dalle IFM al settore privato è ulteriormente salito, all'8,4 per cento in agosto dall'8,3 di luglio. La perdurante forte espansione dei prestiti delle IFM ha interessato tutti i settori, riflettendo l'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse e un miglioramento delle condizioni di offerta del credito nell'ultimo anno.

I prestiti delle IFM alle famiglie hanno continuato a essere sospinti soprattutto dal dinamismo dei mutui per l'acquisto di abitazioni, cresciuti in agosto a un tasso del 10,7 per cento, contro il 10,6 di luglio (cfr. tavola 2). Il forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni rispecchia il contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari e il vigore dell'andamento del mercato degli immobili residenziali in talune regioni dell'area dell'euro. La domanda di prestiti delle IFM da parte di

Tavola 2 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 lug.	2005 ago.
Società non finanziarie	41,3	4,3	5,1	5,7	6,1	6,8	6,7
Fino a 1 anno	30,4	-1,4	1,6	3,3	4,5	4,9	4,4
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	6,1	5,8	6,7	6,5	7,3	6,3
Oltre 5 anni	52,3	7,3	7,0	6,9	7,0	7,8	8,2
Famiglie ²⁾	50,7	7,4	7,9	8,1	8,2	8,5	8,6
Credito al consumo ³⁾	13,3	6,0	6,2	6,4	6,8	6,8	7,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	69,0	9,3	9,9	10,1	10,1	10,6	10,7
Altri prestiti	17,6	2,2	1,9	2,2	2,1	2,2	2,3
Società di assicurazione e fondi pensione	0,8	18,3	14,4	23,0	14,3	11,5	18,6
Altri intermediari finanziari non monetari	7,2	8,6	10,2	10,4	11,0	14,9	16,5

Fonte: BCE.

Note: settore delle IFM compreso l'Eurosistema; classificazione per settore basata sul SEC 95. Per ulteriori dettagli cfr. le relative note tecniche.

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

società non finanziarie, che si è intensificata dagli inizi del 2004, è rimasta sostanzialmente stabile in agosto. Sebbene il tasso di crescita dei prestiti con scadenza fino a cinque anni si sia attenuato, quello dei prestiti a più lungo termine si è ulteriormente rafforzato. Mentre la domanda di credito delle IFM da parte del settore privato è nuovamente aumentata, il tasso di crescita del credito erogato dalle IFM alle amministrazioni pubbliche è diminuito, riflettendo prevalentemente il minore incremento dei titoli pubblici detenuti dal settore delle IFM.

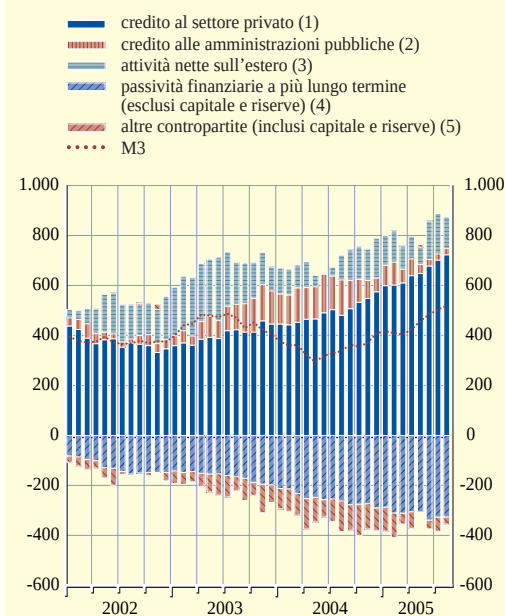
Fra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è stato pari al 9,8 per cento in agosto, sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente e solo leggermente al di sotto del massimo di giugno (cfr. tavola 1). Questa dinamica sostenuta è principalmente riconducibile agli andamenti dei titoli di debito emessi con una scadenza superiore a due anni ed è indicativa di una perdurante propensione del settore detentore di moneta dell'area a investire in strumenti finanziari dell'area dell'euro a più lungo termine e più rischiosi.

Sebbene il flusso sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro sia diminuito a 127 miliardi di euro in agosto, da 162 miliardi nel mese precedente, esso ha tuttavia continuato a contribuire positivamente alla crescita di M3. Ciò indica il permanere di una riluttanza nel settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere, quantomeno rispetto alla domanda di non residenti per attività dell'area. Tale riluttanza a investire all'esterno dell'area sta ostacolando un sostanziale rientro delle riallocazioni di portafoglio accumulate durante il periodo di accresciuta incertezza economica e finanziaria fra il 2001 e la metà del 2003.

Riassumendo le informazioni desunte dalle contropartite, il crescente dinamismo dei prestiti delle IFM al settore privato ha continuato a fornire sostegno a una vigorosa crescita di M3. La forte espansione in atto delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM fornisce una riprova di un proseguimento della propensione del settore detentore di moneta dell'area a investire in strumenti finanziari dell'area dell'euro a più lungo termine e più rischiosi. Per contro, la riluttanza di tale settore a investire in attività estere ha impedito un significativo rientro delle scorse riallocazioni di portafoglio, come indicato dal perdurante flusso positivo sul periodo corrispondente delle attività nette sull'estero delle IFM. Nel contesto di ampia liquidità, la crescita sostenuta della moneta e del credito è indicativa di rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine. Inoltre, tali rischi determinano la necessità di tenere sotto stretta osservazione le dinamiche dei prezzi delle attività.

Figura 4 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.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

In luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostenuto, pur diminuendo lievemente al 7,3 per cento da un massimo del 7,7 per cento in giugno, mentre quello delle azioni quotate emesse da residenti nell'area ha continuato a mantenersi moderato collocandosi all'1,3 per cento, un livello sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente. È probabile che le differenze nell'andamento di queste due fonti esterne di finanziamento di mercato siano attribuibili principalmente al minore costo relativo dei debiti finanziari.

TITOLI DI DEBITO

In luglio il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è lievemente diminuito al 7,3 per cento, dal 7,7 di giugno. Il calo di luglio è prevalentemente riconducibile alla lieve flessione del tasso di incremento dei titoli di debito a lungo termine, all'8,1 per cento dall'8,6 di giugno, mentre il tasso di variazione dei titoli a breve emessi da residenti nell'area è rimasto sostanzialmente invariato allo 0,4 per cento in luglio. La crescita dell'emissione di titoli di debito a lungo termine è stata sostenuta principalmente dalla dinamica dei titoli a tasso variabile, che è rimasta elevata al 20,7 per cento in luglio.

Per quanto concerne l'emissione per settore, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie ha continuato a calare, all'1,5 per cento in luglio dal 2,7 di giugno (cfr. tavola 3). I dati destagionalizzati indicano una diminuzione persino più pronunciata dell'attività di emissione di questo settore: di fatto, il tasso di incremento sui sei mesi espresso in ragione d'anno si è collocato al 2,3 per cento in luglio, dal 4,2 di giugno.

In luglio il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM è sceso lievemente rispetto al mese precedente, pur rimanendo elevato al 9,3 per cento. In particolare, l'espansione del finanziamento tramite titoli a lungo termine a tasso variabile è rimasta particolarmente sostenuta, al 20,6 per cento, portando tale tipologia di finanziamento a incidere per il 37 per cento sulle consistenze di titoli a lungo termine emessi dalle IFM dell'area dell'euro. La forte crescita delle emissioni delle

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2005 lug.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 giu.	2005 lug.
Emissione di titoli di debito:	10.053	7,2	6,8	7,2	7,3	7,7	7,3
IFM	4.016	8,6	8,8	9,1	8,9	9,6	9,3
Società finanziarie non monetarie	830	11,4	9,9	11,6	17,2	20,0	18,8
Società non finanziarie	614	3,6	3,0	2,8	4,5	2,7	1,5
Amministrazioni pubbliche	4.593	5,9	5,3	5,5	4,9	4,9	4,7
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.325	5,4	4,8	5,1	4,5	4,6	4,3
Altre amministrazioni pubbliche	268	16,4	14,5	13,7	12,0	11,1	12,7
Emissione di azioni quotate:	4.632	0,9	1,1	1,1	1,0	1,2	1,3
IFM	728	1,7	2,0	2,6	2,1	2,3	2,0
Società finanziarie non monetarie	456	1,7	1,5	1,0	1,0	1,7	1,2
Società non finanziarie	3.448	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	1,2

Fonte: BCE.

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

IFM è ascrivibile ai fabbisogni di finanziamento di queste ultime, connessi al rapido incremento dei prestiti delle IFM al settore privato.

Le società non finanziarie e le IFM utilizzano in parte anche le società finanziarie non monetarie per la raccolta indiretta di finanziamento esterno. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è rimasto elevato, seppur con una lieve flessione, al 18,8 per cento in luglio (dal 20 per cento di giugno). Il principale fattore alla base della forte emissione di questo settore è stato lo sviluppo piuttosto rapido in anni recenti in diversi paesi dell'area dell'euro della cartolarizzazione e della finanza strutturata.

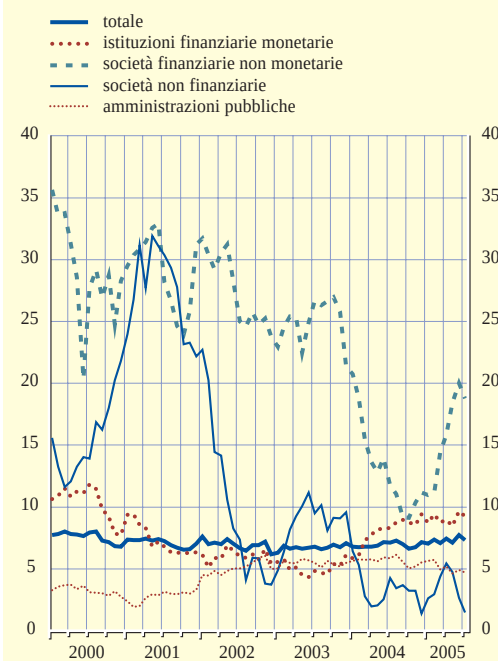
Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche non è sostanzialmente mutato in luglio, attestandosi al 4,7 per cento.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è rimasto modesto e invariato all'1,3 per cento in luglio. In particolare, nello stesso periodo il tasso di variazione delle azioni quotate emesse da società non finanziarie, che rappresentano quasi i tre quarti delle consistenze di azioni quotate emesse da residenti nell'area, si è mantenuto all'1,2 per cento. È probabile che la modesta emissione di azioni sia stata in parte connessa al livello relativamente elevato del costo dell'emissione azionaria rispetto al basso costo del finanziamento mediante indebitamento nel passato recente. La domanda di capitale azionario ha anche risentito del

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

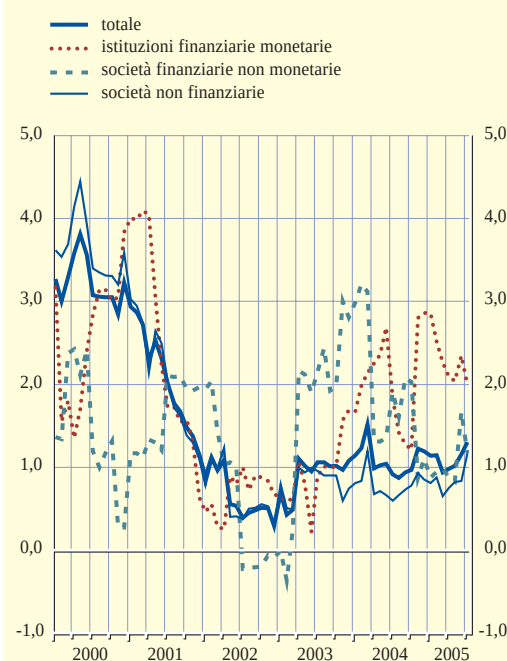
(tassi di crescita sui dodici mesi)



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

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

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



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

livello relativamente modesto della crescita degli investimenti. La solida redditività delle società non finanziarie e l'associata disponibilità di ampi fondi interni hanno altresì svolto un ruolo, in un contesto caratterizzato da livelli di investimento relativamente bassi. Le azioni quotate emesse da società non finanziarie hanno inciso per circa il 40 per cento sul totale delle loro consistenze di finanziamento esterno nel secondo trimestre del 2005. Anche le imprese non quotate in borsa hanno potuto raccogliere fondi sul mercato del capitale di rischio. Nell'ultimo decennio il mercato del capitale di rischio in Europa è cresciuto considerevolmente ed è diventato una fonte di finanziamento significativa per molte società europee (cfr. il riquadro *L'andamento del finanziamento mediante capitali di rischio (private equity) e del capitale di ventura (venture capital) in Europa*).

Riquadro 2

L'EVOLUZIONE DEL FINANZIAMENTO MEDIANTE CAPITALE DI RISCHIO (PRIVATE EQUITY) E CAPITALE DI VENTURA (VENTURE CAPITAL) IN EUROPA

Nell'ultimo decennio il mercato europeo del capitale di rischio (*private equity*) si è notevolmente accresciuto, diventando per molte aziende europee un'importante fonte di finanziamento e di consulenza allo sviluppo d'impresa. Questo riquadro spiega brevemente la funzione economica assolta dal capitale di rischio e dal capitale di ventura e delinea gli andamenti recenti di questo mercato.

Il mercato del capitale di rischio fornisce capitale azionario alle società non quotate in borsa. I suoi due principali segmenti sono gli investimenti in "capitale di ventura" (*venture capital*) e le operazioni di acquisizione societaria (ad esempio i *management* e i *leveraged buy-out*, ossia le acquisizioni effettuate dalla direzione stessa dell'azienda e quelle tramite capitale di prestito)¹⁾.

Per capitale di ventura si intendono gli investimenti azionari o convertibili in azioni (*equity-linked*) gestiti da operatori specializzati e destinati a società a capitale privato con elevato potenziale di sviluppo che necessitano fondi e competenze imprenditoriali per perseguire i propri obiettivi di crescita. Gli investitori in capitale di ventura, o *venture capitalists*, si interessano in particolar modo alle iniziative imprenditoriali in fase di avvio nei settori ad alto contenuto tecnologico che hanno difficoltà a reperire fondi presso il settore bancario o nel mercato finanziario primario. Di norma si tratta di società caratterizzate da un elevato grado di incertezza quanto alla redditività finale, nonché da un ampio divario informativo fra imprenditori e investitori. Assumendo una posizione a lungo termine nel capitale delle aziende in cui investono, i *venture capitalists*, che solitamente peraltro apportano valore aggiunto a queste imprese e ne seguono da vicino gli andamenti, possono contribuire a un migliore allineamento fra gli incentivi degli investitori e quelli del *management*²⁾. In una prospettiva macroeconomica, un mercato del capitale di rischio efficiente, che offre alle imprese a elevato potenziale di espansione l'accesso a finanziamenti e a conoscenze settoriali, può avere un impatto significativo sulla crescita, sulla creazione di posti di lavoro e sulla competitività nel lungo periodo³⁾.

1) Il comparto del *private equity* include anche altri segmenti, ancorché di importanza relativa molto più modesta, come il *capital replacement* (operazioni destinate a sostituire la compagine dell'azionariato) e il *mezzanine finance* (o debito mezzanino).

2) Cfr. Gompers, P., Lerner, J. (2002), *The Venture Capital Cycle*, MIT press.

3) Nell'Unione europea lo sviluppo di un mercato del capitale di rischio efficiente è stato incoraggiato dalla Commissione europea. Si veda ad esempio la Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo riguardante l'attuazione del piano d'azione sul capitale di rischio (PACR) (COM/2003/0654 def.).

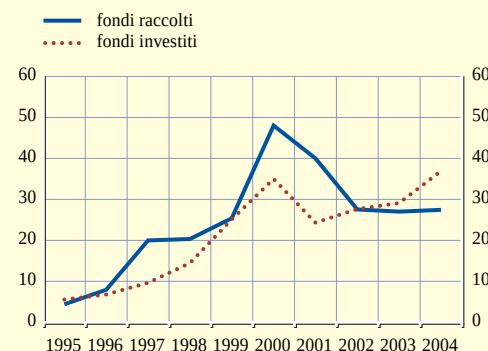
Diversamente dal segmento del capitale di ventura, l'attività di *buy-out* si incentra generalmente su industrie più mature che potrebbero richiedere un apporto aggiuntivo di capitali per stimolare ulteriormente la crescita oppure per intraprendere profondi interventi di ristrutturazione interna, dell'assetto di governo o dei bilanci, senza essere esposte alle pressioni a più breve termine dei mercati azionari. In taluni casi tuttavia, le strategie di *buy-out* possono aver provocato turbative economiche all'attività delle società acquisite, spesso come risultato dell'essere basate in maniera eccessiva su finanziamento mediante ricorso al credito.

In Europa l'introduzione della moneta unica ha favorito una più stretta integrazione dei mercati azionari e di quelli dei titoli di debito, nonché un contesto imprenditoriale maggiormente concorrenziale; ciò ha contribuito altresì a promuovere, per la prima volta, un mercato significativo del capitale di rischio. La spinta iniziale alla crescita di questo mercato è provenuta dalla forte espansione dei settori ad alta tecnologia negli ultimi anni novanta e nel 2000, fornendo finanziamenti e assistenza a un gran numero di società europee nelle prime fasi di attività. In seguito ai cali degli indici azionari nel 2000 e 2001, l'attività sul mercato europeo del capitale di rischio si è notevolmente contratta, pur restando relativamente sostenuta in termini storici (cfr. figura A). Pertanto, fra il 2002 e il 2004 il volume di fondi raccolti dalle società specializzate nella raccolta di capitale di rischio si è stabilizzato su un livello alquanto elevato, pari a circa 27 miliardi di euro all'anno.

Nel contempo, l'"eccedenza" di capitale di rischio (ossia di fondi raccolti ma non ancora investiti) creatasi alla fine degli anni novanta e nel biennio 2000-2001 si è ulteriormente ridotta nel 2004, quando l'attività di investimento ha continuato a sopravanzare quella di raccolta. Dopo il riaggiustamento delle quotazioni borsistiche vi è stato uno spostamento a favore di investimenti meno rischiosi. In effetti, negli ultimi anni l'attività di *buy-out* nei settori più maturi è stata predominante. La rilevanza di questo fenomeno potrebbe essere riconducibile ai piani di ristrutturazione condotti dalle società europee negli ultimi anni, che in molti casi hanno implicato la cessione di attività secondarie. Per quanto concerne la ripartizione geografica degli investimenti in capitale di rischio nell'area dell'euro, secondo la *European Venture Capital Association* nel 2003 la Francia ha assorbito poco più di un quarto della totalità dei fondi (27 per cento), mentre la Germania e l'Italia hanno entrambe fatto registrare quote prossime al 23 per cento (cfr. figura B).

Figura A Attività nel mercato europeo delle partecipazioni azionarie

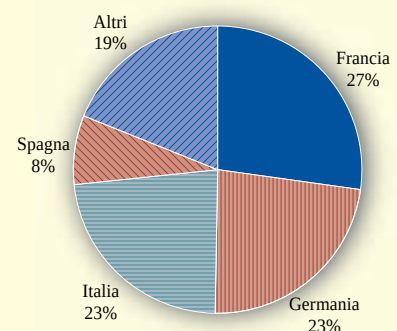
(miliardi di euro)



Fonti: EVCA/Thomson Venture Economics/Pricewaterhouse Coopers.
Nota: comprende tutti i paesi dell'Europa occidentale.

Figura B Importo degli investimenti per paese nell'area dell'euro nel 2003

(valori percentuali)



Fonte: European Venture Capital Association.

Nonostante la significativa espansione degli ultimi anni, in Europa il ricorso al capitale di ventura resta ancora relativamente modesto rispetto ad altri mercati. Sebbene i dati statistici non siano direttamente confrontabili, a causa delle differenze fra Stati Uniti ed Europa nella definizione della composizione del capitale di rischio e del capitale di ventura, sulla base dei dati dell'OCSE e della *National Venture Capital Association* nel 2002 gli investimenti in capitale di rischio nel comparto ad alta tecnologia sono stati, in percentuale del PIL, quattro volte inferiori nell'Unione europea rispetto agli Stati Uniti.

Nel complesso, il mercato europeo del capitale di rischio può assolvere un'importante funzione macroeconomica a complemento del ruolo svolto dal settore bancario e dal mercato finanziario primario. In particolare, il finanziamento tramite capitale di rischio può risultare utile per le aziende giovani, caratterizzate da un maggiore grado di incertezza e minori risorse liquide da investire. Il ricorso al capitale di rischio può altresì rendere possibile significativi interventi di ristrutturazione di aziende operanti nei settori più maturi. Nell'ultimo decennio il capitale di rischio è divenuto un'importante fonte di finanziamento e di supporto per un considerevole numero di aziende dell'area dell'euro nelle prime fasi del loro sviluppo. Se da un lato il mercato europeo del capitale di ventura attira attualmente flussi significativi di capitali, dall'altro, come delineato nell'agenda di Lisbona, un ulteriore sviluppo e articolazione di questo mercato favorirebbe il pieno sfruttamento del potenziale di crescita economica in Europa.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

In settembre i tassi di interesse del mercato monetario a un mese sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli per le scadenze da tre mesi a un anno sono aumentati. Di conseguenza, nel corso del mese l'inclinazione della curva dei rendimenti si è accentuata. Inoltre, i tassi impliciti nei prezzi dei future sull'Euribor a tre mesi con scadenza fra dicembre 2005 e giugno 2006 sono nettamente aumentati.

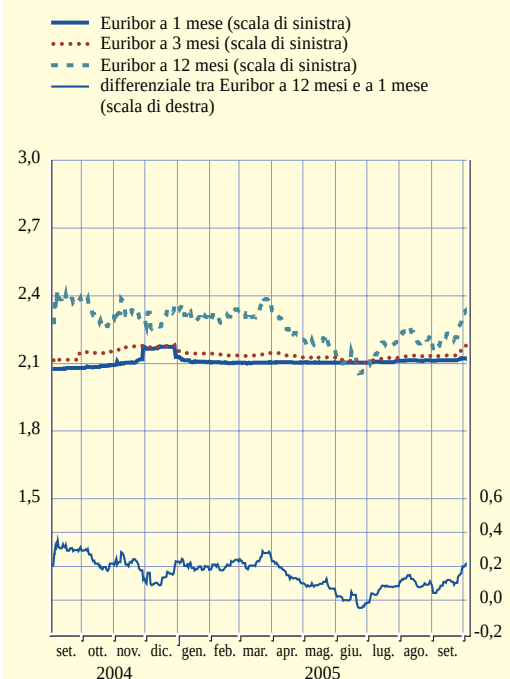
In settembre i tassi di interesse del mercato monetario a un mese sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre i tassi Euribor a tre, sei e dodici mesi sono aumentati in misura compresa fra i 5 e gli 11 punti base nel periodo fra fine agosto e il 5 ottobre, collocandosi in tale data rispettivamente al 2,18, 2,22 e 2,33 per cento. Di conseguenza, durante il mese di settembre l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata. La differenza fra i tassi Euribor a dodici mesi e a un mese è cresciuta da 9 a 21 punti base da fine agosto al 5 ottobre.

Analogamente, nel periodo da fine agosto al 5 ottobre i tassi impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza dicembre 2005, e marzo e giugno 2006 hanno segnato incrementi compresi fra i 9 e i 20 punti base. Il 5 ottobre, essi si collocavano rispettivamente al 2,22, 2,31 e 2,43 per cento.

I tassi nel segmento a più breve termine della curva dei rendimenti del mercato monetario sono lievemente aumentati in settembre. Il tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali

Figura 7 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

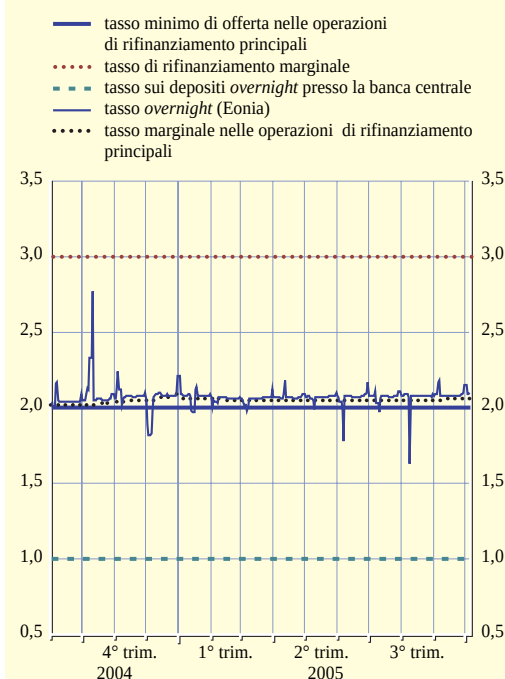
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

dell'Eurosistema è salito dal 2,05 al 2,06 per cento dalla prima alla seconda operazione del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria terminante l'11 ottobre. Nella penultima operazione di questo stesso periodo il tasso medio ponderato è aumentato dal 2,06 al 2,07 per cento a causa dell'effetto di fine trimestre, ed è rimasto su questo livello anche nell'ultima operazione del periodo. Nonostante, l'Eonia è rimasto stabile al 2,08 per cento per la maggior parte di settembre, con le due sole eccezioni degli ultimi cinque giorni del periodo di mantenimento terminato il 6 settembre e della fine del trimestre. Il 2 settembre, l'Eonia è salito per la percezione di condizioni di liquidità tese. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento è stata condotta un'operazione di *fine tuning* per ripristinare condizioni di liquidità neutrali. Le offerte totali presentate ammontavano a 51,1 miliardi di euro, un importo ben superiore al fabbisogno stimato di liquidità di 9,5 miliardi. Malgrado il ripristino di condizioni di liquidità neutrali grazie all'operazione, il periodo di mantenimento si è concluso con un aumento dell'Eonia al 2,18 per cento l'ultimo giorno. Il 30 settembre l'Eonia si situava al 2,15 per cento, a seguito del consueto effetto di fine trimestre, ma nei giorni seguenti è sceso al 2,09-2,10 per cento, restando leggermente al di sopra del livello osservato per gran parte del mese (cfr. figura 8).

Nelle due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolate il 1° e il 29 settembre i tassi di interesse marginali sono stati rispettivamente pari al 2,08 e 2,09 per cento, ovvero di 1 e 2 punti base più elevati rispetto all'asta del 28 luglio 2005. Alla data delle due operazioni i tassi d'asta risultavano in entrambi i casi di 5 punti base inferiori rispetto al tasso Euribor a tre mesi prevalente.

Il riquadro 3 tratta alcune questioni relative alle riserve in eccesso e illustra come la BCE ne tenga conto nella conduzione della politica monetaria, specialmente ai fini della previsione delle condizioni di liquidità al termine dei periodi di mantenimento.

Riquadro 3

LE RISERVE IN ECCESSO E L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Nel decidere il volume di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali settimanali e dell'eventuale operazione di regolazione puntuale condotta l'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva, la BCE valuta tre fonti del fabbisogno di liquidità¹⁾: i fattori autonomi (come l'immissione o l'assorbimento di liquidità normalmente non ascrivibile all'utilizzo di strumenti di politica monetaria), gli obblighi di riserva e le riserve in eccesso, definite come i depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria²⁾. Sebbene le prime due fonti siano di gran lunga le più rilevanti, rappresentando attualmente circa il 99,8 per cento (pari a 380 miliardi di euro) del totale, il restante 0,2 per cento (pari a 0,7 miliardi) costituito dalle riserve in eccesso ha comunque un certo rilievo al margine. Questo riquadro richiama alcune delle cause di costituzione delle riserve in eccesso e fornisce informazioni sugli andamenti recenti di queste ultime e sulle previsioni formulate dalla BCE.

Le riserve in eccesso non sono remunerate dall'Eurosistema; esse pertanto rappresentano un costo per le istituzioni creditizie che, in linea di principio, potrebbero averle tramutate in deposito

1) Cfr. il riquadro 1, *La pubblicazione del volume di aggiudicazione di riferimento nelle operazioni di rifinanziamento principali*, nel numero di aprile 2004 di questo Bollettino.

2) Secondo questa definizione, le riserve in eccesso includono anche i depositi di conto corrente delle istituzioni creditizie che hanno un obbligo di riserva pari a zero o che non sono soggette al regime di riserva obbligatoria, ovvero che assolvono tale obbligo tramite un'istituzione creditizia intermedia.

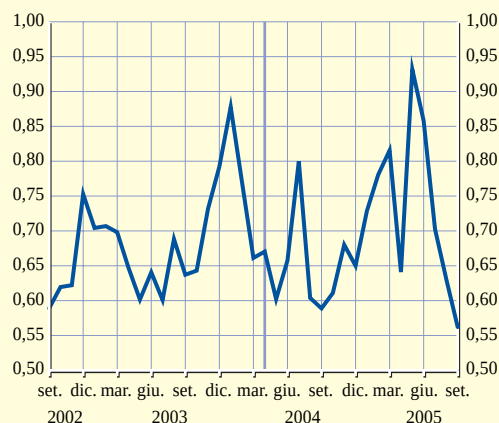
remunerato presso la banca centrale. Quest'onere tuttavia è compensato da taluni vantaggi, ad esempio dal fatto di evitare i costi operativi connessi alla necessità di restare oltre i normali orari di ufficio per trasferire l'eventuale eccesso di liquidità al deposito presso la banca centrale. L'accumulo di liquidità in eccesso può risultare da pagamenti inattesi o da errori operativi, nonché, nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, da una "scorta" detenuta dalle istituzioni per ridurre il rischio di inadempimento dell'obbligo di riserva. Inoltre, in alcune circostanze relativamente eccezionali, le istituzioni creditizie mantengono delle riserve in eccesso per facilitare i cicli di trattamento notturni presso taluni sistemi di regolamento delle transazioni in titoli. L'accumulo di riserve in eccesso pertanto origina principalmente da comportamenti individuali delle istituzioni creditizie o da shock di liquidità casuali. Nondimeno, osservando l'andamento delle riserve in eccesso nell'arco di un periodo di mantenimento, è possibile riscontrare diverse regolarità che consentono alla BCE di prevedere il livello medio giornaliero.

In primo luogo, negli ultimi tre anni l'eccedenza giornaliera media delle riserve è risultata in definitiva relativamente stabile, fluttuando in un intervallo compreso tra 560 e 930 milioni di euro, intorno a una mediana di 660 milioni di euro (cfr. figura A). Anche se il massimo e il minimo indicati sono stati raggiunti solo di recente, rispettivamente a maggio e a settembre del 2005, non sussistono evidenze concrete di un aumento della variabilità dell'eccedenza giornaliera media delle riserve.

In secondo luogo, le riserve in eccesso hanno la particolarità di venire accumulate soprattutto durante gli ultimi giorni del periodo di mantenimento (cfr. figura B). Ciò è dovuto al fatto che in quei giorni un numero crescente di istituzioni creditizie ha già ottemperato all'obbligo di riserva. Quando le istituzioni creditizie assolvono l'obbligo di riserva prima della fine del periodo di mantenimento, è più probabile che presentino riserve in eccesso, in quanto non possono più compensare l'eccesso di liquidità tramite il meccanismo della riserva media (ossia sostituendo la quota più elevata di depositi detenuta un giorno con una quota inferiore un altro giorno). Inoltre, l'uso delle riserve in eccesso come "scorta" a copertura di un eventuale inadempimento dell'ob-

Figura A Media giornaliera delle riserve in eccesso per periodi di mantenimento

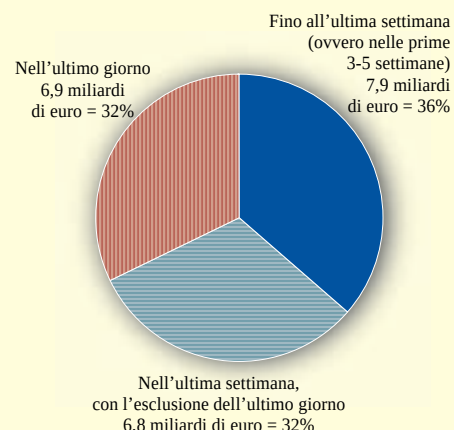
(miliardi di euro; l'asse orizzontale si riferisce all'ultimo giorno del periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.
Nota: la linea verticale si riferisce alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve successivo alle modifiche nell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

Figura B Distribuzione media delle riserve in eccesso detenute nel corso di un periodo di mantenimento

(da settembre 2002 a settembre 2005)



Fonte: BCE.

bligio di riserva fa sì che la quota complessiva di riserve in eccesso detenuta l'ultimo giorno del periodo di mantenimento risulti particolarmente elevata. Di conseguenza, all'inizio del periodo di mantenimento, quando il volume accumulato di riserve in eccesso è ancora modesto, la BCE deve fondare la previsione del livello medio giornaliero sui dati dei periodi precedenti e su diversi fattori stagionali, come gli effetti connessi ai giorni festivi e/o la durata del periodo di mantenimento. È solo nel prosieguo del periodo, in particolare nell'ultimo giorno, che la BCE può affinare la propria previsione tenendo conto anche delle riserve in eccesso accumulate durante il periodo stesso.

Infine, dall'introduzione delle modifiche al quadro di riferimento per la conduzione della politica monetaria nel marzo del 2004, vi è stata una significativa stabilizzazione del volume delle riserve in eccesso detenute l'ultimo giorno del periodo di mantenimento (cfr. figura C). Ciò è dovuto, fra l'altro, al fatto che nel nuovo sistema i periodi di mantenimento terminano sempre nel medesimo giorno della settimana (martedì) e le istituzioni creditizie sanno all'inizio del periodo a quanto ammonta il loro obbligo di riserva. Grazie a questa stabilizzazione e al fatto che la BCE conosce l'esatto ammontare di riserve in eccesso accumulate fino al penultimo giorno (pari a circa due terzi del totale, come riscontrabile nella figura B), le previsioni sull'eccedenza giornaliera media delle riserve possono essere relativamente accurate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. Negli otto periodi di mantenimento tra febbraio e settembre 2005, l'errore nella previsione media è stato superiore a 10 milioni di euro solo in tre occasioni, e non ha mai superato i 30 milioni. In termini cumulati, a parità di tutte le altre condizioni, questi valori corrispondono a squilibri di liquidità pari rispettivamente a circa 300 e 900 milioni di euro alla fine del periodo di mantenimento. La BCE pertanto, nel decidere l'opportunità di condurre un'operazione di regolazione puntuale (e il suo eventuale importo) nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, si è trovata di fronte a poca incertezza riguardo alle riserve in eccesso.

Figura C Riserve in eccesso detenute nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento

(miliardi di euro; l'asse orizzontale si riferisce all'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento)



Fonte: BCE.

Nota: la linea verticale si riferisce alla fine del primo periodo di mantenimento delle riserve successivo alle modifiche nell'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Nel corso di settembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro sono stati complessivamente stabili, mentre sono saliti negli Stati Uniti e in Giappone a seguito del lieve miglioramento delle prospettive di crescita in queste economie percepito dagli operatori di mercato. Nell'insieme, i tassi di inflazione di pareggio sono aumentati nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, ma il loro incremento è stato più pronunciato sugli orizzonti brevi, di riflesso all'impatto dei più elevati corsi petroliferi sulle aspettative degli operatori per l'inflazione a breve termine.

I tassi di interesse a lungo termine sono tornati a crescere nell'ultima parte di settembre nei principali mercati obbligazionari, dopo il calo osservato fra la seconda settimana di agosto e gli inizi di settembre. I rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni nell'area dell'euro sono rimasti comples-

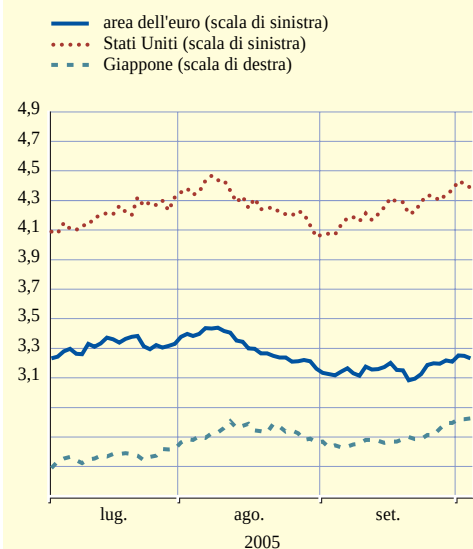
sivamente invariati fra metà agosto e il 5 ottobre, situandosi in quest'ultima data al 3,2 per cento (cfr. figura 9). Nello stesso periodo i rendimenti degli analoghi titoli statunitensi sono aumentati di circa 35 punti base e il 5 ottobre si collocavano al 4,4 per cento. Di conseguenza, il differenziale di rendimento fra le due aree si è ampliato, portandosi a 115 punti base. I rendimenti dei titoli di Stato decennali in Giappone hanno chiuso il periodo all'1,5 per cento, circa 15 punti base al di sopra dei livelli di fine agosto.

Il grado di incertezza riguardo agli andamenti a breve termine del mercato obbligazionario, rilevato dalla volatilità implicita, è rimasto sostanzialmente invariato negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, mentre è leggermente diminuito in Giappone. La volatilità implicita nei principali mercati obbligazionari rimane su livelli storicamente bassi.

L'aumento complessivo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine negli Stati Uniti è stato il frutto di un significativo recupero dai minimi toccati all'inizio di settembre, quando gli operatori sembravano nutrire preoccupazioni circa l'impatto economico dei danni provocati dall'uragano Katrina. I rendimenti sia nominali sia reali sono calati significativamente nella prima parte del periodo in esame a causa dei timori connessi con i danni causati alla capacità produttiva degli Stati Uniti e della paura che le continue pressioni al rialzo nei prezzi del petrolio e dei prodotti petroliferi potessero causare un rallentamento dell'economia (cfr. anche il riquadro 4 *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina*). Tuttavia, i rendimenti statunitensi su tutte le scadenze si sono accresciuti nelle settimane successive, quando gli operatori sono parsi convinti che l'impatto economico della catastrofe naturale sarebbe stato solo transitorio e contenuto, e che l'inasprimento della politica monetaria sarebbe proseguito, come previsto prima dell'uragano Katrina. Gli stessi timori hanno trovato riscontro anche nei movimenti dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio. I rendimenti delle obbligazioni indicizzate sono lievemente cresciuti in settembre. L'au-

Figura 9 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

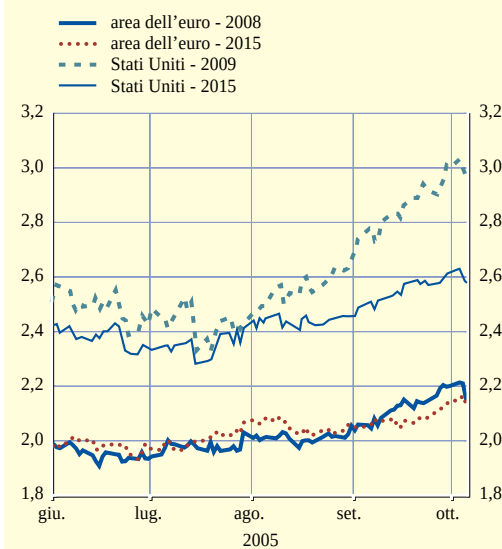
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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 10 Tassi di inflazione di pareggio

(valori percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

mento è stato più pronunciato per le scadenze a medio e a lungo termine – compensando così in parte i cali di agosto – a indicare che gli operatori ritengono che le prospettive a breve per la crescita economica potrebbero forse risentire dell'impatto degli elevati prezzi del petrolio sulla spesa per consumi e della flessione temporanea della capacità produttiva. Coerentemente con questa interpretazione, le aspettative degli operatori sull'inflazione negli Stati Uniti – misurate dai tassi di inflazione di pareggio – sono aumentate, e in misura più significativa sugli orizzonti a più breve termine (cfr. figura 10).

In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni sono cresciuti, favoriti dalle notizie recenti piuttosto positive riguardo all'attività economica e quindi dalle aspettative che la politica del tasso di interesse nullo potrebbe giungere a termine prima del previsto.

Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono rimasti nel complesso stabili in settembre. Ciò riflette il fatto che nel periodo in esame le opinioni degli operatori circa la crescita economica futura sono rimaste invariate in presenza di segnali contrastanti dai dati economici pubblicati. Con riferimento alle aspettative di inflazione, il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, desunto dalla differenza di rendimento fra i titoli di Stato francesi nominali e quelli indicizzati con scadenza nel 2015, è cresciuto leggermente in settembre, collocandosi in prossimità del 2,1 per cento il 5 ottobre. Le aspettative di inflazione a più breve termine, misurate dal tasso di inflazione di pareggio desunto dalle obbligazioni con scadenza nel 2008, sono aumentate in misura più significativa nelle ultime settimane del periodo, presumibilmente per l'impennata dei corsi petroliferi, riflettendo la percezione degli operatori di mercato che le pressioni inflazionistiche nell'area dell'euro aumenteranno sugli orizzonti più brevi.

A fine settembre i tassi di interesse *overnight* a termine impliciti sugli orizzonti più lunghi risultavano inferiori a un mese prima, forse a causa di un lieve peggioramento delle aspettative degli operatori riguardo alle prospettive di crescita a lungo termine (cfr. figura 11).

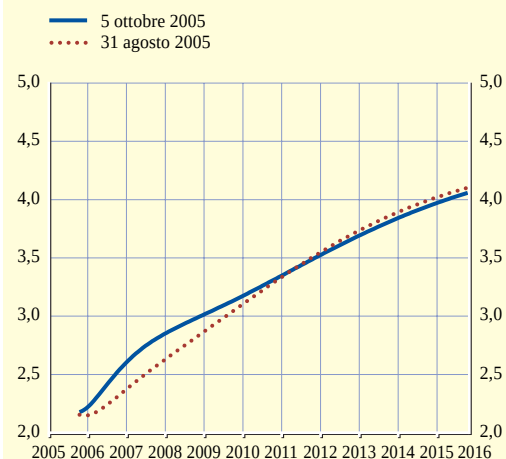
2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In luglio la maggior parte dei tassi di interesse sia a breve sia a lungo termine applicati dalle IFM ai nuovi prestiti sono lievemente calati o rimasti invariati. Nello stesso periodo i tassi sui depositi hanno seguito andamenti più eterogenei.

In luglio i tassi a breve termine applicati dalle IFM ai prestiti a favore sia delle famiglie sia delle società non finanziarie sono lievemente calati o rimasti sostanzialmente invariati rispetto al mese precedente, in linea con l'andamento dei tassi del mercato monetario comparabili (cfr. tavola 4).

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

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



Fonte: stima della BCE.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel numero di gennaio 1999 di questo Bollettino (pag. 27). I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

Tavola 4 Tassi di interesse delle IFM sulle nuove operazioni

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati ^{1) 2)})

							Variazione in punti base fino a luglio 2005		
	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 giu.	2005 lug.	2004 lug.	2005 apr.	2005 giu.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,88	1,90	1,95	1,92	1,94	1,93	2	-7	-2
con durata prestabilita oltre due anni	2,45	2,48	2,31	2,38	2,21	2,22	-32	-7	1
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	1,97	2,00	2,01	1,96	2,17	1,96	2	2	-21
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,54	2,52	2,52	2,47	2,38	2,34	-21	-11	-4
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,88	0,89	0,91	0,94	0,92	0,94	8	0	3
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,99	2,00	2,08	2,00	2,01	2,01	2	0	0
con durata prestabilita oltre due anni	3,56	3,52	3,46	3,34	3,63	2,94	-67	-28	-70
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	6,51	6,89	6,74	6,62	6,61	6,56	-3	2	-5
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,45	3,50	3,44	3,42	3,35	3,31	-15	-9	-4
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,82	4,82	4,50	4,35	4,15	4,07	-73	-29	-7
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,39	5,38	5,27	5,26	5,14	5,13	-31	-12	-1
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	3,88	3,86	-17	-6	-2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,72	4,70	4,44	4,33	4,20	4,14	-54	-22	-7
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	2,94	2,96	-7	-3	2
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,17	4,31	4,06	4,04	3,89	3,86	-45	-3	-2
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,11	2,12	2,17	2,14	2,11	2,12	0	-2	1
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,74	2,60	2,36	2,49	2,07	2,19	-51	-15	12
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,60	3,35	2,93	3,08	2,58	2,66	-83	-23	8

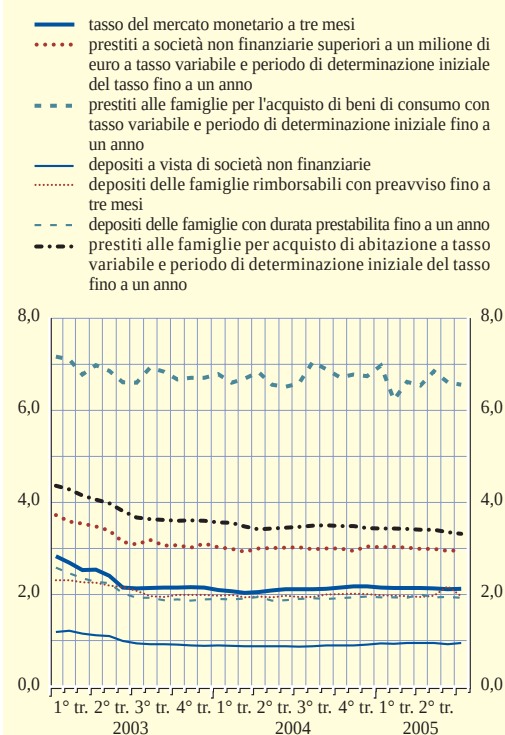
Fonte: BCE.

1) 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 ulteriori informazioni, cfr. il riquadro *Analisi dei tassi di interesse delle IFM nell'area dell'euro* nel numero di agosto 2004 di questo Bollettino.

2) I dati trimestrali si riferiscono alla fine del trimestre.

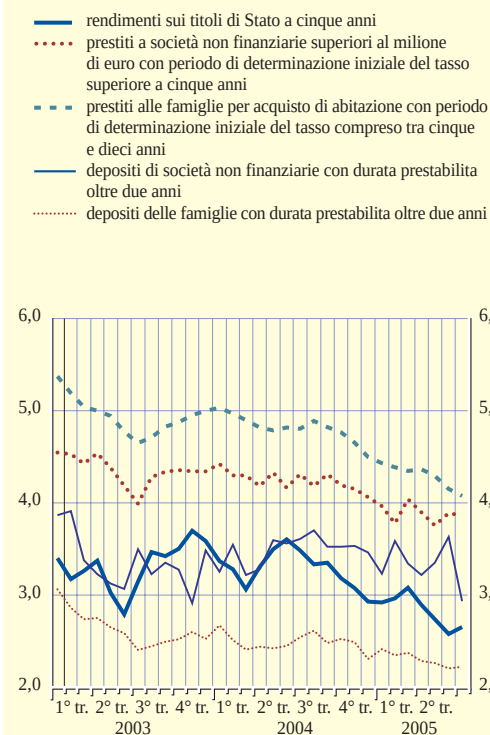
Nello stesso mese, i tassi applicati dalle IFM ai depositi a breve termine hanno seguito dinamiche molto simili e sono rimasti invariati, ad eccezione dei tassi sui depositi delle famiglie rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, che rispetto al mese precedente sono calati di 21 punti base.

Analizzando gli andamenti negli ultimi dodici mesi, la maggior parte dei tassi sui depositi a breve termine è rimasta sostanzialmente invariata, in linea con l'andamento stabile dei tassi del mercato monetario nel periodo (cfr. figura 12). Nel contempo i tassi sui prestiti a breve termine sono perlopiù scesi di 10-30 punti base circa.

Figura 12 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi 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.

Figura 13 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni; tassi 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.

In luglio la maggior parte dei tassi a lungo termine applicati sui depositi e sui prestiti hanno continuato a calare lievemente. La principale eccezione a questa dinamica proviene dal tasso sui depositi delle società non finanziarie con scadenza predeterminata fino a due anni, che è notevolmente diminuito, di 70 punti base. I tassi applicati a questa categoria di depositi sono tuttavia molto volatili. Mentre i tassi applicati dalle IFM ai prestiti sono calati, i rendimenti di riferimento sui titoli di Stato quinquennali sono cresciuti di circa 10 punti base, probabilmente riflettendo il normale ritardo con cui i movimenti dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine si trasmettono ai tassi applicati ai prestiti dalle IFM (cfr. figura 13).

Su un periodo più lungo, da luglio del 2004 i tassi a lungo termine hanno perso fra i 45 e i 75 punti base, con il calo maggiore nel caso dei tassi sui mutui a lungo termine per l'acquisto di abitazioni; i tassi sui depositi hanno segnato flessioni fra i 20 e i 65 punti base (cfr. tavola 4), mentre i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni sono diminuiti di 85 punti.

2.6 MERCATI AZIONARI

Le quotazioni azionarie hanno continuato a crescere in settembre nell'area dell'euro e in Giappone, sullo sfondo di forti utili societari che, come nei mesi precedenti, sembrano aver controbilanciato i timori degli investitori derivanti dal livello elevato dei prezzi del petrolio. Negli Stati Uniti le quotazioni sono invece diminuite per effetto delle pressioni al ribasso provocate dai danneggiamenti seguiti all'uragano Katrina.

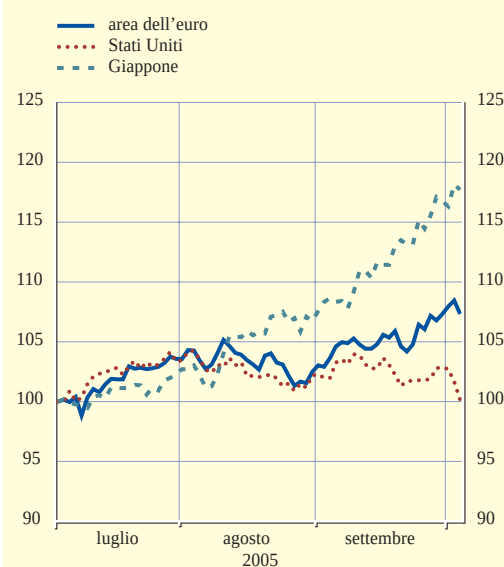
In settembre i prezzi delle azioni nell'area dell'euro e in Giappone hanno continuato a salire (cfr. figura 14). Da fine agosto al 5 ottobre le quotazioni nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, hanno guadagnato il 5 per cento circa, mentre quelle giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, sono salite del 10 per cento. Nello stesso periodo, invece, il mercato azionario statunitense ha segnato una leggera flessione, di quasi il 2 per cento sulla base dell'indice Standard & Poor's 500.

Nel contempo l'incertezza nei mercati azionari a livello mondiale, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni azionarie, è rimasta in questo periodo sostanzialmente stabile, su livelli storicamente piuttosto bassi (cfr. figura 15).

Negli Stati Uniti le quotazioni azionarie hanno continuato a essere favorite dalla pubblicazione di dati positivi sui profitti societari. Tuttavia, le pressioni al ribasso derivanti dal possibile impatto economico dei danni provocati dai disastri naturali hanno contribuito all'andamento complessiva-

Figura 14 Indici dei corsi azionari

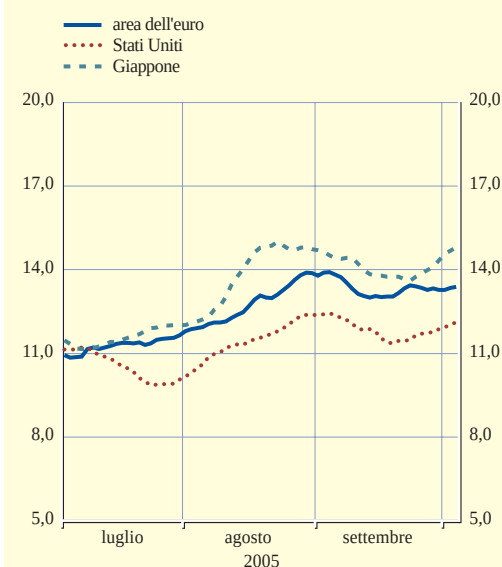
(indice: 1° luglio 2005 = 100; dati giornalieri)



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 15 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.

mente negativo del mercato. Per quanto concerne gli andamenti settoriali, solo i titoli delle società dei servizi di pubblica utilità non hanno perso terreno, forse grazie alle aspettative degli operatori secondo cui i profitti in questo settore connesso ai beni energetici rimarranno cospicui.

In settembre si è protratto l'andamento relativamente vigoroso già seguito nei mesi precedenti dai corsi azionari nell'area dell'euro, che hanno dato prova di una discreta tenuta di fronte all'espansione piuttosto fiacca dell'economia dell'area. I corsi azionari hanno continuato a trarre slancio dalla forte crescita degli utili effettivi e attesi delle società dell'area, che ha più che compensato l'impatto dei rincari petroliferi. Allo stesso tempo, il lieve deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense potrebbe inoltre aver favorito gli esportatori dell'area. Malgrado i buoni risultati dell'indice generale, le quotazioni dei titoli del settore delle vendite al dettaglio sono rimaste relativamente stabili nel corso del mese, a seguito dei protratti timori degli operatori per la debolezza della domanda dei consumatori nell'area dell'euro.

3 PREZZI E COSTI

I rialzi dei corsi petroliferi e la loro volatilità sono stati predominanti nell'andamento di breve periodo dell'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro. In settembre un'impennata dei prezzi dei beni energetici, e in particolare di quello della benzina, ha dato origine all'aumento significativo dell'inflazione al 2,5 per cento indicato dalla stima rapida dell'Eurostat. Tuttavia, le pressioni sui prezzi all'interno dell'area sono rimaste particolarmente modeste, in quanto il costo del lavoro è cresciuto moderatamente e finora i rincari dei beni energetici non hanno avuto evidenti ripercussioni sui prezzi alla produzione dei beni non energetici. In prospettiva, nonostante sussistano notevoli incertezze, connesse in particolare alle quotazioni petrolifere, l'inflazione armonizzata potrebbe rimanere intorno ai livelli elevati attuali per il resto dell'anno. In un orizzonte temporale più ampio, è necessario tenere un atteggiamento molto vigile riguardo agli accresciuti rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER SETTEMBRE 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in settembre l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro è salita al 2,5 per cento (cfr. tavola 5). Sebbene non siano ancora disponibili dati disaggregati per le componenti dello IAPC, le informazioni provvisorie suggeriscono che tale incremento è ascrivibile in larga misura alla dinamica dei prezzi dei beni energetici. Come discusso nel riquadro *Andamenti recenti dei prezzi del petrolio e della benzina*, in settembre il prezzo della benzina è aumentato notevolmente, provocando immediate ripercussioni sulla componente energetica dell'indice.

Riquadro 4

ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DEL PETROLIO E DELLA BENZINA

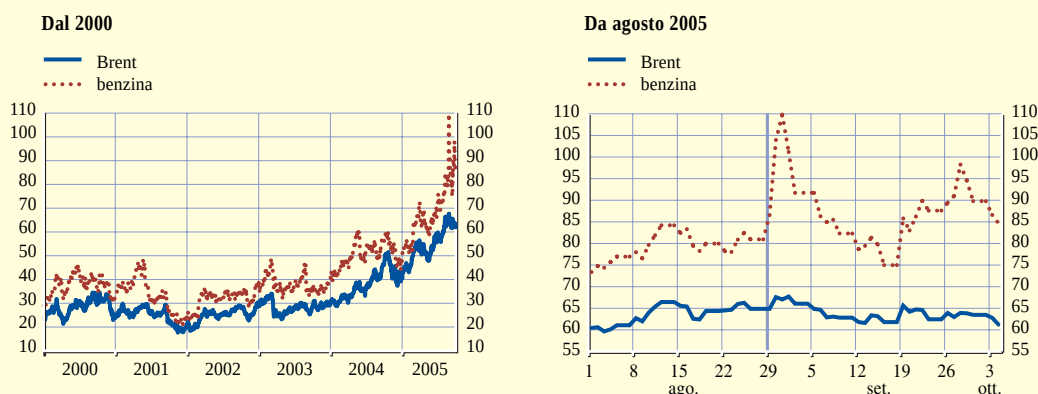
Questo riquadro descrive gli andamenti recenti dei corsi del petrolio e della benzina, con particolare riferimento ai movimenti nei prezzi della benzina all'indomani dell'uragano Katrina e al loro impatto sui prezzi al consumo.

Andamento dei prezzi del petrolio e della benzina a livello mondiale

Dopo aver oscillato fra i 20 e i 35 dollari al barile nel periodo 2000-2003, i corsi del greggio hanno subito un'impennata: il prezzo del petrolio di qualità Brent è più che raddoppiato, passando da 30 dollari circa all'inizio del 2004 al nuovo massimo storico di 67,5 dollari il 2 settembre 2005. I prezzi della benzina hanno seguito un andamento assai simile fino alla settimana prima che l'uragano Katrina si abbattesse sulla costa statunitense del Golfo del Messico il 29 agosto. Dall'inizio del 2005 fino ad agosto i corsi del greggio erano aumentati di quasi il 60 per cento e quelli della benzina del 70 per cento circa (figura A, riquadro di sinistra), ma in seguito le loro dinamiche si sono disgiunte, e all'indomani dell'uragano i prezzi della benzina hanno segnato incrementi considerevolmente maggiori (figura A, riquadro di destra).

In circostanze normali vi è in genere un forte nesso fra prezzi del greggio e prezzi della benzina, dal momento che i costi di raffinazione sono relativamente stabili. Negli anni novanta i prezzi al barile della benzina superavano in media di 6 dollari quelli del greggio leggero e a basso tenore di zolfo come il Brent e di 8 dollari quelli delle qualità più pesanti e sulfuree come il Dubai. Il differenziale medio di prezzo è però cresciuto dall'inizio del 2004 (figura B), e a settembre di quest'anno risultava più che raddoppiato rispetto ai livelli degli anni novanta, collocandosi intorno ai 12 dollari

Figura A Prezzi del petrolio

(dollari USA al barile; contratti *forward* a un mese; dati giornalieri)

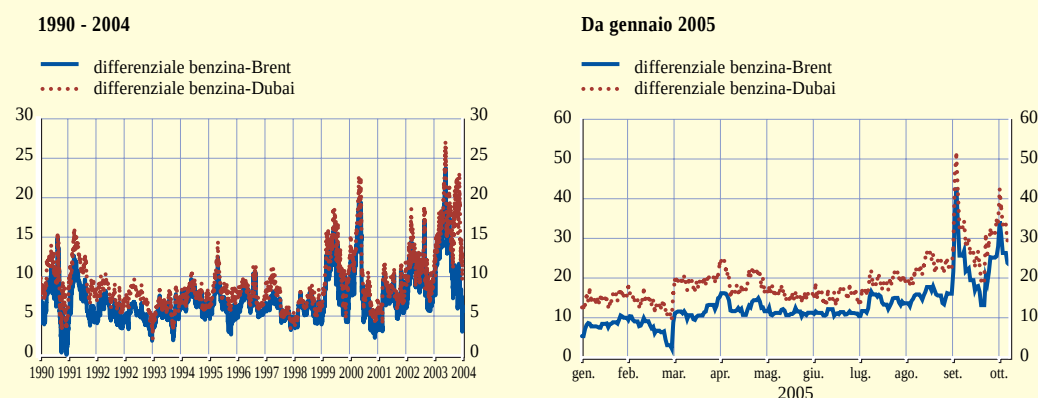
Fonte: Bloomberg.

Nota: I dati si riferiscono al prezzo del Brent scambiato all'*International Petroleum Exchange* e al prezzo della benzina senza piombo scambiata al *New York Mercantile Exchange* con consegna franco a bordo (f.o.b.) al porto di New York. L'ultima rilevazione si riferisce al 4 ottobre 2005.

per il greggio di qualità Brent e ai 18 per il Dubai. Questo aumento riflette l'erosione di più lungo periodo dei margini di capacità di raffinazione inutilizzata a livello mondiale, dovuta alla forte domanda internazionale di petrolio e al contestuale insufficiente livello degli investimenti mirati a potenziare la capacità produttiva. In linea di principio l'ampliamento dei differenziali di prezzo dovrebbe fungere da segnale circa l'opportunità di investire per accrescere la capacità di raffinazione. Tuttavia, l'aumento già considerevole dei differenziali negli ultimi anni, dopo i bassi livelli degli anni novanta, non ha portato a investimenti sufficienti. Uno dei motivi di ciò è che, affinché gli investimenti di lungo periodo risultino profittevoli, è necessario che i differenziali di prezzo si situino su livelli elevati per un protratto periodo di tempo. Negli anni settanta il calo della domanda dopo gli shock petroliferi provocò un eccesso di capacità che depressero i margini di raffinazione. Pertanto, l'incertezza riguardo alla domanda futura potrebbe rappresentare una delle ragioni per cui la risposta del settore ai segnali di prezzo degli ultimi due anni è stata limitata.

Figura B Differenziali di prezzo fra benzina e petrolio greggio

(dollari USA al barile; dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Nota: I dati si riferiscono al prezzo del Brent scambiato all'*International Petroleum Exchange* e al prezzo della benzina senza piombo scambiata al *New York Mercantile Exchange* con consegna franco a bordo (f.o.b.) al porto di New York. L'ultima rilevazione si riferisce al 4 ottobre 2005.

I danni provocati dall'uragano Katrina alle infrastrutture energetiche statunitensi del Golfo del Messico hanno esercitato ulteriori pressioni sulla catena di offerta del petrolio. I prezzi del greggio hanno toccato un nuovo massimo storico appena dopo l'uragano, ma sono ritornati sui livelli precedenti nella settimana successiva, in parte grazie alla decisione del governo statunitense di attingere alle riserve strategiche e agli analoghi interventi coordinati dalla International Energy Agency. Per contro, gli effetti della catastrofe sono stati molto più pronunciati sui prezzi dei prodotti raffinati, e in particolare su quelli della benzina. All'indomani dell'uragano i prezzi dei *futures* sulla benzina trattati a New York (prezzi a termine a un mese) erano cresciuti del 30 per cento rispetto alla settimana precedente. Benché i danni provocati da Katrina siano stati geograficamente circoscritti, le sue ripercussioni si sono fatte sentire a livello internazionale, innalzando i prezzi della benzina in tutto il mondo. Sono ad esempio aumentati i margini *netback* (pari alla differenza di prezzo fra il petrolio raffinato e quello grezzo, al netto dei costi di lavorazione) negli Stati Uniti, il che ha creato opportunità di arbitraggio, attirando quantità di benzina da altre regioni, dove i prezzi sono di conseguenza saliti. In seguito, anche i prezzi della benzina sono ridiscesi dai massimi post-uragano ai livelli precedenti, anche se meno rapidamente dei corsi del greggio. Essi sono poi tornati a crescere nella seconda metà di settembre, quando l'uragano Rita, seppur in generale meno devastante del previsto, ha provocato una nuova riduzione temporanea della capacità di raffinazione statunitense.

Impatto sui prezzi alla pompa nell'area dell'euro

All'aumentare dei corsi della benzina sui mercati internazionali nei giorni successivi all'uragano Katrina, anche i prezzi alla pompa per i consumatori dell'area dell'euro sono drasticamente cresciuti, per poi diminuire solo con un certo ritardo (figura C).

Non è insolito riscontrare uno sfasamento temporale nell'aggiustamento dei prezzi alla pompa. Una semplice analisi di correlazione mostra che un aumento (calo) del prezzo della benzina sul mercato internazionale è generalmente seguito da un aumento (calo) dei prezzi alla pompa nell'area dell'euro nella settimana o nelle due settimane successive. Ciò è dovuto al meccanismo di trasmissione tra il prezzo internazionale della benzina e il suo prezzo alla pompa, che viene determinato dai distributori dell'area dell'euro sulla base di vari fattori, fra cui i trasporti e il grado di concorrenza nel mercato dell'area.

Nel complesso, l'aumento dei prezzi della benzina all'indomani dell'uragano Katrina ha avuto un impatto significativo sull'inflazione armonizzata di settembre nell'area dell'euro. In effetti il 46 per cento circa della componente energetica dello IAPC (pari al 4 per cento del paniere totale dell'indice) è rappresentata dai prezzi del carburante per gli autoveicoli. L'aumento dei prezzi alla pompa ha pertanto influito fortemente sulla componente energetica ed è in larga misura responsabile dell'incremento al 2,5 per cento dell'inflazione

Figura C Prezzi della benzina sul mercato internazionale e nell'area dell'euro in agosto e settembre 2005



Fonti: Bloomberg; Commissione europea, Direzione generale dell'energia (bollettino petrolifero mensile).

Nota: per i prezzi della benzina sul mercato internazionale (ovvero, benzina senza piombo scambiata al NYMEX) dati giornalieri, per i prezzi alla pompa nell'area dell'euro dati settimanali.

armonizzata in settembre rilevato dalla stima rapida dell'Eurostat. A riguardo, il successivo aumento dei prezzi della benzina sul mercato internazionale nella seconda metà di settembre, collegato con l'uragano Rita, dovrebbe esercitare ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi al consumo.

L'impennata dei prezzi della benzina che ha fatto seguito agli uragani negli Stati Uniti ha esacerbato l'incertezza circa il mercato internazionale del petrolio, dove si è assistito a un'erosione della capacità inutilizzata di raffinazione. I connessi andamenti dei prezzi del petrolio e della benzina hanno inoltre provocato un sostanziale aumento dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo nell'area dell'euro. Per quanto concerne l'attività economica, persistono incertezze collegate alla dinamica dei corsi petroliferi, ma gli effetti specificamente prodotti dagli uragani dovrebbero essere modesti e di carattere temporaneo.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO AD AGOSTO 2005

In agosto l'inflazione misurata sullo IAPC nell'area dell'euro è rimasta invariata al 2,2 per cento (cfr. figura 16). Un lieve calo delle pressioni sui prezzi dei beni energetici è stato controbilanciato da una notevole accelerazione di quelli dei prodotti alimentari non trasformati. I prezzi delle altre componenti sono rimasti sostanzialmente stabili, sicché il tasso di crescita dello IAPC al netto di beni energetici e prodotti alimentari non trasformati è rimasto invariato all'1,4 per cento per il terzo mese consecutivo.

In agosto i prezzi dei beni energetici hanno registrato una lieve flessione della crescita sui dodici mesi (cfr. tavola 5), ascrivibile in parte a un effetto base, e, dopo l'impennata di luglio, una riduzione del tasso di crescita sul mese precedente (dal 2,8 all'1,4 per cento). L'effetto al ribasso dei beni energetici sull'inflazione è stato controbilanciato da un incremento dei prezzi degli alimentari non trasformati, il cui tasso di crescita è salito all'1,1 per cento in agosto dallo 0,3 registrato in luglio. Tuttavia, l'andamento complessivo dei prezzi degli ortofrutticoli è rimasto su livelli modesti in termini storici.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2003	2004	2005 apr.	2005 mag.	2005 giu.	2005 lug.	2005 ago.	2005 set.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,5
Beni energetici	3,0	4,5	10,2	6,9	9,4	11,8	11,6	.
Alimentari non trasformati	2,1	0,6	0,8	1,0	0,6	0,3	1,1	.
Alimentari trasformati	3,3	3,4	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,8	0,3	0,4	0,3	0,0	0,0	.
Servizi	2,5	2,6	2,2	2,5	2,2	2,3	2,3	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	1,4	2,3	4,3	3,5	4,0	4,1	4,0	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	25,1	30,5	41,4	39,4	45,7	48,3	52,0	52,2
Prezzi delle materie prime non energetiche	-4,5	10,8	-1,9	1,2	7,6	9,6	11,9	13,2

Fonti: Eurostat, Thomson Financial Datastream e HWWA.

1) L'inflazione armonizzata di settembre 2005 fa riferimento alla stima rapida dell'Eurostat.

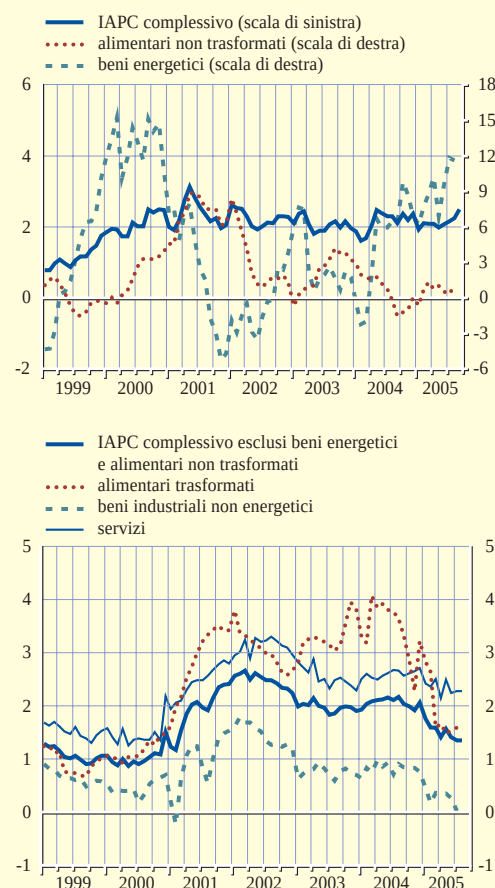
Al momento esistono scarse indicazioni di effetti indiretti sulle componenti non energetiche dello IAPC derivanti da precedenti rincari dell'energia. Tra luglio e agosto la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi è rimasta invariata. Le pressioni molto contenute sui prezzi dei beni industriali non energetici sono comuni a un'ampia varietà di prodotti, ma sono principalmente ascrivibili all'andamento dei prezzi di abbigliamento e calzature, che riflettono la spinta al ribasso della forte concorrenza internazionale. Come discusso nel riquadro *La liberalizzazione del commercio e il relativo impatto sui settori tessile e dell'abbigliamento dell'area dell'euro*, questo effetto al ribasso sui prezzi è considerevole, benché sia difficile da valutare con precisione, in quanto le componenti interessate rappresentano il 25 per cento dei beni industriali non energetici e il 7 per cento dello IAPC complessivo. Infine, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è lievemente aumentato per il secondo mese consecutivo.

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE

In agosto le pressioni inflazionistiche interne derivanti dal settore manifatturiero si sono mantenute su livelli degni di nota, sebbene siano state determinate in gran parte all'effetto dei prezzi dei beni energetici. L'indice dei prezzi alla

Figura 16 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Riquadro 5

LA LIBERALIZZAZIONE DEL COMMERCIO E IL RELATIVO IMPATTO SUI SETTORI TESSILE E DELL'ABBIGLIAMENTO DELL'AREA DELL'EURO

Nel gennaio 2005 sono state abolite tutte le restanti restrizioni quantitative al commercio internazionale di prodotti tessili e di abbigliamento. Ciò avrebbe dovuto segnare la fine di 50 anni di contingentamento¹⁾. Tuttavia, a seguito di un'impennata delle importazioni tessili di provenienza cinese agli inizi del 2005, la UE e la Cina hanno intavolato negoziati per contenere la crescita delle importazioni tessili da quest'ultima, raggiungendo un accordo il 10 giugno. Agli inizi di agosto il nuovo limite era già stato raggiunto per alcune categorie e nei magazzini di vari punti di ingresso nella UE hanno cominciato ad accumularsi giacenze. Il 5 settembre è stato stipulato

1) Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Impatto potenziale della rimozione del contingentamento al commercio di prodotti tessili e di abbigliamento* nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino.

un accordo che ha consentito la distribuzione di tali giacenze pur mantenendo i limiti sul tasso di crescita futuro delle importazioni tessili provenienti dalla Cina. Il presente riquadro valuta l'impatto della liberalizzazione del commercio sui settori tessile e dell'abbigliamento, per quanto riguarda gli scambi commerciali, la produzione e la determinazione dei prezzi.

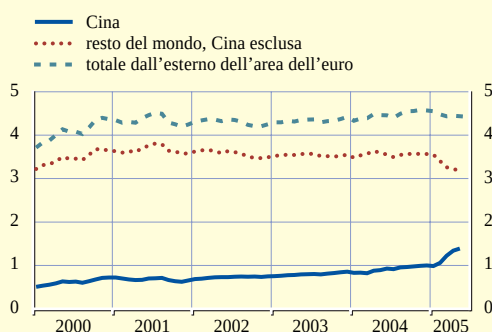
Sebbene la quota dei prodotti tessili nelle importazioni ed esportazioni complessive dell'area dell'euro segua un andamento decrescente dalla metà degli anni novanta, l'area ha registrato un crescente disavanzo commerciale in questo settore che ha raggiunto i 26 miliardi di euro nel 2004. Tale aumento è imputabile principalmente alle importazioni da paesi a basso costo che hanno aumentato la propria quota nel mercato dell'area. A partire da gennaio 2005 le importazioni tessili dalla Cina sono aumentate in larga misura a scapito di altri paesi esportatori di prodotti tessili esterni all'area, mentre il valore totale delle importazioni tessili verso l'area non è aumentato (cfr. figura A).

Quanto alla produzione e all'occupazione all'interno dell'area, il recente profilo mostra un proseguimento dell'andamento al ribasso osservato nel settore tessile da oltre un decennio (cfr. figura B). I punti nella figura indicano le fasi della progressiva eliminazione delle quote all'importazione (gennaio 1995, gennaio 1998, gennaio 2002 e gennaio 2005). L'attuazione di ciascuna nuova fase di liberalizzazione del commercio sembra aver avuto un impatto graduale anziché brusco e di breve durata. Pertanto, per diversi anni il settore tessile dell'area dell'euro è stato esposto a una crescente concorrenza esterna, di riflesso alla soppressione delle barriere commerciali. Come era prevedibile, la flessione della produzione tessile dell'area dell'euro si è accompagnata ad una riduzione dell'occupazione in questo settore.

Per quanto concerne l'andamento dei prezzi al consumo, i prezzi dei prodotti tessili, o più specificatamente di abbigliamento e calzature, sono una componente importante dello IAPC. Essi rappresentano oltre il 7 per cento dell'indice complessivo e quasi il 25 per cento della componente dei beni industriali non energetici dello IAPC. Purtroppo, non è facile interpretare il recente andamento dei prezzi al consumo di abbigliamento e calzature a causa del loro carattere stagionale altamente volatile. Ciò è senza dubbio imputabile in parte a fattori statistici (alcuni paesi hanno incluso i prezzi comprensivi dei saldi nello IAPC solo dal 2000 o dal 2001) e all'evoluzione giuridica (ad esempio le normative che disciplinano gli sconti sono state modifi-

Figura A Valore delle importazioni dell'area dell'euro (prodotti tessili)

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



Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.
Nota: gli ultimi dati si riferiscono a maggio 2005.

Figura B Produzione tessile dell'area dell'euro

(indici: 4° trim. 2000 = 100; media mobile su quattro trimestri; dati corretti per le giornate lavorative)



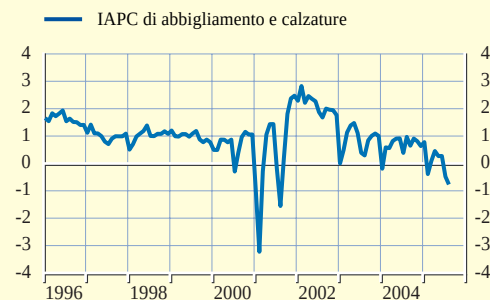
Fonte: Eurostat.
Nota: i punti lungo la curva rappresentano le fasi dell'eliminazione graduale del contingentamento previste nell'Accordo sui tessili e l'abbigliamento.

cate in alcuni paesi per offrire maggiore flessibilità ai dettaglianti). Tuttavia, potrebbero star agendo anche fattori economici quali gli sforzi per stimolare la debole domanda dei consumatori mediante sconti più aggressivi. In ogni caso, tralasciando la volatilità stagionale e gli effetti statistici, che spiegano le nette flessioni del 2001, la figura C mostra che il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi di abbigliamento e calzature è in calo dal 2002 e attualmente è negativo.

La liberalizzazione del settore tessile, pertanto, ha contribuito ad abbassare l'inflazione armonizzata complessiva quest'anno, con beneficio per i consumatori. Nel contempo sebbene la liberalizzazione sinora abbia comportato solo una variazione nella composizione geografica degli esportatori tessili verso l'area dell'euro, si deve supporre che in futuro il protrarsi di un'elevata concorrenza dall'esterno costituirà una sfida per il settore tessile dell'area cui esso dovrà adeguarsi.

Figura C Prezzi dell'abbigliamento e delle calzature

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Nota: le marcate flessioni nel tasso di variazione sul periodo corrispondente nel 2001 sono attribuibili all'introduzione di prezzi scontati per saldi nello IAPC per alcuni paesi in quell'anno.

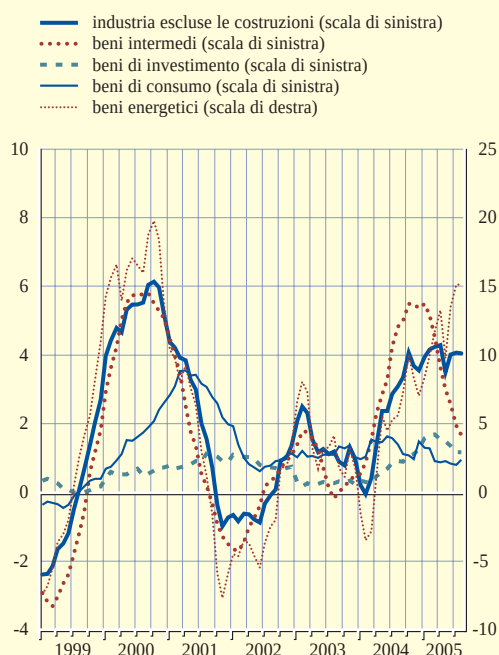
produzione dei beni industriali (al netto delle costruzioni) è salito del 4,0 per cento sui dodici mesi, in lieve calo rispetto al 4,1 di luglio (cfr. figura 17).

La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici e delle costruzioni è rimasta invariata all'1,3 per cento. Una lieve accelerazione dei prezzi dei beni di consumo ha controbilanciato una leggera flessione del tasso di crescita dei prezzi dei beni intermedi, mentre quello dei beni di investimento è rimasto stabile. La dinamica dei prezzi dei beni di consumo fornisce scarse indicazioni di effetti indiretti significativi riconducibili ai rincari petroliferi. In agosto il tasso di incremento dei prezzi dei beni di consumo si è collocato ben al di sotto del livello raggiunto nel dicembre 2004 (1,5 per cento) nonché dei precedenti picchi storici (ad esempio, 3,6 per cento nell'aprile 2001 o 3,9 nel gennaio 1992).

I risultati delle indagini indicano un rafforzamento delle pressioni sui prezzi degli input nel settore manifatturiero, laddove i prezzi applicati alla clientela sarebbero rimasti più con-

Figura 17 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

tenuti. In settembre lo *Eurozone Input Price Index* per il settore manifatturiero basato sull'indagine presso i responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 59,1 da 56,3 del mese precedente, mentre l'indice relativo ai prezzi applicati alla clientela è rimasto invariato a 50,5 (cfr. figura 18).

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

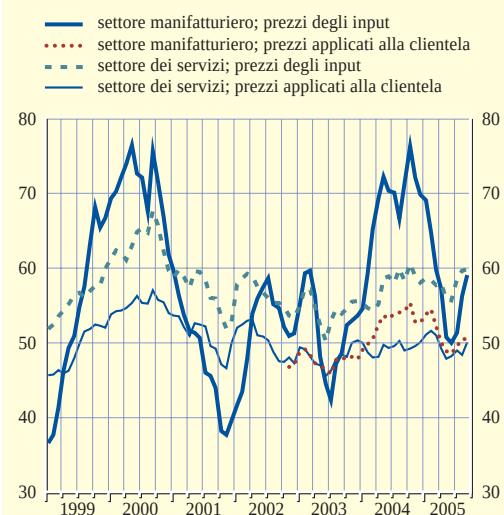
Gli indicatori disponibili mostrano che nel secondo trimestre l'incremento del costo del lavoro nell'area dell'euro ha subito una correzione rispetto al brusco aumento del precedente trimestre, dovuto principalmente a fattori di natura statistica (cfr. tavola 6). Tra il primo e il secondo trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è calato lievemente e quello del costo totale del lavoro per ora lavorata è diminuito dal 3,0 per cento al 2,3. Tale flessione è stata determinata sia dai costi salariali sia da quelli non salariali (ad esempio, i contributi previdenziali). Questo indice, tuttavia, potrebbe essere caratterizzato da una particolare volatilità a seguito della graduale introduzione dei nuovi criteri di compilazione.

In base agli indicatori del costo del lavoro finora disponibili, nel secondo trimestre la crescita dei redditi per occupato si sarebbe mantenuta su livelli contenuti così come l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto, nonostante l'aumento della produttività sia lievemente calato.

In una prospettiva più a lungo termine, il costo del lavoro sembra essersi stabilizzato su un andamento moderato nel 2004 e all'inizio del 2005 (cfr. figura 19). Anche se le tendenze dei salari differiscono fra i vari paesi, nel complesso dell'area le pressioni salariali sono ancora contenute. Guardando al futuro, le prospettive di crescita moderata del PIL in termini reali, insieme a condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro tuttora sotto controllo, dovrebbero con-

Figura 18 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.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

tribuire a contenere le pressioni inflazionistiche provenienti dalla dinamica salariale.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

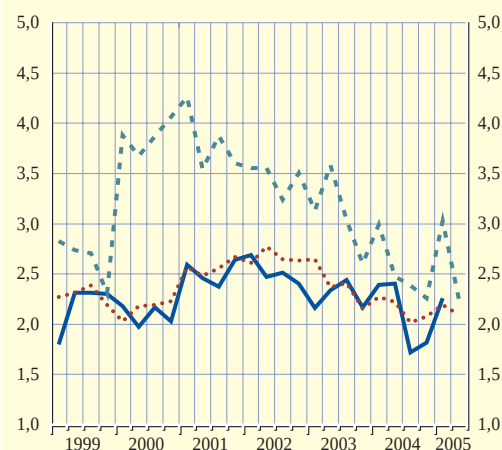
Dato il recente andamento dei corsi petroliferi, le prospettive a breve termine per l'inflazione sono nettamente peggiorate e il tasso di crescita dello IAPC potrebbe rimanere sui livelli elevati attuali nella restante parte dell'anno. In una prospettiva di più lungo periodo, non si osservano finora indicazioni significative dell'accumularsi di pressioni inflazionistiche di fondo nell'economia dell'area. Se ciò sembrerebbe implicare la possibilità che il tasso di inflazione, in assenza di ulteriori e inattesi shock al rialzo sui prezzi, torni a scendere, su tale scenario incombono numerosi rischi, tra i quali il protrarsi delle incertezze sull'andamento dei mercati petroliferi e possibili nuovi aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette. Esistono inoltre rischi di ef-

fetti di secondo impatto per i salari, sebbene la crescita salariale potrebbe mantenersi contenuta in un contesto caratterizzato dalla concorrenza sui mercati mondiali, dal persistere di condizioni di eccesso di offerta del mercato del lavoro e dall'incremento solo graduale dell'attività economica. Di conseguenza, occorre un atteggiamento molto vigile al fine di assicurare che le attese di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro rimangano saldamente ancorate.

Figura 19 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— redditi per occupato
 retribuzioni contrattuali
 - - - costo orario del lavoro



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Il PIL in termini reali ha continuato ad aumentare a un ritmo moderato. Nella prima metà del 2005. In linea con le proiezioni degli esperti della BCE e nel contesto di fondamentali favorevoli, i risultati più recenti delle indagini congiunturali hanno nel complesso confermato la valutazione secondo cui la crescita economica potrebbe rafforzarsi gradualmente a partire dalla seconda metà dell'anno. Tuttavia, questa prospettiva è soggetta ad alcuni rischi al ribasso connessi principalmente ai prezzi del petrolio.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

La prima pubblicazione di dati sui conti nazionali per il secondo trimestre, riportata nel numero del mese scorso di questo Bollettino, ha confermato la stima rapida, mostrando che l'attività economica ha continuato a crescere moderatamente nell'area dell'euro nella prima metà del 2005. Nel secondo trimestre il PIL in termini reali è aumentato a un tasso dello 0,3 per cento sul periodo precedente rispetto allo 0,4 per cento del primo trimestre (cfr. figura 20). Nel complesso, il ritmo della crescita economica è rimasto sostanzialmente stabile nei quattro trimestri scorsi.

Nel secondo trimestre del 2005 l'attività economica è stata sospinta soprattutto dalle variazioni delle scorte che hanno fornito un contributo di 0,2 punti percentuali alla crescita del PIL sul periodo precedente. Il contributo delle altre componenti della domanda interna alla crescita è stato debole o addirittura nullo. In particolare quello dei consumi privati è stato pari a zero, il che può in parte riflettere l'impatto negativo dell'incremento delle quotazioni petrolifere sui redditi reali. La crescita degli investimenti è aumentata dal -0,2 per cento del primo trimestre allo 0,2 del secondo. Comunque, ciò ha in parte rispecchiato un'inversione del calo, dovuto a fattori climatici, registratosi nel settore delle costruzioni nel trimestre precedente. Gli investimenti fissi lordi hanno apportato un contributo di 0,1 punti percentuali alla crescita del PIL nel secondo trimestre. Nel contempo, il contributo delle esportazioni nette reali è sceso quasi a zero.

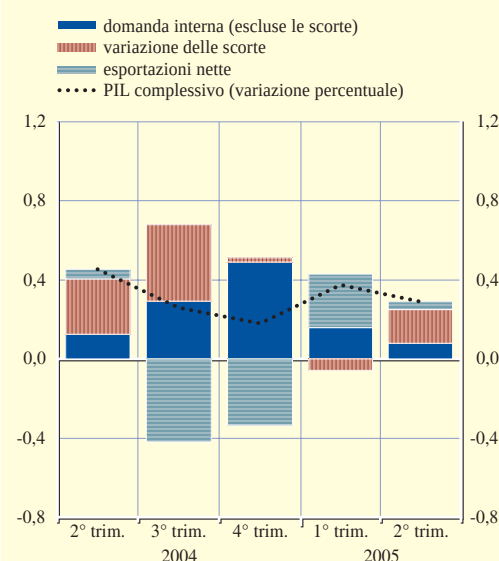
In un'ottica di più lungo periodo, la crescita del PIL è stata in certa misura differente fra i paesi dell'area dell'euro. Il riquadro *I differenziali di crescita del prodotto nell'area dell'euro sono ciclici o sono riconducibili all'andamento tendenziale?* si incentra sulle cause della dispersione e giunge alla conclusione che l'attuale grado di differenziali di crescita rispecchia in gran parte differenze nei tassi di crescita tendenziali fra i paesi piuttosto che differenze cicliche.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

In termini di composizione settoriale della crescita, i dati relativi al valore aggiunto in termini reali nel secondo trimestre (già riportati nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino)

Figura 20 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.

hanno mostrato che sia il settore industriale sia quello dei servizi hanno contribuito positivamente alla crescita. Il valore aggiunto nel settore industriale è aumentato a un ritmo significativamente più elevato che nel comparto dei servizi, sebbene a questi sia riconducibile la maggior parte del valore aggiunto dell'area dell'euro.

Riquadro 6

I DIFFERENZIALI DI CRESCITA DEL PRODOTTO NELL'AREA DELL'EURO SONO CICLICI O SONO RICONDUCIBILI ALL'ANDAMENTO TENDENZIALE?

La dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini di media annua, misurata dalla deviazione standard non ponderata, è rimasta nel complesso relativamente stabile nei paesi dell'area dell'euro dal 1970 al 2004¹⁾. Il presente riquadro analizza in che misura tale profilo di dispersione riflette differenze nell'evoluzione della dispersione delle componenti ciclica e tendenziale del PIL dei paesi dell'area.

Il PIL in termini reali di un paese specifico può deviare temporaneamente dal proprio andamento tendenziale a lungo termine. Tali deviazioni, che colgono l'evoluzione ciclica, sono spesso calcolate in percentuale del *trend* e denominate *output gap*. Senza entrare nei particolari, è importante sottolineare tre principali motivi di cautela relativi al calcolo della scomposizione del PIL nelle sue componenti ciclica e tendenziale²⁾. In primo luogo, dal momento che non si può osservare né la componente tendenziale né quella ciclica, non esiste un unico e indiscusso metodo per ricavare il *trend* e i cicli. In secondo luogo, in qualsiasi metodo statistico o basato sulla teoria economica, i risultati dipendono dai parametri utilizzati per i calcoli. Infine, tutti i metodi sono, in qualche misura, interessati da problemi di fine-campione, ovvero dal fatto che le stime alla fine del campione sono inaffidabili oppure devono essere basate su un'estensione della serie di dati storici con valori previsti. La metodologia utilizzata nel presente riquadro si basa su una tecnica di filtraggio a selezione di banda (*band-pass*)³⁾.

Le figure A e B riportano la dispersione dei tassi di crescita del PIL in termini reali a partire dagli anni settanta nonché la dispersione degli *output gap* (componente ciclica) e dei tassi di crescita tendenziale nei paesi dell'area, in termini ponderati e non. Come si può osservare, sussistono differenze notevoli nell'evoluzione della dispersione degli *output gap* e dei tassi di crescita tendenziale. Per quanto riguarda l'*output gap*, sembra che la sua dispersione sia significativamente diminuita nel corso degli anni novanta, rimanendo sostanzialmente stabile su un livello basso negli ultimi cinque anni. Per quanto attiene ai tassi di crescita tendenziale, la dispersione ha mostrato un incremento nel corso degli anni ottanta e gran parte degli anni novanta, ma è lievemente diminuita dalla fine degli anni novanta.

Al fine di meglio comprendere la relativa importanza di *trend* e cicli nello spiegare le differenze di crescita fra paesi, si possono calcolare i contributi di queste due componenti alla varianza to-

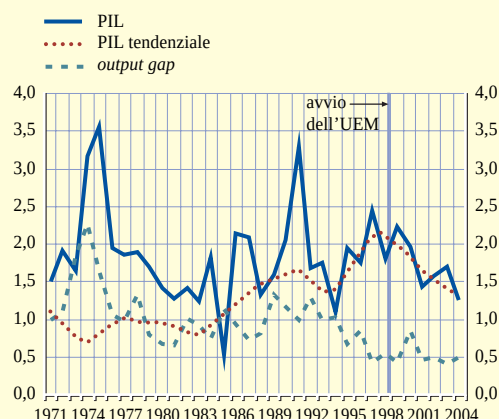
1) Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Andamenti recenti delle differenze nella crescita del prodotto tra i paesi dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2005 di questo Bollettino.

2) Per una breve rassegna cfr. l'articolo *Caratteristiche del ciclo economico dell'area dell'euro negli anni novanta* nel numero di luglio 2002 di questo Bollettino, pagg. 39-48.

3) La tecnica di filtraggio utilizzata si basa sul filtro *band-pass* "approssimativo" suggerito in Baxter, M., King, R. (1995), *Measuring Business Cycles: approximate band-pass filters for economic time series*, Working paper dell'NBER n. 5022, febbraio. Per una rassegna delle stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro, cfr. il riquadro 5 del numero di febbraio 2005 di questo Bollettino. Un filtro *band-pass* è un tipo particolare di media mobile che trasforma i dati macroeconomici per ottenere la componente di ciclo economico. Sono stati utilizzati i parametri standard del filtro di Baxter e King, ossia un limite inferiore di 6 trimestri per l'andamento ciclico, un limite superiore di 32 trimestri e un periodo di sfasamento pari a 12 trimestri.

Figura A Dispersione dei tassi di crescita del PIL reale, tendenziale e dell'*output gap* fra i paesi dell'area dell'euro: deviazione standard non ponderata

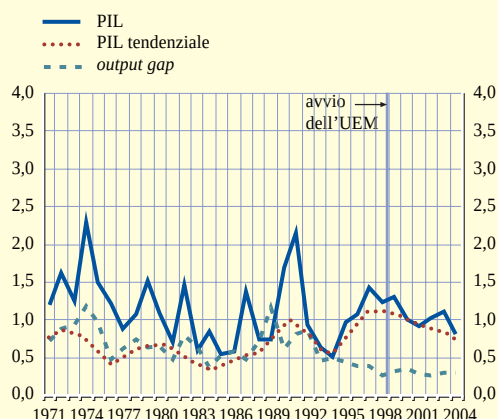
(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura B Dispersione dei tassi di crescita del PIL reale, tendenziale e dell'*output gap* fra i paesi dell'area dell'euro: deviazione standard ponderata

(punti percentuali)

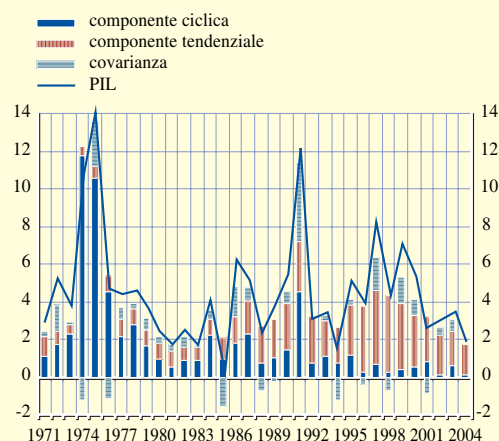


Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

tale⁴⁾. Come si evince dalle figure C e D sottostanti, la disaggregazione della varianza dei tassi di crescita del PIL in termini reali nei paesi dell'area dell'euro mostra una notevole diminuzione del contributo della componente ciclica alla dispersione e, contemporaneamente, un considerevole aumento del contributo proveniente dalle differenze di crescita tendenziale, soprattutto a partire

Figura C Contributi alla varianza della crescita del PIL in termini reali fra i paesi dell'area dell'euro: non ponderata

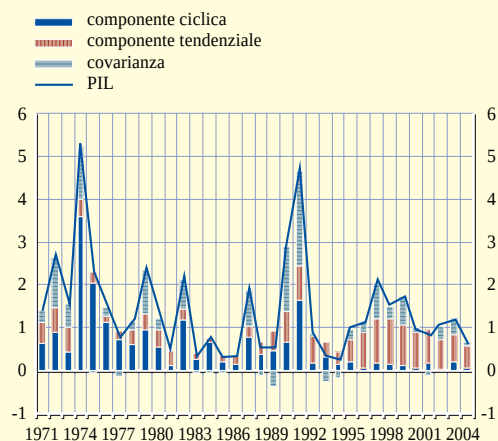
(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura D Contributi alla varianza della crescita del PIL in termini reali fra i paesi dell'area dell'euro: ponderata

(punti percentuali)



Fonti: Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

4) La deviazione standard, come utilizzata in precedenza, non può essere facilmente scomposta. Il quadrato della deviazione standard (varianza) può essere scomposto come segue: (laddove il *trend* e i cicli sono espressi come contributi alla crescita del PIL in termini reali) $\text{var}(\text{PIL}) = \text{var}(\text{trend}) + \text{var}(\text{ciclo}) + 2\text{covar}(\text{ciclo}, \text{trend})$.

dagli inizi degli anni novanta. Sembra, quindi, che negli ultimi dieci anni la componente ciclica abbia contribuito in misura relativamente contenuta alla dispersione, la quale può essere ricondotta in gran parte a differenze nella crescita del prodotto tendenziale⁵⁾.

È possibile che esistano diverse ragioni per tali differenze nella crescita tendenziale, che possono essere connesse, fra l'altro, a processi di convergenza nonché ai diversi andamenti a livello demografico, del grado di utilizzo della forza lavoro o dei profili di produttività. Alcuni di questi fattori, a loro volta, possono essere collegati a differenze nella celerità delle riforme strutturali intraprese in passato. La sfida che si pone per i paesi in ritardo in termini di crescita potenziale è di affrontare i problemi strutturali con risolutezza.

5) Va notato che una componente necessaria di questa scomposizione è la covarianza fra crescita tendenziale e ciclo. Tuttavia, come dimostrano le figure C e D, la sua incidenza è relativamente modesta e non influisce sulle conclusioni complessive.

I dati disponibili fino a luglio mostrano che l'attività industriale (al netto delle costruzioni) si è in certa misura rafforzata nell'area dell'euro all'inizio del terzo trimestre, indicando che la ripresa starebbe proseguendo pur in assenza di accelerazioni significative. In luglio la produzione industriale dell'area è salita dello 0,2 per cento rispetto al mese precedente, dopo un aumento dello 0,4 per cento in giugno (rivisto al rialzo di 0,1 punti percentuali). Se si considera la media mobile su tre mesi, gli ultimi risultati presentano un tasso di espansione nel settore industriale dello 0,4 per cento in luglio, invariato da maggio (cfr. figura 21). I dati relativi alla produzione industriale (al netto delle costruzioni e dell'energia) per gli ultimi tre mesi segnalano pertanto un andamento relativamente positivo. Ciò è evidente in particolare nel settore dei beni di investimento, maggiormente sensibile al ciclo, nel quale in termini di medie mobili a tre mesi si è registrato un aumento dello 0,9 per cento, e in quello dei beni di consumo, dove sempre in termini di medie mobili a tre mesi l'incremento è stato dello 0,5 per cento.

In luglio i nuovi ordinativi nel settore manifatturiero sono diminuiti dell'1,2 per cento rispetto al mese precedente. Tale diminuzione fa seguito a un aumento relativamente elevato pari al 3,1 per cento in giugno e a una crescita del 2,2 per cento nel secondo trimestre sul periodo precedente. Il livello effettivo di nuovi ordinativi in luglio è rimasto solo leggermente al di sopra del livello medio del secondo trimestre, il che potrebbe suggerire un'espansione più lenta dei nuovi ordinativi nel terzo trimestre. Nel complesso, i dati disponibili fino a luglio forniscono un segnale positivo per l'evoluzione durante i mesi estivi.

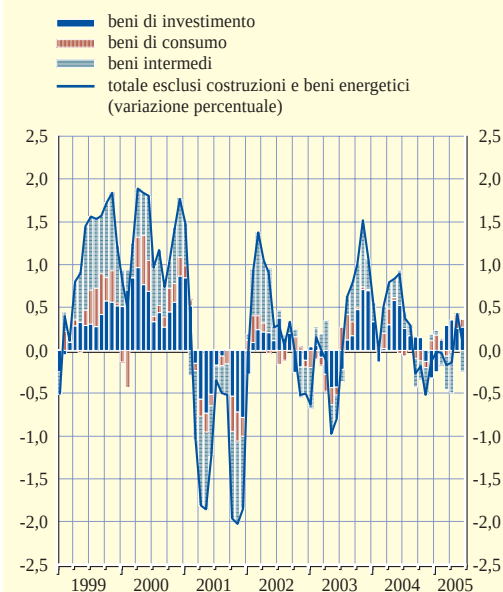
RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

Sia l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'area dell'euro sono migliorati in settembre, dopo essere rimasti sostanzialmente invariati in agosto. Fra luglio e settembre entrambi gli indicatori si sono collocati al di sopra dei livelli registrati nel complesso del secondo trimestre e sono ora prossimi a quelli riportati all'inizio dell'anno. Il rafforzamento della fiducia delle imprese industriali in settembre ha rispecchiato principalmente un miglioramento dei nuovi ordinativi. Tuttavia, in una prospettiva a più lungo termine il livello del clima di fiducia delle imprese industriali è ancora relativamente basso, indicando un ritmo appena contenuto della sottostante attività industriale nel terzo trimestre (cfr. figura 22).

In settembre l'indicatore del clima di fiducia per il settore dei servizi della Commissione europea è ritornato quasi al livello registrato in luglio 2005. Ora l'indicatore si colloca leggermente al di

Figura 21 Crescita della produzione industriale e contributi

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

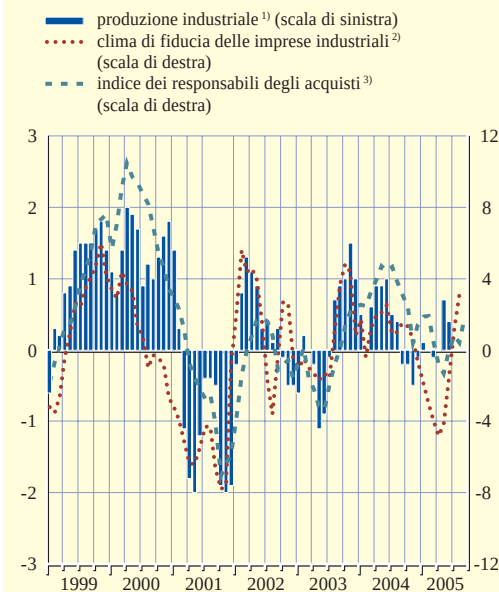


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: i dati riportati sono calcolati come medie mobili centrate a tre mesi rispetto all'analoga media tre mesi prima.

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

(dati mensili destagionalizzati)



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

sopra della media del secondo trimestre. In un'ottica di più lungo periodo, l'indicatore della Commissione ha continuato a essere vicino al suo valore medio da giugno 2003. Il PMI per l'attività economica nel settore dei servizi è aumentato in misura maggiore in settembre, raggiungendo così il valore più elevato dell'ultimo anno. Nel complesso, i risultati delle indagini forniscono anche qualche positiva indicazione preliminare per la crescita nel settore dei servizi nel terzo trimestre.

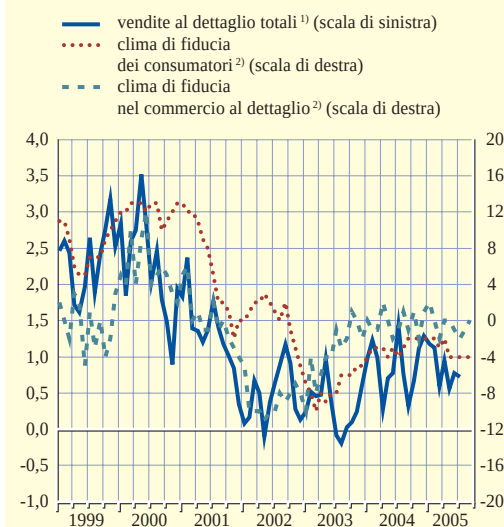
INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

La crescita dei consumi privati è stata debole nel secondo trimestre. In prospettiva, gli indicatori disponibili della spesa delle famiglie segnalano in media un incremento moderato dei consumi privati all'inizio del terzo trimestre.

Il volume delle vendite al dettaglio è diminuito in luglio dello 0,5 per cento sul mese precedente ma è aumentato in agosto dello 0,9, ritornando così approssimativamente ai livelli di maggio e giugno. Mentre il calo nel consumo di prodotti alimentari in luglio è stato compensato da un pari aumento in agosto, il volume delle vendite al dettaglio di prodotti non alimentari è salito fra giugno e agosto. Nonostante l'andamento sfavorevole in giugno, i tassi di crescita in termini di media mobile a tre mesi si sono collocati allo 0,4 per cento sul trimestre precedente sia in luglio sia in agosto. Per quanto concerne altri indicatori della spesa delle famiglie, le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite sia in luglio sia in agosto, dopo un aumento insolitamente elevato in giugno. Pertanto, le immatricolazioni di autovetture sono calate significativamente nei primi due mesi del terzo trimestre a fronte di un incremento dell'1,7 per cento nel complesso del secondo (cfr. figura 23). In generale,

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

(dati mensili)

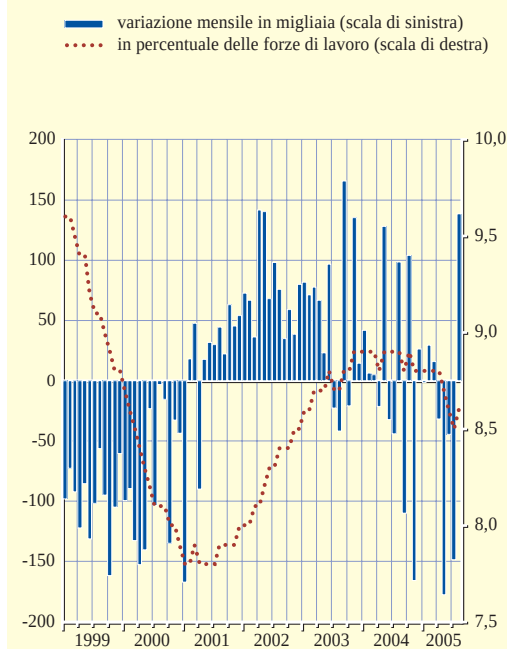


Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali 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.

Figura 24 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

gli andamenti recenti del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture forniscono alcuni segnali positivi riguardo alla dinamica dei consumi nel terzo trimestre.

Infine, secondo l'indicatore della Commissione europea, la fiducia dei consumatori si è mantenuta invariata in settembre per il quarto mese consecutivo. Nel complesso, è rimasta sostanzialmente stabile dalla metà del 2004, sebbene a livelli relativamente bassi.

4.2 IL MERCATO DEL LAVORO

Gli ultimi indicatori suggeriscono che per le condizioni del mercato del lavoro prosegue la fase di miglioramento molto graduale iniziata nella prima metà del 2005. Le aspettative di occupazione sia nel settore industriale sia in quello dei servizi sono migliorate nell'insieme del terzo trimestre e corroborano la tesi che stia proseguendo il miglioramento, seppur lieve, delle condizioni sottostanti del mercato del lavoro nella seconda metà dell'anno.

DISOCCUPAZIONE

In agosto il tasso standardizzato di disoccupazione nell'area dell'euro è salito all'8,6 per cento dall'8,5 di luglio, dopo essere calato nei tre mesi precedenti (cfr. figura 24). Tale aumento ha riflesso una crescita del numero di disoccupati di circa 140.000 unità che ha fatto seguito a un calo medio mensile di approssimativamente 120.000 unità nei tre mesi precedenti. Tuttavia, attualmente i dati sulla disoccupazione nell'area dell'euro dovrebbero essere interpretati con cautela. L'andamento

di agosto è stato in larga misura imputabile a un aumento del tasso di disoccupazione in Germania, laddove gli ultimi dati potrebbero non rispecchiare pienamente la dinamica sottostante del mercato del lavoro, riconducibile a variazioni metodologiche e istituzionali nella raccolta dei dati. Di fatto, i dati per l'area dell'euro escludendo la Germania mostrano il protrarsi di una graduale diminuzione della disoccupazione anche in agosto.

OCCUPAZIONE

Nel secondo trimestre l'occupazione è aumentata dello 0,2 per cento sul periodo precedente dopo aver registrato un tasso di crescita dello 0,1 per cento nel primo trimestre (cfr. tavola 7). L'incremento dell'occupazione nel secondo trimestre rispetto al primo è principalmente ascrivibile all'espansione dell'occupazione nel settore industriale (incluse le costruzioni). Il tasso di crescita dell'occupazione in questo settore si è collocato allo 0,1 per cento rispetto al trimestre precedente dopo essere diminuito dello 0,6 per cento nel trimestre precedente e dello 0,9 su base annua nel 2004. Nel secondo trimestre l'occupazione nel settore dei servizi ha registrato un tasso di crescita sul periodo precedente dello 0,3 per cento, sostanzialmente in linea con il ritmo di espansione osservato nella maggior parte dei trimestri precedenti. Pertanto, l'evoluzione degli ultimi trimestri indica il protrarsi di un miglioramento seppur graduale delle condizioni del mercato del lavoro. Nondimeno, interpretando i dati bisogna tenere conto anche degli effetti recenti di provvedimenti per il mercato del lavoro, come l'aumento dell'occupazione derivante da un'espansione di tipologie di lavoro a tempo parziale e autonomo.

La crescita modesta dell'occupazione e il ritmo leggermente inferiore dell'attività economica nel secondo trimestre rispetto al primo trimestre hanno determinato un lieve decelerazione della produttività del lavoro sia sul periodo corrispondente sia sul precedente. Tuttavia, l'andamento complessivo della crescita della produttività del lavoro cela tendenze divergenti nei diversi settori. Più specificamente, nel secondo trimestre la crescita positiva della produttività del lavoro nel settore industriale (0,8 per cento sul trimestre precedente) è stata in parte compensata da un calo della produttività nel settore dei servizi (0,1 per cento sul trimestre precedente). Oltre le fluttuazioni di breve termine, la crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro per l'intera economia è diminuita per quattro trimestri consecutivi e risulta chiaramente al di sotto della sua media dall'inizio degli anni Novanta. Il riquadro intitolato "Evoluzione della qualità del lavoro nell'area dell'euro e relative implicazioni per la crescita della produttività del lavoro" descrive l'evoluzione di lungo termine della produttività, incentrandosi in particolare sulla misura in cui i cambiamenti della qualità del lavoro hanno contribuito alle tendenze della produttività.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali				
	2003	2004	2004 2° trim.	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.
Totale economia	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
di cui:							
Agricoltura e pesca	-1,9	-0,7	-0,2	0,1	-0,4	-1,2	0,1
Industria	-1,0	-0,9	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,1
Escluse le costruzioni	-1,5	-1,7	0,1	-0,5	0,2	-0,9	-0,1
Costruzioni	0,1	1,1	0,6	1,1	-0,4	0,1	0,6
Servizi	0,9	1,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3
Commercio e trasporti	0,3	0,9	0,3	0,4	0,1	0,1	0,1
Finanziari e alle imprese	1,3	2,5	0,4	0,6	0,5	0,8	0,2
Amministrazione pubblica	1,2	0,8	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Le aspettative di occupazione, sia delle indagini della Commissione europea sia del PMI, sono migliorate in settembre e nell'insieme del terzo trimestre. Ora sono più alte della media del secondo trimestre e indicano pertanto un lieve miglioramento nelle condizioni dell'occupazione nei settori manifatturiero e dei servizi.

Riquadro 7

EVOLUZIONE DELLA QUALITÀ DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO E RELATIVE IMPLICAZIONI PER LA CRESCITA DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO

La composizione delle forze di lavoro nell'area dell'euro evolve nel tempo e in risposta al variare delle condizioni del mercato del lavoro, determinando cambiamenti nella quantità di capitale umano disponibile. Tuttavia, le misure standard dell'input di lavoro, come le ore lavorate totali, non prendono in considerazione gli effetti di cambiamenti nella qualità del lavoro riconducibili ad esempio a variazioni nella quota di lavoratori con livelli di istruzione superiore e maggiore esperienza nel mercato del lavoro. Ne consegue una sottostima del contributo dell'input di lavoro alla crescita economica. In linea di principio, la misurazione della produttività dovrebbe tener conto delle variazioni nella qualità del lavoro, usando il numero delle ore effettivamente lavorate corretto per la qualità come misura dell'input di lavoro. L'espressione "crescita della qualità del lavoro" è comunemente usata per descrivere la differenza fra ore lavorate corrette o meno per la qualità del lavoro.

Il presente riquadro illustra l'evidenza empirica relativa alle variazioni nel capitale umano nell'area dell'euro e il relativo impatto sulla crescita della produttività in base a una stima della qualità del lavoro dell'area a partire dagli inizi degli anni ottanta. Per effettuare la stima sono state utilizzate varie fonti di dati, tuttavia ancora incomplete: la stima andrebbe pertanto interpretata con cautela. Al fine di migliorare tale analisi in futuro, sarebbe necessario che i dati di contabilità nazionale fossero regolarmente compilati comprendendo la disaggregazione dei salari e dell'occupazione per livello di istruzione, classe di età e sesso (e per settore).

Stime della qualità del lavoro nell'area dell'euro

La misurazione della qualità del lavoro richiede informazioni disaggregate sulle *proxy* del capitale umano e della produttività. Il capitale umano è determinato da svariate caratteristiche individuali, come l'istruzione e l'esperienza lavorativa. Intuitivamente, la qualità del lavoro aumenta con il crescere dell'incidenza delle ore totali lavorate da soggetti a maggior capitale umano e produttività, come quelli con un livello di istruzione superiore e quelli con più esperienza lavorativa¹⁾.

I risultati suggeriscono che la qualità del lavoro dell'area dell'euro è costantemente aumentata dagli inizi degli anni ottanta (cfr. figura A), con un tasso di crescita medio annuo pari circa allo 0,6 per cento nel periodo 1984-2004. Nel tempo, le variazioni nella crescita della qualità del lavoro possono rispecchiare sviluppi sia nel *trend* sia alle frequenze del ciclo economico. L'aumento ten-

1) L'indice della qualità del lavoro nell'area dell'euro viene costruito in due fasi. Prima sono stimati i pesi per 30 gruppi diversi di lavoratori (classificati in maniera incrociata per istruzione, età e sesso) in 12 paesi dell'area dell'euro utilizzando equazioni dei redditi e microdati sulla popolazione estratti dallo *European Community Household Panel* (ECHP). Successivamente, questi pesi sono combinati con i dati sulle ore totali lavorate per gruppi di lavoratori classificati in maniera incrociata per paese e per caratteristiche del lavoratore ricavati dall'indagine europea sulle forze di lavoro (*European Labour Force Survey*, LFS). Per un'analisi dettagliata dei diversi metodi di stima della qualità del lavoro, cfr. D. Aaronson, e D. Sullivan (2001), "Growth in Worker Quality", *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.

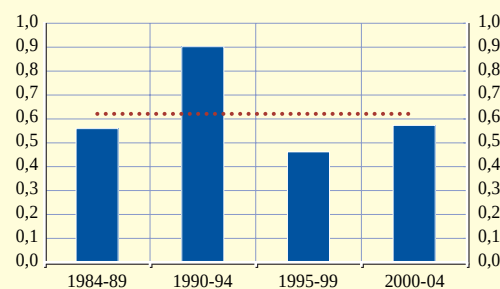
denziale della crescita della qualità del lavoro è determinato principalmente da un incremento della quota di ore totali lavorate da soggetti con un livello di istruzione superiore. In termini di frequenza del ciclo economico, è possibile che la quota di lavoratori meno qualificati aumenti durante i periodi di crescita più vigorosa, in quanto le imprese, al fine di espandere la produzione, riducono le qualifiche richieste, incoraggiando quindi un maggior numero di lavoratori con qualifiche inferiori a entrare nel mercato del lavoro, come conseguenza della maggior probabilità di trovare un'occupazione e, possibilmente, della prospettiva di salari più elevati. L'aumento significativo della crescita della qualità del lavoro nella prima metà degli anni novanta e la successiva flessione nel resto del decennio (un periodo di crescita dell'occupazione particolarmente sostenuta) sono coerenti con questa interpretazione. Negli ultimi anni la crescita della qualità del lavoro sembra essere aumentata.

Implicazioni per la produttività

L'utilizzo di una misura dell'input di lavoro corretta per la qualità in uno schema standard di contabilità della crescita fornisce ulteriori chiarimenti sul recente andamento della crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro. In questo schema, la crescita della produttività del lavoro, definita come prodotto in termini reali per ora lavorata, può essere scomposta in tre componenti: aumento dell'intensità di capitale (ossia crescita dei servizi da capitale per ore lavorate), crescita della qualità del lavoro e crescita della produttività totale dei fattori (PTF)²⁾. La scomposizione della produttività del lavoro mostra che le variazioni della qualità del lavoro stanno svolgendo un ruolo sempre più rilevante nel render conto della crescita della produttività del lavoro (cfr. figura B). Mentre agli inizi degli anni ottanta il contributo della crescita della qualità del lavoro rappresentava solo il 15 per cento della crescita della produttività, questa quota è salita a oltre il 30 per cento all'inizio di questo decennio. Queste stime suggeriscono che, mentre la crescita della PTF (al netto dell'impatto della crescita della qualità del lavoro) è stata più lenta negli anni novanta rispetto agli anni ottanta, nel recente periodo di debole crescita dell'area del-

Figura A Crescita della qualità del lavoro nell'area dell'euro

(medie di tassi di crescita sul periodo corrispondente)

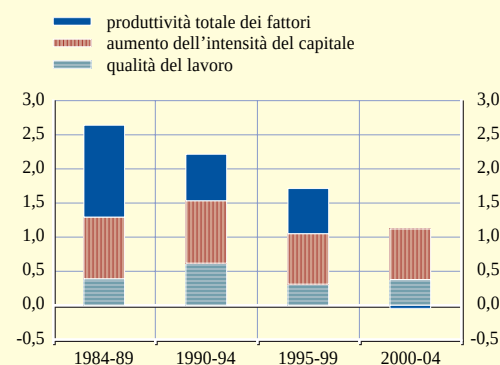


Fonte: elaborazioni della BCE.

Nota: la linea orizzontale indica la media per il periodo 1984-2004.

Figura B Composizione della crescita nella produttività del lavoro

(contributi)



Fonte: elaborazioni della BCE. I dati, a eccezione di quelli relativi alla crescita della qualità del lavoro, provengono dal Groningen Growth and Development Centre.

2) Gli andamenti della crescita della produttività del lavoro e della relativa scomposizione, senza una stima della crescita della qualità del lavoro, sono illustrati nel riquadro *Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

l'euro si è verificata un'ulteriore significativa decelerazione della PTF. Tuttavia, data l'imprecisione insita in tutte le stime della PTF, questi risultati andrebbero interpretati con una certa cautela.

Alcune considerazioni di politica economica

Sebbene i livelli più elevati di istruzione e di esperienza nel mercato del lavoro siano le principali determinanti delle variazioni nella qualità del lavoro, è importante riconoscere che su queste hanno probabilmente effetto anche altri fattori (non misurati), come la qualità e il tipo di istruzione. La scomposizione della crescita della produttività del lavoro suggerisce che le politiche relative al capitale umano nell'area dell'euro dovrebbero essere orientate a potenziare l'acquisizione di istruzione e a offrire più formazione sul posto di lavoro. Inoltre, la decelerazione della PTF suggerita da questa scomposizione mette in luce la necessità di politiche economiche atte a incentivare l'innovazione e a promuovere il ricorso a tecnologie che migliorino la produttività.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, gli ultimi dati disponibili sono in sostanza coerenti con la valutazione secondo cui la crescita economica potrebbe rafforzarsi nella seconda metà del 2005. Essi sono anche complessivamente in linea con le proiezioni degli esperti della BCE di settembre e con le recenti previsioni di organizzazioni internazionali e del settore privato. Oltre il breve termine, permangono le condizioni per un incremento del tasso dell'espansione economica. Dal lato esterno, il protrarsi della crescita della domanda mondiale dovrebbe sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. I recenti uragani probabilmente non avranno un impatto economico persistente sull'economia globale. Sul versante interno, le condizioni di finanziamento molto favorevoli e la robusta crescita degli utili societari dovrebbero concorrere a una crescita degli investimenti. I consumi dovrebbero espandersi gradualmente in linea con le attese di un incremento moderato del reddito reale disponibile. Nel complesso, esiste la possibilità che fattori fondamentali più positivi abbiano influenza sugli andamenti economici. Nondimeno, le prospettive per l'economia rimangono soggette a rischi al ribasso connessi agli elevati prezzi del petrolio, a timori circa squilibri a livello mondiale e alla bassa fiducia dei consumatori.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

In settembre e agli inizi di ottobre il tasso di cambio effettivo dell'euro si è moderatamente deprezzato, evidenziando nel contempo alcune oscillazioni. Queste ultime sono principalmente riconducibili alle reazioni dei mercati alle calamità naturali negli Stati Uniti e all'esito delle elezioni in Germania, e al probabile impatto di tali eventi sull'economia delle due regioni.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Agli inizi di settembre l'euro ha guadagnato circa il 3 per cento rispetto al dollaro statunitense e per un breve periodo è stato quotato a 1,25 dollari. I mercati valutari hanno inizialmente ritenuto che l'impatto economico dell'uragano Katrina avrebbe potuto rallentare il ritmo dell'inasprimento monetario negli Stati Uniti, gravando di conseguenza sulla moneta statunitense. Nel prosieguo del mese, tuttavia, l'euro ha attraversato una fase di debolezza che è proseguita dopo l'esito delle elezioni in Germania. Il deprezzamento nei confronti del dollaro sembra sia stato sostenuto anche da dati statunitensi su cospicui afflussi per investimenti di portafoglio in luglio nonché dall'ampliarsi del persistente differenziale fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Su tale sfondo, il 5 ottobre l'euro si collocava a 1,19 dollari, un valore inferiore del 2,1 per cento a quello di fine agosto e del 3,9 per cento alla media del 2004.

YEN GIAPPONESE/EURO

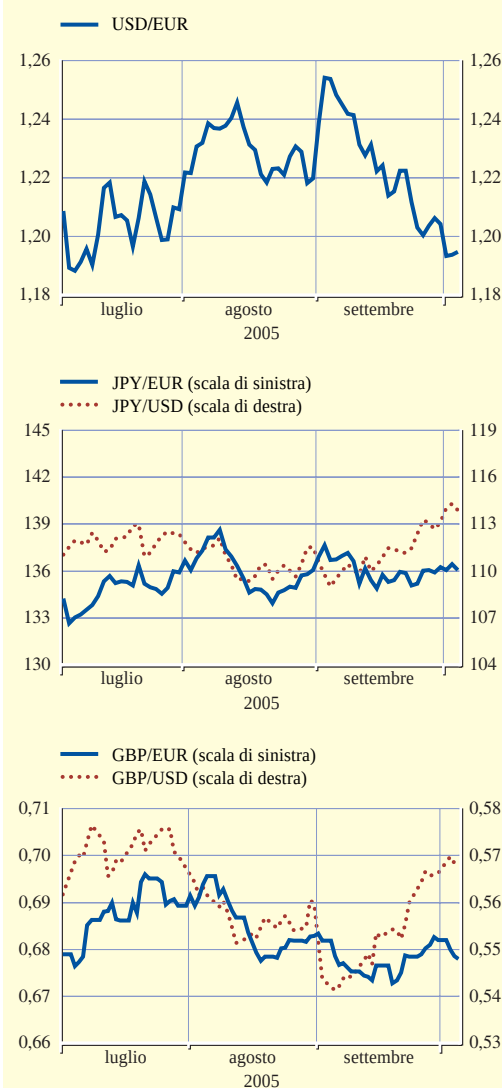
Dopo l'andamento piuttosto fluttuante dei mesi precedenti, in settembre l'euro si è mantenuto relativamente stabile nei confronti dello yen giapponese: questo si era inizialmente rafforzato sul dollaro statunitense nel periodo immediatamente successivo all'uragano Katrina ma ha poi perso più del terreno guadagnato quando il clima di mercato nei confronti del dollaro statunitense è divenuto più favorevole. Il 5 ottobre l'euro è stato quotato a 136 yen, un livello prossimo a quello di fine agosto e superiore dell'1,2 per cento alla media del 2004.

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

All'interno degli AEC II, le valute sono rimaste praticamente invariate in settembre. Per quanto riguarda le valute degli altri Stati membri dell'UE, durante la prima metà di settembre l'euro ha continuato a deprezzarsi in misura moderata nei confronti della sterlina britannica per poi riprendersi nel prosieguo del mese. Il 5 ottobre l'euro è stato scambiato a 0,68 sterline, un valo-

Figura 25 Tassi di cambio

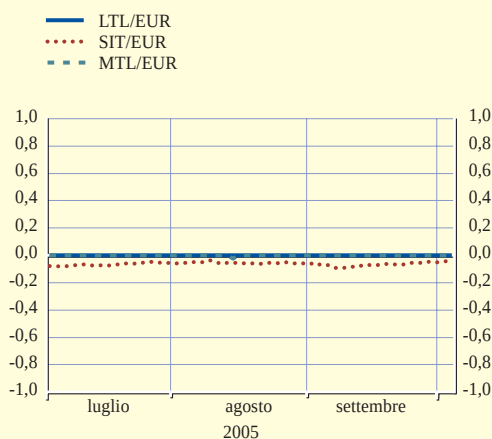
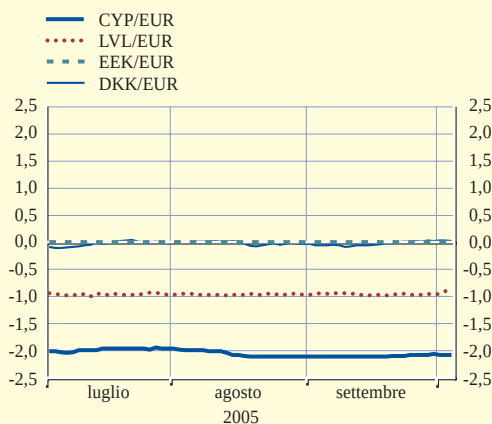
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 26 Tassi di cambio negli AEC II

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

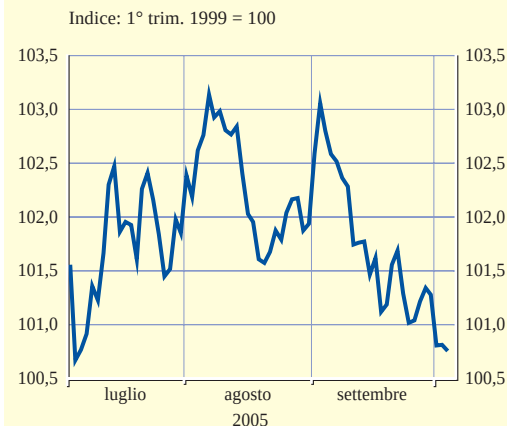


Fonte: BCE.

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

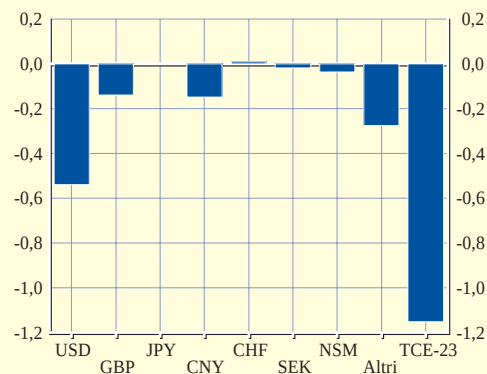
Figura 27 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti ¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale ²⁾

Dal 31 agosto al 5 ottobre 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.

re inferiore dello 0,7 per cento a quello di fine agosto e prossimo alla media del 2004. La moneta unica si è deprezzata sullo zloty polacco (del 2,9 per cento), si è apprezzata sul fiorino ungherese (del 2 per cento) ed è rimasta pressoché immutata rispetto alla corona ceca e a quella slovacca.

ALTRE VALUTE

Con riferimento alle valute di altri paesi non appartenenti all'UE, dalla fine di agosto l'euro è rimasto sostanzialmente invariato rispetto al franco svizzero mentre ha perso oltre il 3,5 per cento contro i

dollari canadese e australiano. Il 23 settembre la banca centrale cinese ha ampliato da $\pm 1,5$ a ± 3 per cento la banda di oscillazione giornaliera del renminbi rispetto alle valute diverse dal dollaro, con una decisione che sembra di natura principalmente tecnica e intesa a consentire giornalmente movimenti incrociati potenzialmente più ampi fra il dollaro e altre valute.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 5 ottobre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era inferiore dell'1,2 per cento al livello di fine agosto e del 3 per cento alla propria media del 2004 (cfr. figura 45). Quasi metà del deprezzamento dell'euro in termini effettivi in settembre e agli inizi di ottobre va ricondotta al suo indebolimento nei confronti del dollaro statunitense.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I dati sulla bilancia dei pagamenti fino a luglio 2005 confermano che le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno continuato a crescere. Allo stesso tempo, il valore delle importazioni è aumentato in misura ancora superiore, principalmente per effetto dei più elevati corsi petroliferi. Di conseguenza, in un'ottica di più lungo periodo, l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro è sceso a 8,7 miliardi di euro in luglio dai 48,6 miliardi di un anno prima. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a luglio gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 114,2 miliardi, contro deflussi netti per 80,9 miliardi un anno prima.

INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

I dati più recenti sulla bilancia dei pagamenti relativi a luglio confermano che le esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro hanno continuato a crescere. La media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni di beni e servizi è salita del 3,5 per cento rispetto ad aprile, grazie soprattutto al forte aumento di valore delle esportazioni di beni (4,5 per cento) a fronte di un incremento solo marginale di quelle di servizi (cfr. tavola 8). Nello stesso periodo le importazioni di beni e servizi

Tavola 8 Principali componenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

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

			Medie mobili di tre mesi terminanti a				Dati cumulati su un periodo di 12 mesi terminante a	
	2005 giu.	2005 lug.	2004 ott.	2005 gen.	2005 apr.	2005 lug.	2004 lug.	2005 lug.
Conto corrente (saldo)	-1,0	-5,9	1,7	1,3	1,5	-1,7	48,6	8,7
Beni (saldo)	6,5	2,2	5,3	6,4	7,1	5,4	120,8	72,7
Esportazioni	99,9	102,6	94,3	95,3	96,8	101,2	1.086,2	1.162,7
Importazioni	93,4	100,4	88,9	88,9	89,7	95,8	965,4	1.090,0
Servizi (saldo)	1,4	1,9	3,0	2,0	2,3	1,5	23,8	26,5
Esportazioni	30,1	31,7	30,4	29,9	30,1	30,2	342,1	361,8
Importazioni	28,7	29,9	27,4	27,9	27,8	28,7	318,2	335,3
Redditi (saldo)	-4,5	-6,1	-1,9	-1,2	-3,2	-4,4	-39,5	-32,2
Trasferimenti correnti (saldo)	-4,4	-3,8	-4,7	-5,8	-4,7	-4,2	-56,6	-58,3
Conto finanziario (saldo) ¹⁾	16,5	-2,9	-3,2	9,8	-2,6	16,6	-10,1	61,8
Investimenti diretti e di portafoglio netti	92,7	-6,5	13,8	-9,0	-4,1	37,4	-80,9	114,2
Investimenti diretti	-9,9	-80,1	-1,7	-13,3	-6,6	-28,9	-66,8	-151,5
Investimenti di portafoglio	102,6	73,7	15,5	4,3	2,5	66,3	-14,1	265,7
Azioni	61,7	90,1	10,5	14,2	-15,5	57,8	-4,5	201,2
Strumenti di debito	40,9	-16,5	5,0	-9,9	17,9	8,5	-9,6	64,5

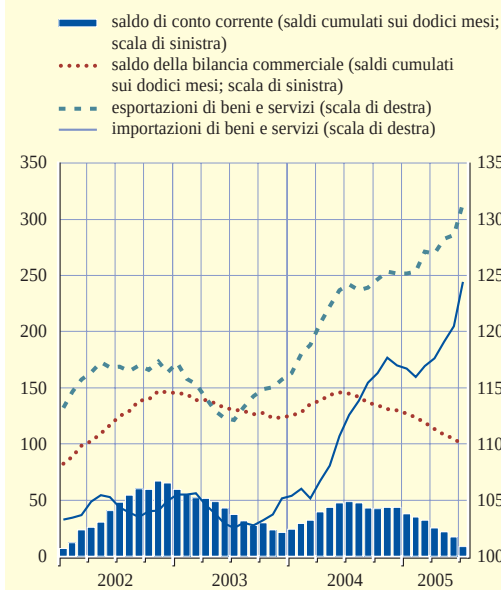
Fonte: BCE.

Note: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

Figura 28 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

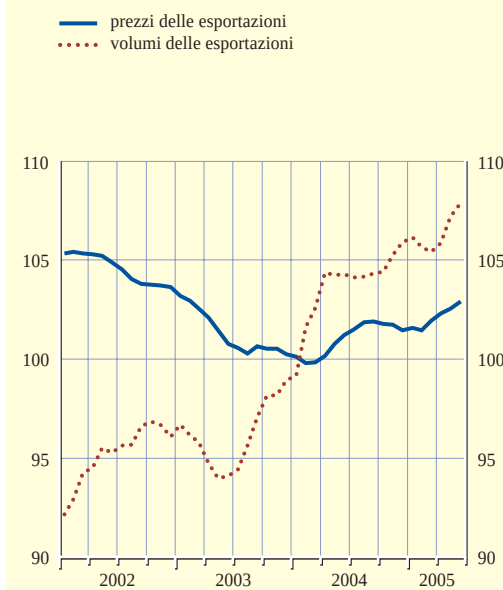
(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 29 Prezzi e volumi delle esportazioni verso l'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.

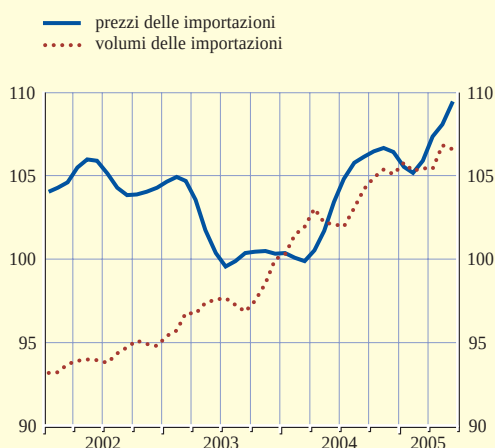
sono aumentate del 6,0 per cento, per effetto di un aumento del 6,8 per cento nella componente dei beni e del 3,2 per cento in quella dei servizi (cfr. figura 28).

I dati forniti dall'Eurostat sulla scomposizione in volumi e prezzi delle esportazioni verso l'esterno dell'area aggiornati a giugno 2005 indicano che l'attuale crescita persistentemente vigorosa del valore delle esportazioni di beni sembra riflettere principalmente l'andamento sostenuto dei volumi esportati (cresciuti del 2,4 per cento nel secondo trimestre, a fronte di un calo dello 0,5 per cento in quello precedente; cfr. figura 28). In particolare, la ripresa dei volumi esportati verso gli Stati Uniti e i nuovi Stati membri dell'UE nel secondo trimestre ha concorso alla vivacità delle esportazioni nel periodo in questione. Nel contempo durante il secondo trimestre i prezzi delle esportazioni dell'area sono saliti in misura marginale, proseguendo nella fase di graduale aumento iniziata durante la prima metà del 2004. In precedenza, gli esportatori avevano ridotto i prezzi (in euro) comprimendo i margini di profitto al fine di compensare in parte le perdite di competitività di prezzo risultanti dal rafforzamento dell'euro a partire dagli inizi del 2002.

Con riferimento alle importazioni, la forte crescita nel valore delle importazioni di beni nel secondo trimestre è stata per lo più connessa all'aumento dei prezzi all'importazione (cfr. figura 30). Quest'ultimo ha riflesso in parte quello del petrolio, sul quale ha influito anche il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro statunitense nel trimestre in questione. Anche i volumi importati sono tornati a salire, sorretti dalla ripresa delle esportazioni dell'area, contraddistinte da un elevato contenuto di beni d'importazione. Stando ai dati preliminari, l'aumento dei volumi importati deriverebbe principalmente dall'Asia e dai nuovi Stati membri dell'UE evidenziando lo spostamento in corso verso le importazioni da questi paesi a scapito dei fornitori più tradizionali.

Figura 30 Prezzi e volumi delle importazioni dall'esterno dell'area dell'euro

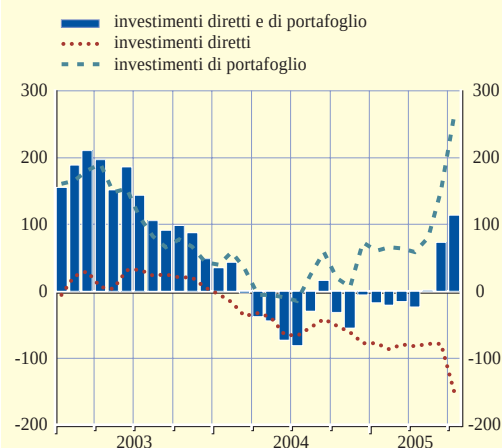
(indici: gennaio 2004=100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



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

Figura 31 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.

In un'ottica di più lungo periodo, a luglio l'attivo cumulato su dodici mesi del conto dei beni era inferiore di circa 48 miliardi di euro rispetto a un anno prima in quanto il valore delle importazioni è cresciuto più di quello delle esportazioni. Una riduzione del disavanzo del conto dei redditi (di 7,3 miliardi di euro) e un moderato incremento dell'avanzo dei servizi (per 2,7 miliardi) hanno in parte compensato il forte calo dell'avanzo dei beni, mentre il disavanzo dei trasferimenti correnti è salito lievemente (+1,7 miliardi). Tali andamenti hanno determinato un calo di circa 40 miliardi di euro dell'avanzo di conto corrente cumulato su dodici mesi, che in luglio risultava pari a 8,7 miliardi di euro.

CONTO FINANZIARIO

Dopo i consistenti afflussi netti del secondo trimestre, in luglio gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme modesti deflussi netti per 6,5 miliardi di euro (cfr. tavola 8). L'entità relativamente cospicua dei sottostanti deflussi netti per investimenti diretti nell'area e degli acquisti netti di titoli azionari dell'area riflette in larga misura un'unica operazione straordinaria. Ciò nonostante, gli acquisti netti di strumenti di debito dell'area da parte di non residenti sono scesi al livello minimo dall'inizio dell'anno, probabilmente a seguito della modesta attività di emissione obbligazionaria registrata in luglio nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda i dodici mesi terminati in luglio, gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 114,2 miliardi di euro contro deflussi netti per 80,9 miliardi un anno prima. L'inversione di segno dei flussi di capitali è principalmente ascrivibile al forte aumento degli acquisti netti di titoli azionari dell'area e – in misura minore – di strumenti di debito da parte di non residenti nel periodo. I cospicui flussi in entrata per investimenti in titoli azionari sono stati probabilmente alimentati dalla forte redditività delle imprese e dai bassi tassi di interesse nell'area dell'euro, che hanno favorito tali investimenti. Nel contempo, l'area dell'euro ha continuato a registrare costanti deflussi netti per investimenti diretti, principalmente dovuti agli investimenti in capitale azionario estero da parte di residenti dell'area. Ciò potrebbe riflettere il tentativo delle imprese dell'area di ampliare l'accesso ai mercati emergenti realizzando nel contempo catene produttive efficienti in termini di costo.

DOMANDA DI MONETA E INCERTEZZA

Il periodo 2000-2003 è stato caratterizzato da una maggiore incertezza sul piano geopolitico, economico e finanziario, innescata da una serie di perturbazioni all'economia mondiale. L'impatto sui risultati economici dell'area dell'euro è stato profondo sotto molti aspetti. In particolare ne hanno risentito le decisioni di portafoglio delle imprese e delle famiglie, in seguito alle quali le consistenze monetarie detenute nell'area dell'euro sono risultate notevolmente superiori a quanto fosse prevedibile sulla base degli andamenti delle determinanti convenzionali della domanda di moneta, quali il reddito, i prezzi e i tassi di interesse. Un ruolo fondamentale è stato svolto dalla ricomposizione dei portafogli, segnatamente fra la moneta, da una parte, e le consistenze in titoli, soprattutto esteri, dall'altra. Di fatto, con l'accentuarsi della globalizzazione è probabile che gli effetti di propagazione degli shock mondiali fra le economie continuino a influire in misura significativa sull'evoluzione della domanda interna di moneta.

I INTRODUZIONE

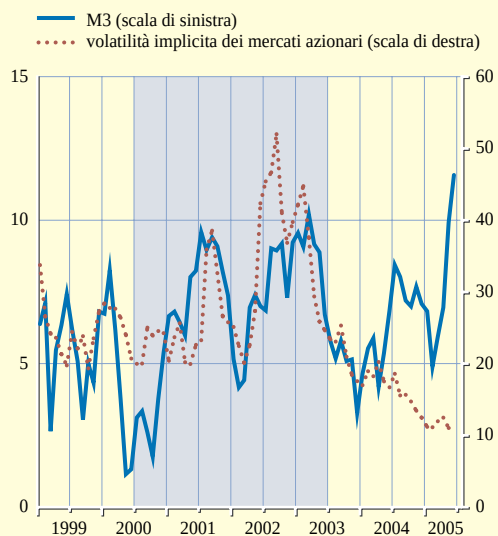
Il periodo 2000-2003 è stato caratterizzato da una maggiore incertezza sul piano geopolitico, economico e soprattutto finanziario, innescata da una serie di forti perturbazioni all'economia mondiale, spesso senza precedenti. In particolare, hanno inciso il totale fallimento che ha segnato la fine dell'espansione guidata dal settore dell'IT, gli attacchi terroristici subiti dagli Stati Uniti l'11 settembre 2001, l'ondata di scandali contabili che ha investito le due sponde dell'Atlantico in seguito alla correzione dei mercati azionari e le guerre scoppiate in Afghanistan alla fine del 2001 e in Iraq agli inizi del 2003. Tutti questi eventi hanno contribuito in un modo o nell'altro ad una significativa e prolungata caduta dei corsi azionari e ad un aumento della volatilità dalla fine del 2000 in avanti.

Questi shock di portata mondiale hanno avuto un impatto profondo sul comportamento degli operatori economici, sulla dinamica degli aggregati monetari, sugli andamenti dei mercati finanziari, delle materie prime, dei beni e dei fattori produttivi e, pertanto, sull'evoluzione economica dell'area dell'euro. L'incertezza a cui hanno dato origine ha importanti implicazioni per la definizione e la conduzione della politica monetaria ¹⁾.

Il presente articolo analizza con un certo grado di dettaglio come tali shock abbiano influenzato la domanda di moneta nell'area dell'euro attraverso l'impatto esercitato sull'incertezza economica e finanziaria. Ad esempio, il tasso di crescita di M3 dell'area dell'euro, in particolare nella seconda

Figura 1 Crescita di breve periodo di M3 e volatilità implicita dei mercati azionari

(tassi di crescita sui tre mesi annualizzati in valori percentuali; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: BCE e Bloomberg.

Nota: la serie della volatilità implicita si riferisce alla volatilità implicita sul generico contratto *future* più prossimo a scadenza, così come definito da Bloomberg. L'indice azionario a cui si riferisce la volatilità implicita è il Dow Jones Euro Stoxx 50.

metà del 2001 e a cavallo fra il 2002 e il 2003, sembra essere stato collegato ad un livello di incertezza superiore al normale circa gli andamenti futuri delle quotazioni azionarie (quanto meno se espressa in termini di volatilità implicita degli indici azionari desunta dai prezzi delle opzioni), come mostra la zona ombreggiata della figura 1.

1) Cfr. l'articolo *La politica monetaria in presenza di incertezza* nel numero di gennaio 2001 di questo Bollettino.

Nella seguente trattazione si riconosce, inoltre, che l'impatto di questi shock su M3 dell'area dell'euro è stato ulteriormente amplificato dalla maggiore globalizzazione dei mercati finanziari, in seguito alla quale l'influenza esercitata dai flussi internazionali di capitale sull'evoluzione della quantità di moneta detenuta internamente è stata maggiormente significativa.

2 MONETA E INCERTEZZA

I manuali di economia monetaria descrivono tipicamente tre funzioni principali svolte dalla moneta: unità di conto, mezzo di scambio e riserva di valore. Ciascuna di esse mitiga, quanto meno in parte, i problemi derivanti da condizioni di incertezza ²⁾.

Poiché la domanda di moneta scaturisce, almeno in parte, dall'esigenza di assicurarsi contro l'incertezza, gli andamenti della domanda di moneta sono influenzati dal livello e dal tipo di incertezze prevalenti nell'economia. Gli indicatori monetari sono, pertanto, potenzialmente in grado di offrire informazioni riguardo ai rischi e all'incertezza che possono risultare difficilmente osservabili in modo diretto. Ne derivano una serie di implicazioni.

In primo luogo, gli indicatori monetari possono segnalare variazioni (spesso non osservabili) in un'ampia gamma di prezzi di attività finanziarie. Le quotazioni delle attività sono tipicamente influenzate dalla natura e dall'entità dell'incertezza presente nell'economia. Ad esempio, i prezzi delle obbligazioni societarie rifletteranno il rischio di credito dell'emittente e, quindi, le incertezze legate ai profitti e ai flussi di cassa futuri delle imprese. L'osservazione diretta di tali incertezze può essere impossibile. Poiché anche gli indicatori monetari probabilmente ne risentono, questi possono costituire una buona approssimazione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie ³⁾.

In secondo luogo, in questo contesto è inevitabile che, malgrado gli sforzi profusi nella letteratura economica, la modellizzazione della

domanda di moneta continuerà ad essere imperfetta, soprattutto su orizzonti più brevi. In altre parole, una parte dell'evoluzione della domanda di moneta resterà sempre difficile da spiegare o verificare nel quadro dei modelli econometrici formali, in quanto riconducibile all'andamento di variabili non osservabili e, quindi, dal punto di vista della banca centrale, soggette a incertezza.

Tuttavia, l'inevitabile imperfezione di qualsiasi approccio adottato per la specificazione della domanda di moneta non rende inutile l'analisi quantitativa, ma implica piuttosto la possibile esistenza di varie specificazioni, che non si escludono necessariamente a vicenda. Queste vanno da modelli semplici di domanda di moneta a modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (DSEG) più complessi. Inoltre, l'analisi della domanda di moneta va integrata da altre informazioni che esulano dai modelli e comportano elementi di giudizio soggettivo. Quest'ultimo svolge un ruolo importante nell'esame a breve-medio termine degli andamenti monetari. Più precisamente, aiutando a spiegare la componente "non spiegata" delle dinamiche monetarie, il giudizio soggettivo offre un quadro di riferimento per approfondire l'osservazione e la valutazione in tempo reale degli andamenti della moneta e, nel corso del tempo, per migliorare il funzionamento dei modelli sottostanti ⁴⁾. Un esempio di integrazione delle informazioni esterne ai modelli nell'analisi monetaria è la costruzione di una serie di M3 corretta per tenere conto dell'impatto stimato delle cosiddette riallocazioni di portafoglio a favore o a scapito delle attività monetarie, osservate negli ultimi anni a seguito dell'acuirsi dell'incertezza (cfr. riquadro 1). Da dicembre 2004 la BCE pubblica regolarmente questa serie nel suo Bollettino mensile.

2) Goodhart, C.A.E. (1989, p. 29) sottolinea che in un mondo caratterizzato da certezza sia l'esistenza fisica di mercati sia la moneta risultano superflue. Cfr. Goodhart, C.A.E. (1989), *Money, Information and Uncertainty*, 2ª ed., MacMillan.

3) Cfr. Nelson, E. (2002), *The future of monetary aggregates in monetary policy analysis*, Discussion Paper del CEPR, n. 3897.

4) Cfr. l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Riquadro I

IMPATTO SU M3 DELLE RICOMPOSIZIONI DI PORTAFOGLIO ASCRIVIBILI ALL'ACUIRSI DELL'INCERTEZZA

Il periodo 2000-2003 è stato caratterizzato da una maggiore incertezza economica e finanziaria che ha comportato una forte preferenza per attività sicure e liquide da parte dei residenti nell'area dell'euro. Ciò ha innescato eccezionali riallocazioni di portafoglio a favore degli strumenti monetari. Queste hanno notevolmente influenzato la crescita di M3 secondo modalità difficilmente spiegabili sulla base delle determinanti convenzionali della domanda di moneta, quali i prezzi, il reddito e i tassi di interesse. Di conseguenza, al fine di valutare le implicazioni degli andamenti monetari per il mantenimento della stabilità dei prezzi, ha assunto cruciale importanza l'acquisizione di una chiara visione della correzione da apportare a M3 per tenere conto dell'impatto stimato delle ricomposizioni di portafoglio.

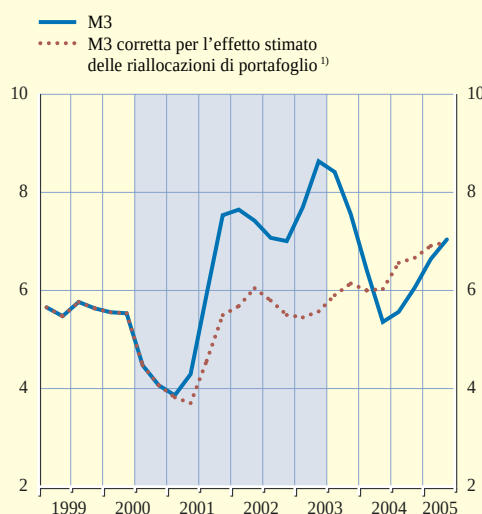
In precedenti numeri di questo Bollettino ¹⁾ sono stati esaminati diversi metodi di stima dell'entità delle riallocazioni di portafoglio a favore o a scapito di M3. In particolare, per produrre stime quantitative delle correzioni da operare per tali riallocazioni, in un modello univariato della serie temporale di M3 sono stati introdotti regressori (variabili dummy e di trend) elaborati sulla base di un'analisi complessiva dei dati disponibili (ad esempio sulle componenti e contropartite di M3, ricavati dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti e dai conti finanziari).

L'esercizio ha avuto quale esito la costruzione di una serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio (cfr. figura); naturalmente, i metodi di stima impiegati per derivare la serie integrano, in certa misura, elementi di giudizio soggettivo e vanno, pertanto, interpretati con cautela. Nondimeno, la figura mostra chiaramente che l'entità delle correzioni effettuate è significativa.

La differenza tra la serie ufficiale di M3 e quella corretta ha raggiunto livelli massimi alla fine del 2001 e agli inizi del 2003, ossia nei due periodi maggiormente associati all'acuirsi dell'incertezza a livello mondiale. Tali correzioni, come ulteriormente illustrato nel prosieguo dell'articolo, forniscono una prima quantificazione dell'effetto dell'incertezza sulla domanda di moneta.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi in valori percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

1) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso e da M3 sono costruite utilizzando l'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

1) Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *Metodi di identificazione e stima delle riallocazioni di portafoglio concernenti M3* nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino, l'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 e il riquadro *Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni* nel numero di maggio 2003.

Vengono di seguito presentati alcuni elementi dell'impianto concettuale adottato per una valutazione quantitativa dell'impatto delle tipologie specifiche di incertezza sulla domanda di moneta, senza tuttavia tentare di fornire un quadro esaustivo o pienamente integrato del concetto di incertezza e dei suoi effetti sulla dinamica monetaria. Una serie di semplici esempi illustra l'influenza esercitata dall'incertezza sulla domanda di moneta, come emerge dagli ultimi dati monetari dell'area dell'euro.

3 IMPIANTO CONCETTUALE

La quantificazione della domanda di moneta da parte del settore privato costituisce, malgrado le difficoltà che comporta, un elemento fondamentale dell'analisi monetaria. Le famiglie e le imprese detengono moneta per una serie di fini. La letteratura economica tradizionalmente distingue tre motivazioni principali: la necessità di finanziare le spese regolari (*domanda di moneta per transazioni*), l'esigenza di far fronte a spese impreviste e di coprire il periodo compreso fra flussi di pagamento in entrata e in uscita non simultanei (*domanda precauzionale di moneta*) e la volontà di detenere moneta come attività finanziaria o strumento di risparmio (*domanda speculativa di moneta*).

Per quanto riguarda la domanda speculativa di moneta, le impostazioni tradizionali si incentravano esclusivamente sulla scelta di detenere moneta oppure titoli, rilevando che questa sarebbe ricaduta sulla prima per evitare perdite in conto capitale sui titoli in presenza di attese di un incremento dei tassi di interesse. Tuttavia, secondo approcci più moderni la moneta si inquadra in una scelta di portafoglio più ampia, dove la ricchezza è distribuita su una gamma di attività (quali obbligazioni, titoli azionari o persino investimenti residenziali) in base alle loro caratteristiche di rischio e rendimento.

Le diverse motivazioni che inducono a detenere moneta si riflettono nelle specificazioni empiriche convenzionali della domanda di moneta. Le equazioni di domanda di moneta spiegano le

consistenze detenute sulla base di un limitato numero di variabili macroeconomiche. La domanda di moneta per transazioni viene rappresentata includendo misure della spesa (spesso approssimata dal reddito nazionale o dal PIL). In generale, si ritiene che queste colgano altresì la domanda precauzionale di moneta, poiché le consistenze necessarie per gestire andamenti incerti dei flussi di cassa sono probabilmente collegate anche al volume di transazioni in essere. Infine, la domanda speculativa di moneta viene resa mediante indicatori del costo opportunità (tipicamente i tassi di interesse), che rispecchiano i rendimenti finanziari relativi ottenibili attraverso la moneta e attività finanziarie alternative. Tuttavia, le specificazioni convenzionali della domanda di moneta non comprendono una misura esplicita del rischio o dell'incertezza presente nell'economia e non affrontano, pertanto, direttamente le questioni sollevate nel seguito della presente trattazione.

Ovviamente, l'esatta quantificazione dell'impatto dell'incertezza sulla domanda di moneta richiederebbe misure operative affidabili dell'incertezza e la chiara percezione di come quest'ultima influenzi le diverse motivazioni per le quali si detiene moneta. Tuttavia, per sua natura, l'incertezza non è direttamente osservabile e nel tempo può assumere molte forme. Di conseguenza, la sua misurazione e la quantificazione del suo impatto sono oggetto del dibattito economico in corso. Di fatto, esistono varie tipologie di incertezza. La letteratura economica opera una distinzione fra rischio, che è una forma di incertezza che consente di attribuire un livello di probabilità a diversi possibili esiti, e incertezza knightiana, dove tale esercizio viene reputato impossibile⁵⁾. Inoltre, l'incertezza interessa tutte le variabili economiche; per quanto riguarda la domanda di moneta, rivestono particolare importanza le incertezze circa gli andamenti futuri dell'inflazione, dei tassi di interesse e dei rendimenti su attività finanziarie rischiose. Inoltre, il modo in cui l'incertezza può influenzare la domanda di moneta dipende dalla gamma di strumenti fi-

5) Cfr. Knight, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Hart, Schaffner & Marx, Houghton Mifflin Company, Boston.

nanziari a disposizione dei detentori di moneta e dall'impatto dell'incertezza sulle controparti economiche (banche, investitori esteri) con cui questi ultimi effettuano le transazioni.

A tale riguardo, è importante tenere presente che le riallocazioni effettuate tra attività finanziarie comprese all'interno del settore detentore di moneta si annullano a vicenda e, quindi, nel complesso non hanno impatto sulla domanda di moneta aggregata. Ad esempio, la vendita di azioni da parte di una famiglia a un'altra comporterebbe il semplice trasferimento, fra i rispettivi conti, dei depositi bancari utilizzati per il pagamento corrispondente, senza incidere complessivamente su M3. Di conseguenza, le ricomposizioni di portafoglio effettuate in risposta all'acuirsi dell'incertezza aventi un effetto sulla dinamica di M3 devono riguardare transazioni fra il settore detentore di moneta (perlopiù imprese e famiglie dell'area dell'euro) e il settore non detentore di moneta (essenzialmente non residenti e IFM dell'area dell'euro). Quando si analizza l'impatto dell'incertezza sulla domanda di moneta, assume quindi particolare importanza una valutazione del diverso impatto degli shock sul settore detentore e quello non detentore di moneta, poiché sono in ampia misura i flussi fra questi ultimi a determinare e a riflettere l'evoluzione della domanda di moneta.

Alla luce di tutto ciò, è probabile che la relazione fra i diversi tipi di incertezze e la domanda di moneta risulti complessa, nonché mutevole nel tempo e a seconda delle circostanze. Di fatto, ci si attenderebbe che la risposta della domanda di moneta all'incertezza dipenda dalla natura di quest'ultima.

A livello concettuale, il motivo delle *transazioni* riflette l'esigenza di disporre di contante per colmare la distanza temporale fra introiti e pagamenti regolari. Il punto saliente è che i flussi di cassa in entrata e quelli in uscita non sono perfettamente simultanei, sebbene siano noti con assoluta certezza. Ciò genera una domanda di moneta per coprire il periodo che intercorre fra la riscossione del reddito e il pagamento delle spese. Nella misura in cui tale motivazione può essere scissa da quella di tipo precauzionale, un aumento dell'incertezza economica do-

vrebbe esercitare un impatto trascurabile sulla domanda di moneta per transazioni.

È, invece, prevedibile che un più elevato livello di incertezza economica determini un incremento delle consistenze a fini *precauzionali*, poiché i detentori di moneta si preparano a fronteggiare la possibilità di un aumento delle spese impreviste o un livello di reddito potenzialmente più basso a causa dell'acuirsi dell'incertezza. Alcuni studi empirici hanno cercato di approssimare la motivazione precauzionale introducendo il tasso di disoccupazione ⁶⁾. Con questa variabile si vuole cogliere la tendenza ad accumulare moneta quando le prospettive del mercato del lavoro sono deboli, i flussi di reddito sono soggetti a maggiore incertezza e i lavoratori possono detene risparmi più liquidi, sotto forma di moneta, come riserva per finanziare le proprie spese in caso di licenziamento.

A livello microeconomico, l'accumulo di liquidità in risposta a un aumento dell'incertezza viene catturato esplicitamente attraverso la cosiddetta "teoria delle scorte-cuscinetto" della domanda di moneta. In sintesi, questa suggerisce che gli operatori economici reagiscono ai cambiamenti imprevisti dei propri flussi di cassa incrementando la quantità di moneta detenuta, a cui potranno quindi attingere per regolarizzare gli andamenti atipici e sicuri degli introiti e dei pagamenti. Poiché i detentori di moneta necessitano solitamente di un determinato margine di tempo e di informazioni supplementari per assicurarsi riguardo alla normalizzazione dei flussi di reddito e di pagamento in seguito a uno shock, il ritorno a normali profili comportamentali risulta, in genere, graduale. Inoltre, dati i costi di transazione tipicamente da sostenere per apportare modifiche al portafoglio, è prevedibile che gli operatori non effettuino adeguamenti prima che il livello di fiducia non abbia registrato un sostanziale incremento. Di conseguenza, la domanda di moneta tenderà a impenarsi in risposta agli shock, mentre il ritorno a livelli più normali avverrà più lentamente.

6) Cfr. ad esempio, Fase, M.M.G. (1998), *On money and credit in Europe: The selected essays of Martin M.G. Fase*, Edward Elgar, Cheltenham (Gran Bretagna) e Northampton (Stati Uniti).

Come accennato, la *domanda speculativa di moneta*, o in senso più ampio l'approccio di portafoglio alla domanda di moneta, riguarda principalmente la scelta fra la detenzione di moneta e quella di attività alternative. Questa si fonda su una valutazione delle conseguenze in termini di liquidità, rendimento e caratteristiche di rischio per l'intero portafoglio. Di conseguenza, dato un determinato profilo di rendimento atteso per un insieme di attività, è probabile che l'acuirsi dell'incertezza sul rendimento di una singola attività innesci uno spostamento di fondi da quest'ultima verso strumenti alternativi. Nella misura in cui la moneta rappresenta una delle opzioni possibili, le variazioni dell'incertezza circa il rendimento delle attività influenzerà la domanda di moneta. Verosimilmente tali considerazioni rivestono particolare importanza per gli aggregati monetari più ampi (ad esempio M3 dell'area dell'euro), che includono strumenti quali i depositi a risparmio a breve termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito delle IFM a breve termine, tipicamente utilizzati come strumenti di risparmio anziché per effettuare transazioni.

Sulla base di ipotesi relativamente plausibili, la letteratura economica ha dimostrato che un incremento dell'incertezza influenza le allocazioni di portafoglio tra attività rischiose e sicure e incide quindi anche sulla domanda di moneta nel quadro della composizione complessiva del portafoglio ("fuga verso la sicurezza" o maggiore preferenza per la liquidità)⁷⁾. Allo stesso tempo, va tenuto conto delle frizioni informative e delle considerazioni riguardo ai costi (da sostenere per apportare una modifica). Ad esempio, a causa delle asimmetrie informative esistenti fra i diversi operatori è difficile valutare se il profilo di rischio/rendimento di un'attività rifletta adeguatamente mutamenti dei fondamentali economici o se le variazioni siano di natura più transitoria.

La modellizzazione empirica della domanda speculativa di moneta richiede l'inclusione di una serie più ampia di rendimenti e indicatori del rischio nelle equazioni di domanda di moneta. Poiché nel tempo è aumentata la varietà di strumenti finanziari disponibili, i portafogli possono comprendere una vastissima gamma di attività

(quali titoli, azioni o persino investimenti residenziali). Di conseguenza, diversi studi hanno tentato di introdurre non solo i tassi di interesse a breve e lungo termine, ma anche il rapporto prezzo/utiles delle azioni o una misura delle variazioni dell'indice dei corsi azionari (ossia indicatori del rendimento atteso dei titoli azionari)⁸⁾. Altri studi hanno affrontato la questione dei cambiamenti nell'avversione al rischio facendo riferimento a correlazioni condizionate fra i rendimenti dei titoli a lungo termine e gli indici azionari⁹⁾. Data la crescente globalizzazione dei mercati finanziari, l'esame della domanda di moneta speculativa o di portafoglio deve anche tenere conto delle informazioni sul rendimento e sulle caratteristiche di rischio delle attività estere. Altre specificazioni includono, pertanto, i tassi di interesse esteri o i tassi di cambio come determinanti aggiuntive dell'andamento della domanda di moneta. Tuttavia, poiché talvolta diversi tassi di rendimento dei mercati finanziari evidenziano un notevole grado di covariazione, non è sempre facile identificarne gli effetti individuali sulla domanda di moneta.

Alla luce di queste considerazioni sono state sviluppate funzioni di domanda di moneta più elaborate, che tentano di riflettere i complessi rapporti di interdipendenza alla base delle scelte di portafoglio del settore privato. Fra i possibili approcci, i modelli DSEG hanno assunto un certo risalto. Se da un lato offrono la possibilità di rappresentare considerazioni più complesse riguardo alle scelte di portafoglio, dall'altro risentono anche di una serie di limiti, ad esempio problemi di dati e di stime (cfr. riquadro 2).

7) Più in particolare, va ipotizzato un atteggiamento di avversione al rischio. Cfr. ad esempio, Tobin, J. (1958), "Liquidity preference as behaviour towards risk", *Review of Economic Studies*, vol. 25, pp. 65-86, e Friedman, M. (1959), "The demand for money: Some theoretical and empirical results", *Journal of Political Economy*, vol. 67, pp. 327-351. Si noti, tuttavia, che la fuga verso la sicurezza non presenta, in generale, alcun collegamento automatico con gli andamenti delle attività monetarie, poiché potrebbe delinearci come una semplice sostituzione tra investimenti azionari e obbligazionari.

8) Per una descrizione più dettagliata dell'analisi monetaria della BCE, cfr. Issing, O. (2001), "The importance of monetary analysis", in BCE (a cura di), *Monetary Analysis – Tools and Applications*, p. 6.

9) Cfr. ad esempio, il riquadro *L'avversione al rischio e l'andamento degli aggregati monetari* nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino.

Riquadro 2

**UTILIZZO DI MODELLI DINAMICI STOCASTICI DI EQUILIBRIO GENERALE
PER COMPRENDERE LA RISPOSTA DELLA MONETA AGLI SHOCK ECONOMICI**

Come illustrato nell'articolo, le attività finanziarie più remunerative e con scadenze più lunghe incluse in un aggregato monetario ampio, quale M3 dell'area dell'euro, sono tipicamente detenute dalle famiglie a titolo di risparmio. Naturalmente, per comprendere gli andamenti di tali consistenze si considerano le scelte di portafoglio in base alle quali le famiglie distribuiscono la propria ricchezza su una gamma di strumenti concorrenti, secondo il rispettivo profilo di rischio/rendimento. In tale contesto, ci si può domandare se l'analisi della dinamica monetaria richieda una modellizzazione più elaborata rispetto a un'equazione di domanda di moneta standard, che tiene conto delle determinanti di queste scelte complesse soltanto in forma semplificata e sintetica.

I modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (DSEG) costituiscono una tipologia di modellizzazione potenzialmente più ricca per l'inquadramento di tali fenomeni. Questi modelli, sempre più diffusi nella letteratura economica, iniziano ora ad essere utilizzati per l'analisi della politica monetaria. Presentano due elementi caratterizzanti: in primo luogo, poggiano su fondamenti microeconomici; ciò significa che il comportamento economico colto dal modello è riconducibile alla soluzione di problemi di ottimizzazione vincolata, tesi a rappresentare, seppure in modo stilizzato, come le famiglie e le imprese definiscano nel tempo le rispettive scelte di consumo, produzione e investimento in presenza di inevitabili incertezze riguardo al futuro. In secondo luogo, colgono in maniera esaustiva il complesso delle interazioni tra famiglie, imprese e altri partecipanti al sistema economico definito dal modello. Sono, pertanto, pienamente rappresentati tutti gli effetti di ritorno esercitati da una decisione economica sulle altre decisioni contemplate dal modello, che sarebbero ignorati se ciascuna di queste fosse trattata isolatamente. Tale aspetto assume particolare importanza ogniqualvolta si considerino decisioni di portafoglio; se, ad esempio, il settore delle famiglie spostasse fondi da investimenti azionari ad attività monetarie, qualche altro settore dovrebbe essere necessariamente disposto ad agire in direzione opposta, in modo da preservare, alla fine, l'equilibrio complessivo delle attività detenute.

L'approccio DSEG offre una serie di importanti vantaggi rispetto a strategie di modellizzazione alternative. In primo luogo, il risultato del modello può essere spiegato, in linea di principio, in termini di comportamento economico, quanto meno nella misura in cui viene colto dalla definizione dei problemi di ottimizzazione vincolata affrontati da famiglie e imprese. Ciò agevola l'utilizzo del modello per spiegare perché i dati seguano una certa evoluzione, caratteristica interessante quando la sua applicazione è connessa alla politica monetaria. In secondo luogo, i modelli DSEG permettono di identificare gli shock economici sottostanti (eventi esterni al modello, ritenuti indipendenti dalle scelte delle imprese e delle famiglie) che influenzano le decisioni di consumo, produzione e investimento. In linea di massima, in un modello sufficientemente elaborato quest'ultimo aspetto consentirebbe di scomporre la recente dinamica di M3 dell'area dell'euro in andamenti associati a una varietà di perturbazioni sottostanti. Più precisamente, nell'ambito di un modello capace di identificare uno shock con effetti sull'incertezza complessiva dei detentori di moneta e/o sul loro grado di avversione al rischio, sarebbe possibile valutare quanto abbiano inciso sulla forte crescita di M3 nel periodo 2000-2003 i canali relativi alla domanda di moneta e all'incertezza discussi nell'articolo, almeno nella misura in cui questi siano adeguatamente considerati nel modello.

Naturalmente, l'approccio DSEG comporta, oltre ai vantaggi illustrati, anche alcuni svantaggi. In primo luogo, l'elaborata struttura teorica sottostante impone numerose restrizioni sui dati, alcune delle quali possono non avere validità empirica. Ne consegue che questi modelli vanno utilizzati con cautela nell'effettuare valutazioni quantitative nel contesto della politica monetaria. In secondo luogo, l'interpretazione degli shock da essi suggerita è fortemente condizionata dalla loro struttura e dalle ipotesi formulate *a priori* sulla natura degli shock. Infine, per ragioni di trattabilità, i modelli DSEG sono rimasti finora relativamente semplici. Rispetto ad approcci alternativi, la complessità della struttura microeconomica su cui si fondano ne rende più difficile l'estensione, includendo ad esempio una scomposizione settoriale dettagliata. Per questo motivo, la maggior parte dei modelli DSEG presenti nella letteratura economica continua a trascurare il ruolo della moneta e dei flussi finanziari nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. L'assenza della moneta dal modello preclude, come è ovvio, l'analisi degli andamenti di M3 proposta nel paragrafo precedente.

Un'eccezione è rappresentata dal modello DSEG elaborato da Christiano, Motto e Rostagno (2003)¹⁾, che integra un settore monetario e finanziario relativamente ben sviluppato in un modello DSEG dell'economia reale piuttosto standard. In questo ambito, la moneta svolge principalmente due ruoli. Da un lato, facilita le transazioni all'interno del modello, generando domanda di disponibilità liquide. Dall'altro, le famiglie operano scelte di portafoglio che comportano l'allocazione della ricchezza su una serie di strumenti con diverse scadenze (compresi o meno in M3). In tale contesto, le famiglie possono essere indotte ad abbandonare attività rischiose a favore di strumenti monetari più liquidi e sicuri a seguito di shock avversi sui mercati finanziari, ad esempio quelli che potrebbero derivare da una maggiore incertezza sui futuri rendimenti degli investimenti. In altre parole, il modello cerca di cogliere in modo stilizzato l'intuizione alla base della relazione tra domanda di moneta e incertezza delineata nell'articolo.

In sintesi, i modelli DSEG che includono meccanismi monetari e finanziari costituiscono, allo stadio attuale, uno strumento promettente e potenzialmente molto efficace a supporto dell'analisi monetaria. Tuttavia, la loro applicazione pratica riguardo a questioni rilevanti ai fini della politica monetaria è ancora ai primordi. Inoltre, dati i limiti menzionati, nel prossimo futuro i modelli DSEG continueranno probabilmente a integrare, anziché sostituirli, gli altri strumenti di analisi monetaria, quali le più convenzionali equazioni di domanda di moneta descritte nel riquadro 3. Occorre, nondimeno, portare avanti lo sviluppo di modelli DSEG che includano meccanismi monetari e finanziari; gli economisti della BCE proseguiranno i lavori in questo ambito.

1) Per maggiori informazioni, cfr. Christiano, L., Motto, R., Rostagno, M. (2003), "The Great Depression and the Friedman-Schwartz hypothesis," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n. 6, pp. 1119-1197. Il modello DSEG è utilizzato per analizzare gli andamenti finanziari che hanno caratterizzato la Grande depressione statunitense degli anni trenta. Altri modelli DSEG che attribuiscono un ruolo alla moneta sono illustrati in Andrés, J., López-Salido, J.D., Nelson, E. (2004), *Money and the Natural Rate of Interest: Structural Estimates for the UK, the US and the Euro Area*, Discussion Paper del CEPR, n. 4337.

Tirando le fila della trattazione svolta finora, la complessità delle relazioni esistenti fra le scelte di portafoglio, l'evoluzione dei prezzi delle attività, l'incertezza riguardo a questi ultimi e la quantità di moneta detenuta può essere illustrata sulla base della risposta delle consistenze

monetarie detenute agli andamenti del mercato azionario. Sebbene esistano, in generale, molti altri canali indiretti che connettono i tassi di interesse, la liquidità e i prezzi delle attività, la presente analisi si incentra sui collegamenti diretti fra i corsi azionari e la quantità di mo-

neta detenuta, in relazione ai quali si possono identificare cinque diversi canali ¹⁰⁾. L'impatto complessivo degli andamenti delle quotazioni azionarie, dell'incertezza sui prezzi e dell'avversione al rischio dipende dal peso empirico di questi canali in situazioni specifiche ¹¹⁾.

In primo luogo, un rialzo dei corsi azionari comporta un aumento della ricchezza nominale, che – per una determinata quota di moneta nel portafoglio complessivo – implica maggiori consistenze monetarie detenute rispetto al reddito. In secondo luogo, l'incremento delle quotazioni azionarie riflette un più elevato rendimento atteso delle attività rischiose rispetto a quelle sicure. Nell'ipotesi di un'avversione al rischio invariata, il portafoglio complessivo delle attività esclusa la componente azionaria potrebbe, pertanto, essere ribilanciato a favore degli strumenti maggiormente liquidi e sicuri in modo da mantenere immutato il profilo rischio/rendimento (sostituendo, ad esempio, consistenze in titoli con attività monetarie). In terzo luogo, il rialzo dei prezzi delle azioni può implicare una maggiore necessità di saldi monetari per effettuare transazioni finanziarie, aumentando la quantità di moneta che si desidera detenere. Infine, corsi azionari più elevati possono avere effetti sulle situazioni patrimoniali, accrescendo il valore delle garanzie a disposizione dei mutuatari e quindi determinando una più rapida espansione del credito e, in ultima istanza, un'accelerazione dell'aggregato monetario ampio.

Sebbene i quattro canali menzionati suggeriscano una relazione positiva fra l'evoluzione dei prezzi delle azioni e le consistenze monetarie detenute, l'effetto di sostituzione (ossia il desiderio di spostare fondi dalle attività monetarie ai titoli azionari all'aumentare delle loro quotazioni reali e in senso contrario quando queste ultime diminuiscono o sono caratterizzate da elevata incertezza) segnala l'esistenza di una relazione negativa. L'entità e la direzione dell'impatto complessivo sulla domanda di moneta degli andamenti dei corsi azionari nonché dell'incertezza riguardo a questi ultimi dipendono dal peso relativo dei primi quattro canali rispet-

to al quinto e, pertanto, restano una questione empirica.

4 ALCUNI INDICATORI DELL'IMPATTO DELL'INCERTEZZA SULLA DOMANDA DI MONETA

Questa sezione presenta l'evidenza a sostegno del fatto che l'aumento della domanda di moneta osservato fra il 2000 e il 2003 nell'area dell'euro sia ampiamente riconducibile alla risposta dei detentori di moneta nei confronti dell'incertezza associata a una serie di shock di portata mondiale.

Nel medio-lungo periodo la domanda di moneta per transazioni dovrebbe dominare la domanda complessiva di moneta, determinando un legame fra l'evoluzione del prodotto e le consistenze monetarie detenute in termini reali. Questa relazione appare evidente su scala mondiale; dove la crescita della moneta e quella del prodotto hanno mostrato, in generale, un andamento parallelo (cfr. figura 2). Tuttavia, nel periodo 2000-2003, caratterizzato da una maggiore incertezza innescata da shock economici mondiali, si è osservata un'inversione di segno, in quanto: la relazione fra la crescita del prodotto e quella dell'aggregato monetario ampio è divenuta negativa (cfr. zona ombreggiata della figura 2). Data la natura globale degli shock osservati fra il 2000 e il 2003, ci si attenderebbe che l'impatto sulla domanda di moneta sia stato a livello mondiale, come suggerisce di fatto la figura 2.

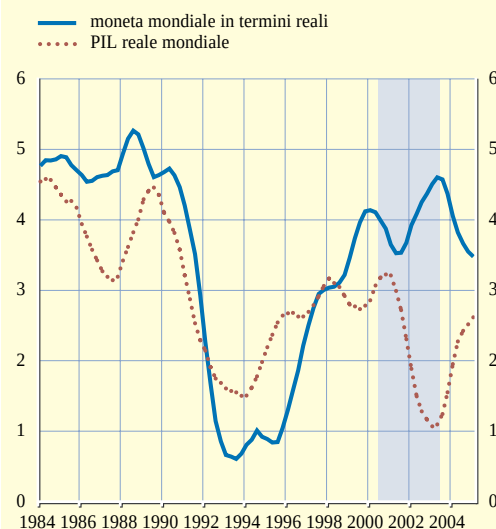
Tale evidenza avvalora l'idea che, su scala mondiale, le motivazioni precauzionali e speculative abbiano influenzato in misura significativa la domanda complessiva di moneta nel periodo

10) Naturalmente, un'altra ragione potrebbe risiedere nel fatto che entrambe le variabili rispondono nella stessa direzione alla politica monetaria e agli shock ciclici nell'economia. Questo potrebbe essere descritto come un canale indiretto.

11) Per una loro descrizione dettagliata cfr., ad esempio, Friedman, M. (1988), "Money and the stock market", *The Journal of Political Economy*, vol. 96, n. 2, pp. 221-245, ma anche Baks, K., Kramer, C. (1999), *Global liquidity and asset prices: measurements, implications and spillovers*, Working Paper dell'FMI, n. 99/168.

Figura 2 Crescita della moneta mondiale in termini reali e crescita del PIL reale mondiale

(media mobile a due anni delle variazioni percentuali sui dodici mesi; dati trimestrali)

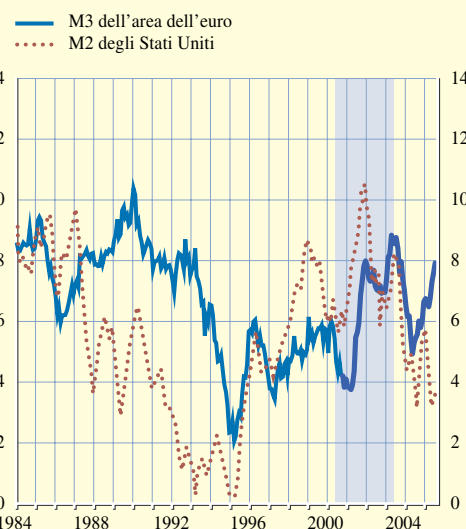


Fonti: BCE, BRI, EUROSTAT, OCSE.

Nota: la crescita del PIL reale mondiale è calcolata come media ponderata dei tassi di crescita del PIL reale dell'area dell'euro, Stati Uniti, Gran Bretagna, Giappone e Canada. La moneta mondiale in termini reali è calcolata la moneta mondiale in termini nominali, calcolata come somma degli aggregati monetari ampi denominati in euro dei paesi usati per la costruzione della crescita del PIL reale mondiale convertiti in euro usando tassi di cambio, deflazionati con il delatore del PIL dell'area dell'euro.

Figura 3 Crescita degli aggregati monetari ampi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(tassi di crescita sui dodici mesi in valori percentuali)



Fonti: BRI e BCE.

2000-2003. Il fatto che gli shock comuni all'intero pianeta possano avere inciso sulla domanda di moneta in diverse regioni geografiche trova ulteriore conferma nell'andamento strettamente congiunto degli aggregati monetari ampi dell'area dell'euro e degli Stati Uniti nel periodo in questione (cfr. figura 3). Tuttavia, va tenuto presente che anche fattori specifici regionali (ad esempio, shock asimmetrici) contribuiscono all'evoluzione della moneta; l'evidenza presentata nelle figure risulta quindi, inevitabilmente semplificata.

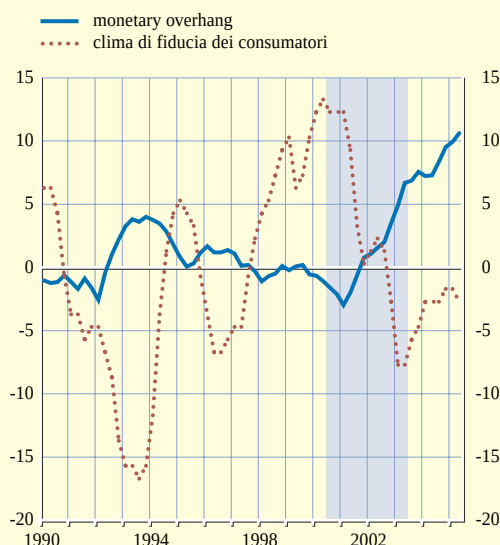
Per quanto riguarda più specificamente l'area dell'euro, la volontà di coprirsi dalle incertezze su scala mondiale e dalle loro conseguenze ha indotto ad accrescere la quantità di moneta detenuta a scopo precauzionale al di sopra del livello suggerito dai modelli convenzionali di domanda di moneta. A sostegno di ciò, si può dimostrare che gli indicatori contenenti informa-

zioni sull'incertezza (ad esempio quelli relativi al clima di fiducia dei consumatori o le variazioni del tasso di disoccupazione, che possono entrambi riflettere incertezze riguardo al reddito futuro) sono correlati con i residui delle equazioni di domanda di moneta convenzionali (la componente della quantità di moneta osservata non spiegata dal modello). A quanto pare, l'incertezza aiuta quindi a spiegare perché il livello osservato delle consistenze monetarie detenute abbia deviato da quello prevedibile sulla base delle determinanti convenzionali della domanda di moneta.

Un indicatore della deviazione della quantità di moneta detenuta rispetto alla domanda di moneta di equilibrio di lungo periodo è il *monetary overhang* (squilibrio monetario), definito come la differenza tra il livello effettivo di M3 in termini reali e il livello "di equilibrio" o "desiderato" di M3 in termini reali dato dalla relazione di

**Figura 4 Monetary overhang
e clima di fiducia dei consumatori**

(deviazioni dal valore di equilibrio di lungo periodo in valori percentuali; saldi percentuali corretti per la media)

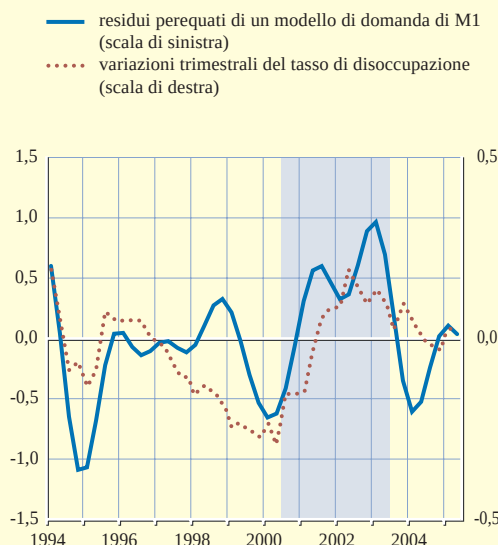


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: il monetary overhang è calcolato utilizzando l'approccio discusso nel riquadro 3 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino. Il modello usato per derivare il monetary overhang è contenuto in A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *Euro area money demand: measuring the opportunity costs appropriately*, Working Paper del FMI, n. 01/179.

**Figura 5 Residui perequati di un modello
di domanda di M1 e variazioni
del tasso di disoccupazione**

(in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: sul modello di domanda di moneta, cfr. L. Stracca (2001), *The functional form of the demand for euro area M1*, Working Paper della BCE, n. 51. Il metodo di perequazione scelto è il filtro "band-pass" che esclude tutti i cicli a frequenze superiori a 6 trimestri, come descritto in L. J. Cristiano e T. J. Fitzgerald (2003), *The Band Pass Filter*, International Economic Review, 44 (2), pagg. 435-465. Il modello usato per derivare il monetary overhang è contenuto in A. Calza, D. Gerdesmeier e J. Levy (2001), *Euro area money demand: measuring the opportunity costs appropriately*, Working Paper del FMI, n. 01/179.

lungo periodo di un modello di domanda di moneta¹²⁾. La figura 4 mostra la relazione negativa esistente fra il clima di fiducia dei consumatori e il *monetary overhang* derivato dal modello di domanda di moneta elaborato da Calza, Gerdesmeier e Levy (2001)¹³⁾, tale relazione appare particolarmente evidente nel periodo compreso fra la metà del 2000 e la metà del 2003 (cfr. zona ombreggiata della figura). La figura avvalorza, quindi, l'idea che l'incertezza economica influisca in misura notevole sulla domanda di moneta. Inoltre, essa mostra che l'effetto esercitato sulla moneta sembra essere particolarmente pronunciato in presenza di un forte aumento dell'incertezza per un periodo prolungato.

Un quadro analogo emerge dal confronto fra le variazioni del tasso di disoccupazione e i residui perequati di un modello di domanda di M1 (cfr. figura 5)¹⁴⁾. La scelta di M1 è particolarmente

appropriata a questo scopo, poiché riflette in misura migliore la domanda di moneta per transazioni e quindi, prima facie, dovrebbe costituire un indicatore relativamente robusto all'impatto dell'incertezza. Il legame positivo fra i residui di M1 e il tasso di disoccupazione suggerisce che in periodi di elevata incertezza, come quello compreso fra la metà del 2000 e la metà del 2003, la domanda precauzionale di moneta influenzi anche un indicatore della moneta più orientato alle transazioni. Di fatto, gli shock che

12) Cfr. Masuch, K., Pill, H., Willeke, C. (2001), "Framework and tools for monetary analysis", in BCE (a cura di), *Monetary Analysis – Tools and Applications*, pp. 117-144.

13) Per una descrizione dettagliata della metodologia impiegata, cfr. Calza, A., Gerdesmeier, D., Levy, J. (2001), *Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately*, Working Paper dell'FMI, n. 01/179.

14) Cfr. Stracca, L. (2001), *The functional form of the demand for euro area M1*, Working Paper della BCE, n. 51.

hanno spinto significativamente al rialzo la domanda di moneta M1 coincidono con fasi di incertezza economica, come evidenziano le ampie variazioni positive del tasso di disoccupazione.

Passando all'evidenza più strettamente collegata alla domanda speculativa di moneta, un elemento significativo nella valutazione dettagliata della relazione fra l'incertezza e gli andamenti monetari è l'analisi delle contropartite e delle componenti di M3, che spesso fornisce ulteriori dettagli utili a spiegare la crescita dell'aggregato M3 e agevola l'individuazione dei fattori all'origine di tali dinamiche. Nella fattispecie, in fasi di maggiore incertezza a livello mondiale riveste particolare interesse l'analisi della posizione netta sull'estero del settore delle IFM e del vigore della domanda di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, incluse in M3. In simili circostanze è prevedibile che i flussi di portafoglio verso le attività monetarie contribuiscano in misura significativa all'incremento della domanda di moneta, rispetto alla creazione di moneta attraverso l'espansione del credito, la quale invece rappresenterebbe la principale fonte di crescita monetaria in condizioni più normali.

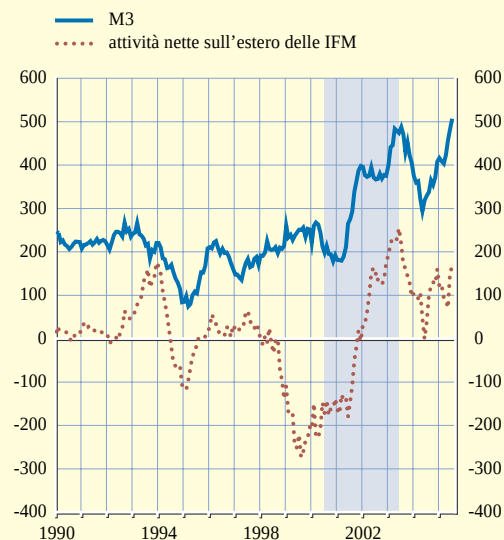
In risposta all'acuirsi dell'incertezza mondiale ci si può attendere una rafforzata preferenza degli investitori per le attività emesse a livello locale (home bias). In questo contesto, le variazioni della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro, che rappresentano il flusso netto di capitale fra i settori detentori di moneta dell'area e i non residenti attraverso il canale delle IFM dell'area dell'euro, dovrebbero risultare particolarmente pronunciate. Poiché gli investitori guardano ad attività più liquide e sicure nelle fasi di maggiore incertezza, è possibile che rimpatriino fondi precedentemente investiti all'estero tramite la vendita a non residenti di consistenze sottostanti in titoli esteri. Nella misura in cui i non residenti utilizzeranno depositi presso le IFM dell'area dell'euro per effettuare l'acquisto, diminuiranno le passività e si rafforzerà, di conseguenza, la posizione netta delle IFM verso l'estero, alimentando la crescita di M3. Questa è la contropartita dell'accumulo di depositi da parte dei residenti nell'area dell'euro

ro a seguito della riscossione di pagamenti per la vendita di titoli esteri.

La figura 6 mostra il legame fra le variazioni della posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro e l'aggregato M3 nel periodo compreso fra la metà del 2000 e la metà del 2003, confermando l'esistenza di considerevoli ricomposizioni di portafoglio a favore della moneta, riconducibili in misura significativa a un afflusso di capitali dall'estero. Tuttavia, va riconosciuto che, almeno in parte, questi flussi sono collegati agli ingenti deflussi di fondi registrati in precedenza dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro sulla scia della forte ondata di fusioni e acquisizioni internazionali associate al *boom* della *New Economy* che ha interessato gli Stati Uniti al volgere del secolo. Nondimeno, nel complesso le considerazioni di portafoglio, soprattutto il rimpatrio di capitali precedentemente investiti all'estero, hanno notevolmente influito sugli andamenti monetari durante le fasi precedenti di elevata incertezza a livello mondiale.

Figura 6 M3 e attività nette sull'estero delle IFM

(flussi sui dodici mesi; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: per il periodo antecedente a settembre 1997 i flussi relativi alle attività nette sull'estero delle IFM sono stati calcolati come differenze delle consistenze.

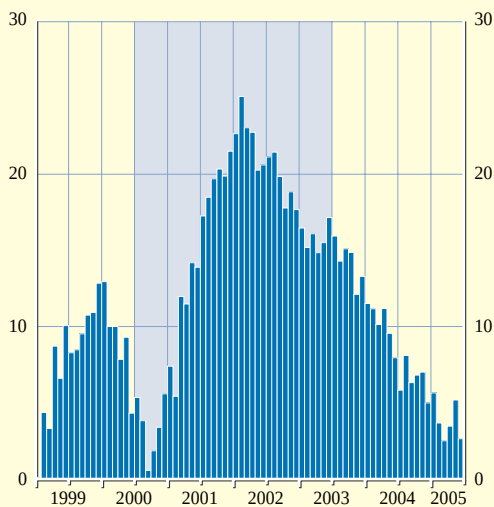
Le componenti di M3 possono essere analizzate in modo analogo. L'esame delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari può riflettere la domanda speculativa di moneta per due motivi: in primo luogo, in periodi di forte incertezza gli investitori possono temporaneamente parcheggiare moneta in questi strumenti, in parte perché in simili circostanze essi risultano più attraenti, probabilmente per la limitata struttura per classi delle attività, che comprende perlopiù strumenti di debito a breve termine altamente liquidi; in secondo luogo, un'elevata percentuale delle quote presenti nel portafoglio delle famiglie è detenuta sotto forma di fondi azionari. I costi di riallocazione relativamente ridotti fra fondi azionari e fondi comuni monetari, una remunerazione prossima ai tassi di interesse di mercato e l'elevata liquidità dei fondi comuni monetari consentono di abbandonare i fondi azionari a favore dei fondi comuni monetari nelle fasi di incertezza e di farvi ritorno con relativa rapidità in risposta a un miglioramento del clima di fiducia. Nel complesso, non desta pertanto sorpresa il fatto che, nel periodo di maggiore incertezza

innescata dagli shock mondiali del 2000-2003, la crescita delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari abbia fornito un contributo notevole all'espansione complessiva di M3 (cfr. figura 7). Esso è successivamente diminuito, quando l'incertezza sui mercati finanziari e a livello mondiale si è in gran parte normalizzata.

Un modo di ottenere misure empiriche delle incertezze che influenzano le decisioni di portafoglio del settore detentore di moneta dell'area dell'euro è quello di costruire indicatori della volatilità, cioè misure associate alle variazioni dei momenti di secondo ordine dei prezzi (varianze e covarianze). Una di esse è la volatilità implicita degli indici dei corsi azionari derivata dai prezzi delle opzioni su un indice complessivo: valori elevati corrispondono a una ridotta capacità di prevedere la futura evoluzione dei prezzi delle attività, che potrebbe indurre gli investitori a limitare la propria esposizione a tali rischi, passando ad attività monetarie, meno remunerative ma più liquide e in grado di garantire con certezza il capitale. Come mostra la figura 8,

Figura 7 Contributo al tasso di crescita sui dodici mesi di M3 delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari

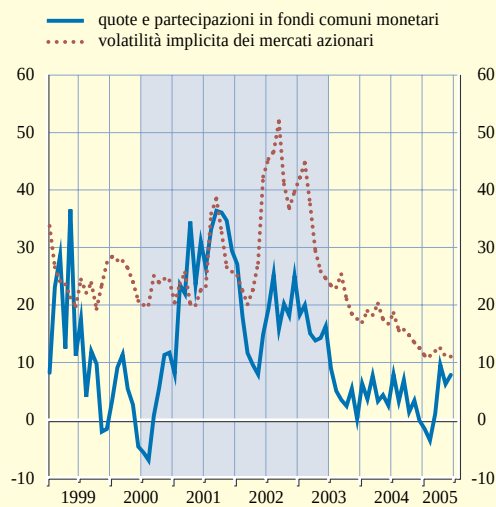
(valori percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 8 Crescita di breve periodo delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e volatilità implicita dei mercati azionari

(tassi di crescita trimestrali annualizzati; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonti: Bloomberg e BCE.

Nota: la serie della volatilità implicita si riferisce alla volatilità implicita sul generico contratto *future* più prossimo a scadenza, così come definito da Bloomberg. L'indice azionario a cui si riferisce la volatilità implicita è il Dow Jones Euro Stoxx 50.

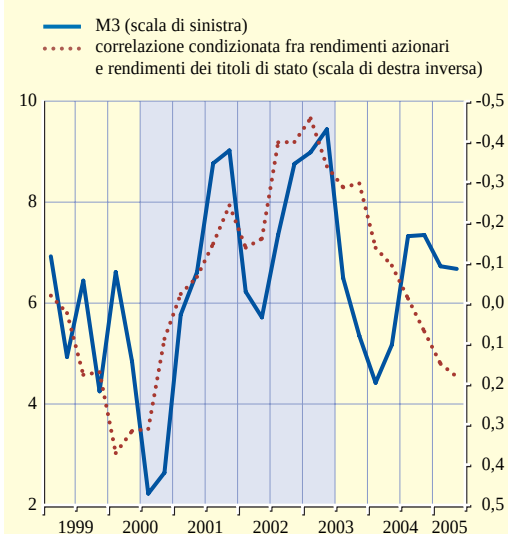
gli aumenti della volatilità implicita dell'indice Dow Jones Euro Stoxx 50, soprattutto alla fine del 2001 e del 2002, sembrano avere determinato maggiori afflussi di fondi verso le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, riconducibili alla ricerca di attività "rifugio" a fronte dell'incertezza finanziaria.

Tuttavia, la domanda di moneta non sembra rispondere immediatamente al calo della volatilità implicita. Questo andamento asimmetrico trova riscontro nella teoria. Come insito nella teoria delle scorte-cuscinetto della domanda di moneta, in presenza di costi di adeguamento potrebbe non essere ottimale per gli operatori riportare la quantità di moneta detenuta ai livelli desiderati subito dopo uno shock. Si possono, pertanto, ipotizzare risposte asimmetriche agli shock, con una reazione immediata all'aumentare dell'incertezza e un processo di correzione relativamente lento. Gli indicatori del rischio elaborati per rappresentare l'impatto dell'incertezza sulla domanda di moneta dovrebbero, quindi, tenere conto dell'effetto di un'avversione al rischio variabile nel tempo da parte degli investitori, che registrerà un probabile aumento dopo le profonde perdite subite nel periodo compreso fra la metà del 2000 e la metà del 2003 (si veda il riquadro 3 per uno studio dell'impatto del rendimento e del rischio delle azioni sulla domanda di moneta).

Una possibile misura dell'avversione al rischio che tiene conto di queste regolarità empiriche è la correlazione condizionata fra i rendimenti delle azioni e quelli dei titoli di Stato a lungo termine¹⁵. Essa dovrebbe costituire un'approssimazione ragionevole dell'avversione al rischio, poiché i mercati dei titoli di Stato sono meno sensibili di quelli azionari alle variazioni dell'atteggiamento degli investitori nei confronti del rischio. In periodi di maggiore avversione, i prezzi delle due classi di attività dovrebbero evolvere in direzione opposta, mostrando una correlazione negativa; in altre parole, gli investitori dovrebbero abbandonare il mercato azionario e acquistare titoli. In condizioni di normalità, per contro, l'allocation standard degli investimenti suggerirebbe, invece, una correlazione positiva fra rendimenti azionari e obbligazionari, poiché

Figura 9 Crescita di M3 e una misura di avversione al rischio

(tassi di crescita sul trimestre precedente annualizzati in valori percentuali; correlazione condizionata)



Fonti: Global Financial Database, BCE ed elaborazioni della BCE. Nota: la correlazione condizionata fra i rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di stato è stata stimata utilizzando un modello GARCH multivariato. Cfr. R. F. Engle e K. K. Kroner (1995), *Multivariate Simultaneous Generalized ARCH*, *Econometric Theory*, volume 11, n. 1, pagg. 122-150.

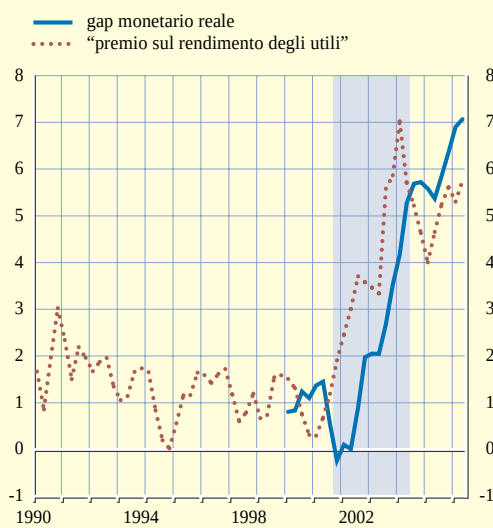
un basso livello dei tassi di interesse sostiene i prezzi delle azioni.

La figura 9 dimostra la correlazione negativa fra i flussi di M3 e l'indice di avversione al rischio nel periodo in esame. Per verificare la robustezza dei risultati ottenuti, sono stati elaborati indicatori alternativi della propensione al rischio, che evidenziano risultati analoghi. Uno degli indicatori alternativi è riportato nella figura 10, che illustra il "premio sul rendimento degli utili" nell'area dell'euro (ossia la differenza fra i rendimenti degli utili azionari e il tasso di interesse reale a lungo termine). Questo indicatore, che riflette la percezione degli investitori riguardo a un premio per il rischio, si è mantenuto su livelli relativamente elevati anche dopo la ripresa degli indici azionari e la riduzione della volatilità dei

15) Per maggiori informazioni, cfr. il riquadro *L'avversione al rischio e l'andamento degli aggregati monetari* nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino.

Figura 10 Stime del gap monetario reale¹⁾ di M3 e “premio sul rendimento degli utili”

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



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

Nota: il “premio sul rendimento degli utili” è la differenza fra il rendimento sugli utili del mercato azionario e il tasso di interesse reale a lungo termine (tasso di interesse nominale a lungo termine meno inflazione effettiva misurata sullo IAPC).

1) La misura del gap monetario reale è definita come la differenza fra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'IAPC e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al suo valore di riferimento del 4,5 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.

prezzi delle azioni a partire dalla metà del 2003. Appare, pertanto, particolarmente idoneo a cogliere le risposte asimmetriche agli shock, ossia la rapida reazione all'acuirsi dell'incertezza, associata a una “fuga verso la sicurezza”, e la relativamente lenta inversione di tendenza a seguito dell'accresciuta avversione al rischio. Di fatto, come emerge dalla figura 10, questo indicatore sembra mostrare un legame relativamente stretto con il gap monetario reale di M3¹⁶⁾.

L'analisi dell'inerzia nell'avversione al rischio dei detentori di moneta non dovrebbe trascurare la dimensione internazionale. Di fatto, le attese relativamente positive circa i tassi di cambio dell'euro negli ultimi anni hanno probabilmente dissuaso i detentori di moneta dell'area dell'euro dall'effettuare investimenti più cospicui in attività estere. Al tempo stesso, una possibile diminuzione dell'avversione al rischio da parte degli investitori internazionali e le aspettative di cambio menzionate possono in parte spiegare gli afflussi di capitali nell'area dell'euro degli ultimi trimestri, registrati nella posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro.

16) Per un'analisi più approfondita dell'indice del premio sui rendimenti degli utili, cfr. BCE, *Financial Stability Review*, giugno 2005, pp. 66-68.

Riquadro 3

COME COGLIERE IL POSSIBILE IMPATTO DEI MERCATI AZIONARI SULLA DOMANDA DI MONETA: UN ESEMPIO

Come discusso nella sezione 3 dell'articolo, il segno della relazione tra andamenti dei mercati azionari e consistenze monetarie detenute è ambiguo per ragioni puramente teoriche e rimane, pertanto, una questione essenzialmente empirica.

Il presente riquadro considera un'estensione semplificata di un tradizionale modello di domanda di moneta¹⁾ per dimostrare come le variabili che colgono il rendimento e il rischio di

1) Per una descrizione dettagliata della metodologia adottata, cfr. Calza A., Gerdesmeier, D., Levy, J. (2001), *Euro area money demand: Measuring the opportunity costs appropriately*, Working Paper dell'FMI, n. 01/179. Sono state apportate una serie di modifiche rispetto al modello originario: nella dinamica di breve periodo sono state incluse le variazioni del tasso di inflazione, al fine di allentare la condizione di omogeneità a breve termine; per meglio rappresentare i possibili effetti non lineari dell'elasticità dei tassi di interesse è stato considerato il logaritmo del costo opportunità. Inoltre, i parametri del modello sono stati “congelati” al periodo di stima che termina nel secondo trimestre del 2001, per tenere conto dei segnali di instabilità connessi con le riallocazioni straordinarie di portafoglio a favore delle attività monetarie tra il 2001 e la metà del 2003.

attività alternative possano incidere sulla domanda di moneta. Più specificamente, sulla scorta dello studio di Carstensen (2004)²⁾ sono state introdotte nell'equazione di domanda di moneta a lungo termine³⁾ una versione perequata della redditività del capitale (combinata con il rendimento dei titoli di Stato a dieci anni per ottenere una misura ampia dei rendimenti disponibili su attività non monetarie) e una versione perequata di un indicatore della volatilità dei mercati azionari. La perequazione delle variabili esplicative addizionali è tesa a rappresentare un'avversione al rischio variabile nel tempo, che sembra caratterizzare i comportamenti recenti. È probabile che le perturbazioni nel mercato azionario verificatesi in precedenza influenzino le scelte di portafoglio correnti. Inoltre, la dinamica a breve termine del modello tradizionale di domanda di moneta è stata estesa introducendo un'ulteriore misura del rischio connesso al mercato azionario, ossia la differenza prima del premio sul rendimento degli utili (cfr. sezione 4 dell'articolo)⁴⁾.

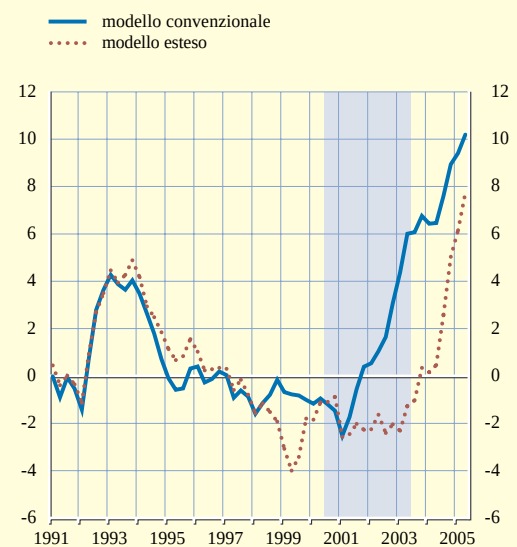
Va osservato che diversi fenomeni interessanti sono stati tralasciati in questa specificazione e dovranno probabilmente essere considerati in lavori futuri. Tali fenomeni comprendono, ad esempio, i potenziali effetti asimmetrici dei forti rialzi e dei crolli dei mercati azionari sulla domanda di moneta, la possibile inclusione di variabili che colgono l'interesse relativo degli investitori esteri per i titoli azionari dell'area dell'euro rispetto a quello degli investitori dell'area e i probabili effetti non lineari del rapporto prezzo/utigli delle azioni sulla domanda di moneta.

Malgrado l'indubbia semplicità della sua struttura, la relazione di lungo periodo stimata tra saldi monetari in termini reali, prodotto, costo opportunità e indicatori del rischio azionario risulta relativamente stabile fino al termine dell'arco temporale considerato (secondo trimestre del 2005) e fornisce un impianto adeguato per derivare alcuni fatti stilizzati circa l'impatto esercitato dagli andamenti dei mercati azionari sulla domanda di moneta.

La figura A illustra questi fatti stilizzati confrontando le misure di *monetary overhang* (squilibrio monetario) derivanti rispettivamente dal modello convenzionale di doman-

Figura A Monetary overhang derivante da un modello convenzionale di domanda di moneta e da un modello esteso

(deviazioni percentuali dal livello di equilibrio)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

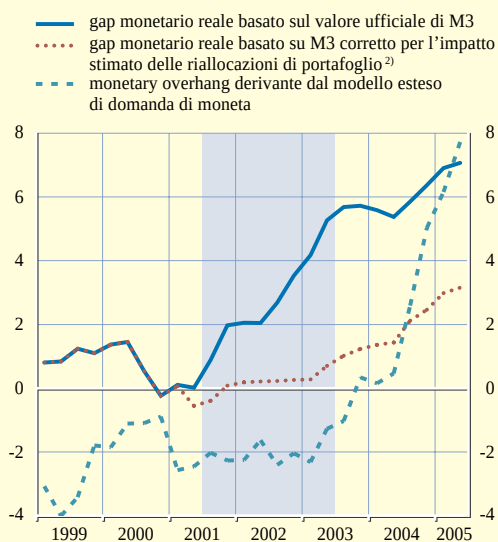
- 2) Cfr. Carstensen, K. (2004), *Stock market downswing and the stability of EMU money*, Kiel Institute of World Economics. Un'altra impostazione che conduce a risultati analoghi è presentata in Greiber, C., Lemke, W. (2005), *Money demand and macroeconomic uncertainty*, Discussion Paper della Deutsche Bundesbank, serie 1, Economic Studies, n. 26/2005.
- 3) Come indicatore del rendimento azionario è stata utilizzata la differenza logaritmica su tre anni annualizzata dell'indice trimestrale Dow Jones Euro Stoxx. Quale misura della volatilità dei mercati azionari è stata adottata una media a due anni delle varianze condizionate di un modello GARCH(1,1) derivato dai rendimenti dell'indice giornaliero Dow Jones Euro Stoxx.
- 4) Sono state, inoltre, escluse dall'equazione di breve periodo le variazioni ritardate del differenziale di rendimento tra i titoli di Stato a dieci anni e il tasso a tre mesi del mercato monetario e quelle dei prezzi del petrolio.

da di moneta e dal modello esteso con variabili del mercato azionario. Le due misure evidenziano differenze significative per il periodo compreso tra il 2001 e la metà del 2004. Mentre nel modello tradizionale il *monetary overhang* appare positivo e in crescita costante fra il 2001 e la metà del 2005, in quello esteso rimane negativo durante l'intera fase di maggiore incertezza, compresa tra il 2001 e il 2003, poiché l'espansione delle consistenze monetarie detenute risultante dalla "fuga verso la sicurezza" è spiegata sulla base dell'elevato rischio associato ai titoli azionari. Tuttavia, dal secondo semestre del 2004 l'indicatore ricavato dal modello esteso assume segno positivo e mostra quindi un marcato incremento.

Questa misura semplificata della liquidità in eccesso corretta per l'impatto della maggiore incertezza sui mercati finanziari conduce, pertanto, a conclusioni analoghe a quelle tratte sulla base di indicatori del *gap* monetario costruiti con la serie di M3 corretta per tenere conto dell'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio, regolarmente pubblicata in questo Bollettino (cfr. figura B).

Figura B Stime del gap monetario reale¹⁾ e monetary overhang

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



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

1) La misura del gap monetario reale è definita come la differenza fra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'IAPC e il livello di M3 in termini reali risultante da una crescita nominale di M3 costante e pari al suo valore di riferimento del 4,5 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 costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

5 CONCLUSIONE

È fondamentale comprendere l'impatto dell'incertezza macroeconomica sulla domanda di moneta nel valutare i rischi per la stabilità dei prezzi derivanti dagli andamenti monetari.

Le circostanze degli ultimi anni hanno reso impegnativo il compito di acquisire le informazioni sulla dinamica della moneta rilevanti per le decisioni di politica monetaria. A tale riguardo, l'analisi monetaria svolge un ruolo importante nell'assetto operativo della BCE per la conduzione della politica monetaria, poiché costituisce un termine di riscontro, in una prospettiva di medio-lungo periodo, della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi a breve-medio termine basata sull'analisi economica. In questo modo, l'analisi

monetaria contribuisce ad assicurare che il Consiglio direttivo, nel pervenire a un giudizio complessivo su tali rischi, non trascuri informazioni rilevanti sulle tendenze future dei prezzi.

Una serie di forti perturbazioni ha accentuato l'incertezza a livello mondiale, specialmente nel periodo 2000-2003. Questi sviluppi sembrano avere innescato un considerevole spostamento di fondi verso investimenti "sicuri", in particolare attività monetarie, con un conseguente significativo incremento della domanda di moneta. Data la crescente globalizzazione dei mercati finanziari, gli shock all'origine di una maggiore incertezza a livello mondiale dovrebbero incidere maggiormente, rispetto ai decenni scorsi, sulle consistenze monetarie detenute nell'area dell'euro. Attualmente, si cerca di incorporare

tali effetti nei modelli econometrici di domanda di moneta.

Nella presente trattazione sono stati esaminati i principali elementi dell'impianto concettuale per l'analisi dell'impatto dell'incertezza sulla

dinamica di M3. Inoltre, sono stati illustrati alcuni degli indicatori e strumenti impiegati dalla BCE per promuovere una comprensione più approfondita delle potenziali implicazioni degli andamenti monetari per il mantenimento della stabilità dei prezzi.

VALUTAZIONE DELLA PERFORMANCE DEI SISTEMI FINANZIARI

Questo articolo valuta la performance dei sistemi finanziari con un approccio funzionale. In questa ottica, ad un migliore sistema finanziario, corrispondono minori frizioni nel processo di allocazione dei capitali. La sempre più ampia letteratura teorica ed empirica, focalizzata principalmente sulle economie in via di sviluppo, suggerisce che un miglior funzionamento del sistema finanziario è essenziale per la crescita economica; il presente studio prende in esame i paesi industrializzati. Il lavoro presenta un quadro concettuale esaustivo per analizzare la performance del sistema finanziario. Alcuni indicatori economici selezionati sono quindi utilizzati per illustrare come sia possibile valutare la performance. I sistemi finanziari di ciascun paese dell'area dell'euro e quello aggregato per l'insieme dell'area vengono confrontati con quelli degli altri principali paesi industrializzati, europei e non. Gli indicatori impiegati mostrano che la performance di un sistema finanziario può variare considerevolmente a seconda delle caratteristiche considerate. Analogamente, si riscontra un grado piuttosto elevato di eterogeneità fra i vari paesi dell'area. Non necessariamente i sistemi finanziari che ottengono buoni risultati sotto certi aspetti ottengono risultati altrettanto positivi sotto altri aspetti. Al fine di effettuare una valutazione d'insieme è pertanto necessario prendere in considerazione contemporaneamente diversi indicatori. Nondimeno, le differenze riscontrate in termini di performance indicano che vi è un ulteriore margine per le riforme strutturali nei sistemi finanziari dell'area dell'euro. I guadagni di efficienza che tali riforme dovrebbero apportare gioverebbero anche alla BCE, consentendo un'ordinata attuazione e trasmissione della politica monetaria.

I INTRODUZIONE

Negli ultimi anni il funzionamento dei sistemi finanziari ha ricevuto un'attenzione particolare all'interno delle politiche pubbliche europee. Un sistema finanziario che funziona correttamente consente a un'economia di sfruttare appieno il suo potenziale di crescita, garantendo che le opportunità di investimento ricevano i necessari finanziamenti al costo minimo. Di conseguenza, l'Unione europea ha fatto delle riforme strutturali nel settore finanziario una delle priorità del programma di Lisbona. Una maggiore integrazione finanziaria europea che completi il mercato unico dei servizi finanziari costituisce un importante obiettivo del Piano di azione per i servizi finanziari della Commissione europea (1999-2004), attualmente in corso di attuazione da parte degli Stati membri, e figura altresì fra le nuove priorità raccomandate dal Libro verde sulla politica in materia di servizi finanziari per il periodo 2005-2010 ¹⁾. Inoltre, il settore finanziario ricopre un ruolo di rilievo per l'attuazione e la trasmissione della politica monetaria della BCE. È questo un importante motivo per cui il funzionamento del sistema finanziario dell'area dell'euro riveste particolare interesse per la BCE ²⁾. Infine, il funzionamento dei sistemi finanziari è importante per le implicazioni di stabilità finanziaria.

Questo articolo propone un ampio quadro di riferimento per l'analisi della performance del sistema finanziario, che prende in considerazione non soltanto le funzioni consolidate di un sistema finanziario, ma anche tutte le sue caratteristiche che possono influire sulla crescita economica. Per ciascuna di queste caratteristiche è possibile ricavare una serie di indicatori economici che descrivono fino a che punto un dato sistema finanziario espleti correttamente le sue funzioni. L'articolo presenta inoltre alcuni indicatori selezionati per illustrare come sia possibile applicare il quadro concettuale. Per una valutazione davvero esaustiva della performance di un

- 1) Nell'agosto del 2005 l'Eurosistema ha partecipato alla consultazione pubblica sul Libro verde promossa dalla Commissione. La Commissione pubblicherà il programma finale sotto forma di Libro bianco nel novembre del 2005. Di recente la BCE ha diffuso alcuni indicatori dell'integrazione finanziaria (cfr. *Indicators of financial integration in the euro area*, settembre 2005). La Commissione pubblica una serie complementare di indicatori nel rapporto *Financial Integration Monitor* (cfr. http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/cross-sector/fin-integration/050708fim.pdf).
- 2) L'interesse della BCE per le questioni attinenti il settore finanziario è stato in particolare illustrato nell'articolo *Sviluppi recenti nelle strutture finanziarie dell'area dell'euro* (Bollettino mensile, ottobre 2003), negli atti della seconda *Central Banking Conference* della BCE (cfr. V. Gaspar, P. Hartmann e O. Sleijpen (ed., 2002), *The transformation of the European financial system*) e nella prima *Financial Stability Review* della BCE (dicembre 2004).

sistema potrebbe tuttavia risultare utile considerare una gamma di indicatori più ampia. Diversamente da gran parte della letteratura esistente in materia, questo studio è incentrato sui paesi industrializzati e considera sia i singoli paesi dell'area dell'euro sia l'area nel suo complesso, confrontandoli con gli altri principali paesi industrializzati europei e non europei.

La prossima sezione illustra le principali funzioni di un sistema finanziario e effettua una rassegna della teorie economiche che esaminano come imperfezioni e frizioni del mercato possono ridurre il contributo del sistema stesso alla crescita. Nella terza sezione viene esposto un quadro di riferimento generale per la valutazione della *performance*, strutturato in base alle varie caratteristiche di un sistema finanziario, unitamente ad alcuni indicatori selezionati relativi in particolare alla dimensione dei mercati dei capitali, alla completezza dei mercati e all'innovazione finanziaria, alla capacità del sistema finanziario di elaborare le informazioni, all'efficacia del governo societario e all'efficienza dei sistemi giuridici. Nell'ultima sezione vengono esposte alcune conclusioni.

2 LE FUNZIONI DI UN SISTEMA FINANZIARIO E LE IMPERFEZIONI DEL MERCATO

Da tempo è stato rilevato che la finanza produce effetti sulla crescita ³⁾. Il sistema finanziario influenza l'allocazione di risorse scarse nel tempo e nello spazio. Al fine di sfruttare il potenziale di crescita di un'economia le risorse devono essere indirizzate verso le opportunità di investimento più proficue. L'allocazione dipende dai costi sostenuti per acquisire le informazioni, far rispettare i contratti ed effettuare transazioni. Ciò vale sia per le imprese sia per le famiglie. Le prime potrebbero ritrovarsi costrette a sostenere costi elevati per ottenere finanziamenti esterni se gli investitori non disponessero di informazioni adeguate su come saranno impiegati i loro fondi. Le seconde non potrebbero ottimizzare né i consumi durante il ciclo di vita né gli investimenti nel proprio capitale umano se non fossero

in grado di indebitarsi a fronte di redditi futuri o se il sistema finanziario non consentisse loro di monetizzare ricchezza illiquida come quella immobiliare ⁴⁾.

La presenza di elementi di attrito che ostacolano il flusso delle risorse verso gli impieghi migliori influenza negativamente la crescita economica. Il sistema finanziario mira a superare questi attriti, dal momento che ⁵⁾:

- produce informazioni sui potenziali investimenti e sulle opportunità di allocazione del capitale;
- monitora gli investimenti e garantisce che gli investitori e i risparmiatori siano rimborsati secondo quanto stabilito dai contratti che detengono;
- consente la negoziazione, la diversificazione e la gestione del rischio;
- smobilizza e aggrega i risparmi;
- agevola lo scambio di beni e di servizi.

2.1 IL MERCATO PERFETTO COME TERMINE DI PARAGONE

Il raffronto con una situazione di mercato perfetto illustra come: (i) la presenza di attriti conduca alla nascita del sistema finanziario; (ii) il sistema finanziario funzioni in modo da superare tali imperfezioni; e (iii) il sistema finanziario influisca pertanto sulla crescita.

3) In *The Theory of Economic Development* (1912), Joseph Schumpeter spiega come un settore bancario ben funzionante favorisca il progresso tecnologico individuando le nuove opportunità di investimento e incanalando verso di esse risorse scarse. In *A Theory of Economic History* (1969), John Hicks sostiene che il sistema finanziario abbia avuto un ruolo fondamentale nell'industrializzazione della Gran Bretagna, permettendo di smobilizzare i capitali necessari.

4) Cfr. F. Allen e D. Gale (1997), "Financial markets, intermediaries and intertemporal smoothing", *Journal of Political Economy*, 105, pagg. 523-546, per un'analisi di come l'esistenza di intermediari in un sistema finanziario permetta alle famiglie di premunirsi contro gli shock di ricchezza.

5) Cfr. R. Levine (2004), "Finance and growth" in P. Aghion e S. Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth* (Amsterdam: North-Holland, di prossima pubblicazione)

La teoria economica dimostra che un mercato perfetto è caratterizzato da un flusso di capitale privo di attriti, che garantisce che tutte le opportunità di investimento proficue siano sfruttate in modo ottimale. Sebbene i soggetti economici trasferiscano il loro capitale, rinunciando così ad averne il controllo, ad altri soggetti che potenzialmente dispongono di informazioni diverse o perseguono interessi diversi in sede di investimento, è possibile tuttavia stipulare a costo zero contratti che contemplino tutte le possibili evenienze future. Analogamente, le famiglie possono conseguire una ripartizione ottimale dei consumi e del rischio nel corso del loro ciclo di vita. In un mercato perfetto dove il capitale fluisce senza intralci, l'organizzazione dell'attività economica, ossia le imprese, le istituzioni e l'ubicazione dei soggetti economici, è irrilevante così come è irrilevante sapere se i ruoli di risparmiatore e investitore siano in capo agli stessi soggetti. Un mercato perfetto consegue la stessa allocazione del capitale e lo stesso livello di investimento che si otterrebbero se ciascun titolare di un'opportunità di investimento (ad esempio un'impresa o una famiglia) disponesse già delle risorse necessarie per conseguire il grado ottimale di investimento (ossia quello in corrispondenza del quale il beneficio marginale eguaglia il costo opportunità).

Ovviamente nella realtà i mercati non sono perfetti, né privi di elementi di attrito. Il presente articolo esamina come le imperfezioni del mondo reale comportino un allontanamento dalla situazione di mercato perfetto e intralcino il flusso di capitale, distorcendo le decisioni di investimento. Viene poi illustrato come un sistema finanziario superi tali impedimenti, strutturando l'analisi sulle cinque funzioni precedentemente menzionate.

2.2 GLI OSTACOLI CHE INTRALCIANO IL FLUSSO DI CAPITALE

In primo luogo i soggetti economici non condividono né hanno accesso alle stesse informazioni. Gli investitori, ad esempio, forniscono il capitale da investire ma delegano le decisioni di investimento a un gestore che spesso dispone

di migliori informazioni sull'uso del capitale. Quando non esercita più il controllo sui propri fondi l'investitore richiede un premio che lo ricompensa per il fatto di non sapere esattamente come il gestore utilizzerà i suoi fondi. Tale premio innalza il costo del capitale, rendendo più dispendioso l'investimento, comportando un livello di investimento inferiore a quello che si avrebbe in un mercato perfetto. Il finanziamento da parte delle banche e delle società specializzate di *venture capital* sono le risposte fornite dal sistema finanziario a questo tipo di attriti informativi. In entrambi i casi, gli investitori conferiscono le proprie risorse a intermediari dotati di migliore informazione, in virtù dell'esperienza acquisita nel finanziamento di altri progetti. Inoltre, gli intermediari raggruppano le risorse di molti investitori e sono pertanto in grado di raggiungere una scala sufficiente a coprire i costi fissi di acquisizione delle informazioni che si presentano, ad esempio, nella creazione di un meccanismo di monitoraggio dei crediti (*credit screening*). La presenza di intermediari permette inoltre di risolvere il problema dei "beni pubblici", che deriva dalla difficoltà per un soggetto di impedire che altri approfittino gratuitamente (*free-riding*) delle informazioni da lui acquisite. I mercati azionari favoriscono l'acquisizione e la diffusione di informazioni sulle imprese principalmente attraverso il meccanismo di formazione dei prezzi. Un mercato ampio e liquido garantisce che i prezzi riflettano le informazioni di una varietà di operatori, ciascuno incentivato ad acquisire informazioni utili.

In secondo luogo, l'investitore finanziario (titolare dei fondi) e il gestore (che di fatto ne detiene il controllo) potrebbero non condividere gli stessi obiettivi di investimento. Mentre gli investitori sono solitamente interessati a massimizzare il valore, come nella situazione di mercato perfetto, gli amministratori potrebbero essere mossi da considerazioni di carriera, benefici personali, ovvero, in casi estremi, potrebbero addirittura accumulare risorse per se stessi. Allo stesso modo, gli interessi di una famiglia potrebbero non coincidere con quelli della banca presso cui si indebita, dal momento che la

banca è interessata soprattutto al rimborso dei prestiti concessi. Allorché non sono più dettate dalla massimizzazione del valore, le decisioni di investimento risultano distorte rispetto alla situazione di mercato perfetto e la crescita ne viene diminuita poiché il capitale scarso non è utilizzato in modo efficiente.

Diversi aspetti di un sistema finanziario affrontano il problema del controllo. Le banche fungono ad esempio da “controllori delegati”: ogni banca agisce per conto di molti depositanti, evitando così una duplicazione superflua delle spese di monitoraggio. I mercati azionari consentono agli investitori di far pressione sulle società attraverso la vendita dei titoli in loro possesso. Gli acquisti e le cessioni influiscono sul prezzo delle azioni di una società, con potenziali conseguenze per i dirigenti della stessa, che potrebbero ad esempio essere rimossi in caso di andamento deludente delle quotazioni azionarie. In modo più diretto, i mercati azionari permettono di esercitare il controllo tramite il voto alle assemblee degli azionisti o, in casi estremi, attraverso operazioni di acquisizione.

In terzo luogo, il capitale è posseduto da molti agenti, caratterizzati da preferenze diverse in termini di orizzonti temporali e propensione al rischio. In situazione di mercato perfetto il capitale è pienamente liquido, il che significa che le attività finanziarie possono essere negoziate e convertite in attività reali senza attriti. Nella realtà, tuttavia, le attività materiali utilizzate nella produzione e il capitale umano sono illiquidi: non è ad esempio facile acquistare o vendere impianti produttivi, né indebitarsi a fronte di redditi futuri.

Per finanziare la produzione è spesso necessario impegnare il capitale per un lungo periodo di tempo; generalmente, però, un risparmiatore non è propenso a rinunciare al controllo sulle proprie attività per periodi lunghi. L'orizzonte di investimento di un risparmiatore è spesso più breve di quello tipico di un processo produttivo. Le famiglie sono soggette a shock di liquidità: esse potrebbero cioè avere bisogno di accedere prontamente al proprio capitale per far fronte

a evenienze impreviste. Le banche e i mercati azionari mitigano gli effetti avversi di tali shock di liquidità. Una banca, infatti, trasforma depositi liquidi a breve termine in prestiti illiquidi a lungo termine, mettendo così le famiglie in grado di rispondere agli shock di liquidità e ritirare i loro depositi senza che venga interrotto il processo di produzione. Analogamente, i mercati azionari riducono i rischi di liquidità consentendo agli azionisti di negoziare i titoli in loro possesso senza che le società perdano l'accesso al capitale a lungo termine.

In quarto luogo, in una situazione di mercato perfetto la localizzazione del capitale e dell'attività economica non ha rilevanza, dal momento che è possibile stipulare contratti finanziari che contemplino tutte le potenziali evenienze future. Nella realtà, tuttavia, il capitale economico presenta un'elevata dispersione fra molti investitori. Senza l'accesso a un grande numero di investitori molti processi produttivi non potrebbero raggiungere scale ottimali. Un'importante funzione del sistema finanziario è pertanto quella di raggruppare e smobilizzare capitale caratterizzato da scarsità e dispersione. L'esistenza di contratti finanziari standardizzati, come le obbligazioni e le azioni, abbassa i costi di transazione connessi con le negoziazioni in mercati pubblici. Senza contratti standard le imprese sarebbero costrette a stipulare numerosi accordi bilaterali specificando una gran quantità di evenienze, invece di attingere a un ampio agglomerato di capitale prontamente disponibile. Il raggruppamento delle risorse avviene anche grazie agli intermediari finanziari: un elevato numero di depositanti affida i propri fondi a un “mediatore” che diviene così in grado di investire su larga scala per conto loro.

Infine, in stretta connessione con il punto precedente riguardo alla localizzazione dell'attività economica, un sistema finanziario facilita lo scambio di beni e servizi. Al fine di sfruttare pienamente il potenziale di crescita di un'economia è necessario che vengano effettuati investimenti specializzati e che le famiglie possano finanziare il consumo di beni. Una maggiore specializzazione consente di ottenere rendimen-

ti maggiori, poiché fa sì che le informazioni e le competenze specifiche a un processo produttivo vengano utilizzate in modo migliore. Una maggiore specializzazione richiede altresì un maggiore coordinamento e più transazioni rispetto a una situazione di autarchia. Allo stesso tempo, anche il finanziamento dei consumi nel tempo richiede delle soluzioni finanziarie. Le famiglie devono ad esempio essere in grado di risparmiare o di indebitarsi a fronte di flussi futuri di reddito.

In situazione di mercato perfetto i beni e i servizi fluiscono senza attriti lungo il processo produttivo verso i consumatori. Le asimmetrie informative e i costi di transazione frenano tuttavia questo processo. Un sistema finanziario supera tali barriere fornendo strumenti specializzati appositi quali i derivati, che permettono di fissare i prezzi anticipatamente (come nel caso dei contratti a termine). Le carte di credito, il credito al consumo e i rifinanziamenti ipotecari costituiscono canali attraverso i quali un sistema finanziario agevola il consumo di beni e di servizi da parte del settore delle famiglie.

In sintesi, un sistema finanziario esercita varie funzioni per agevolare il flusso di risorse dai possessori del capitale, ossia le famiglie che detengono il risparmio, verso le opportunità di investimento più profittabili di un'economia, in presenza di varie imperfezioni di mercato ⁶⁾.

3 CARATTERISTICHE E INDICATORI SELEZIONATI DELLA *PERFORMANCE* DEI SISTEMI FINANZIARI

Dopo aver passato in rassegna i principali elementi della teoria economica che illustrano come un sistema finanziario contribuisca a eliminare gli ostacoli al flusso efficiente dei risparmi verso gli investimenti, è possibile individuare le caratteristiche e le variabili che permettono di valutare come un sistema finanziario svolga le proprie funzioni. In questa sezione si presenta un quadro esauriente di caratteristiche da considerare. Queste sono trattate singolarmente nelle sottosezioni seguenti. Vengono

inoltre selezionati alcuni indicatori economici al fine di illustrare come sia possibile applicare la teoria e il quadro di analisi. Nella trattazione viene fatto ampio riferimento all'evidenza empirica esistente circa la connessione tra finanza e crescita ⁷⁾, prestando attenzione agli aspetti e agli indicatori particolarmente rilevanti per i paesi industriali. Laddove possibile, l'analisi illustra l'evoluzione nel tempo degli indicatori, confrontando i dati per i singoli paesi dell'area dell'euro e quelli aggregati per l'intera area con i dati di altri paesi, anche extra-europei.

Va segnalato che la scelta degli indicatori è qui limitata da considerazioni di disponibilità dei dati. Inoltre, la presentazione è incentrata unicamente su un insieme selezionato di indicatori che possono essere ricollegati alla letteratura in materia di finanza e crescita. Sarebbe utile disporre di vari indicatori per ciascuna dimensione, dal momento che generalmente un'unica misura non può fornire un quadro completo ed equilibrato. Per questi motivi le conclusioni cui si perviene qui hanno carattere soltanto preliminare.

3.1 DIMENSIONE DEI MERCATI DEI CAPITALI E STRUTTURA FINANZIARIA

La struttura finanziaria è tradizionalmente misurata in termini di dimensioni relative dei vari mercati dei capitali, a esempio mercato dei prestiti rispetto a quello dei titoli. La misurazione delle dimensioni di un singolo mercato intende invece cogliere la sua importanza: quanto più un mercato finanziario è ampio, tanto più ingenti saranno i capitali incanalati attraverso di esso. A esempio, all'interno di un sistema finanziario, quanto maggiore è il mercato dei prestiti bancari tanto più elevati sono il grado di intermediazione, quello di monitoraggio dei prestiti e quello di aggregazione delle risorse.

6) Va sottolineato che in base alla "teoria del *second best*" il semplice fatto di rimuovere una di queste imperfezioni non implica che il mercato si avvicini alla situazione di mercato perfetto. L'eliminazione di un'imperfezione in isolamento potrebbe in realtà aggravare gli altri elementi di attrito.

7) Cfr. A. Demirgüç-Kunt e R. Levine (ed., 2001), *Financial Structure and Economic Growth* (MIT Press) e R. Levine (2004), *op. cit.*

Vi è stato un ampio dibattito su quale tipo di sistema finanziario presenti la *performance* migliore fra quelli basati sull'intermediazione bancaria e quelli basati sul mercato. Da un lato, le banche possono sfruttare economie di scala nell'acquisizione di informazioni, esercitano il controllo attraverso il loro monitoraggio e istituiscono relazioni di clientela di lungo periodo che riducono le asimmetrie informative. Dall'altro lato, le banche possono sfruttare la loro posizione dominante nei confronti del debitore, avere una preferenza per comportamenti prudenti e infine massimizzare i propri interessi senza necessariamente agire nell'interesse dei proprietari dell'impresa finanziata. Di recente, tuttavia, il dibattito ha smesso di concentrarsi sul confronto tra banche e mercati. Piuttosto, si conviene che entrambi svolgono funzioni preziose per il sistema finanziario. Alcune di queste funzioni potrebbero anche presupporre una complementarità fra il finanziamento bancario e quello ottenuto tramite il mercato⁸⁾.

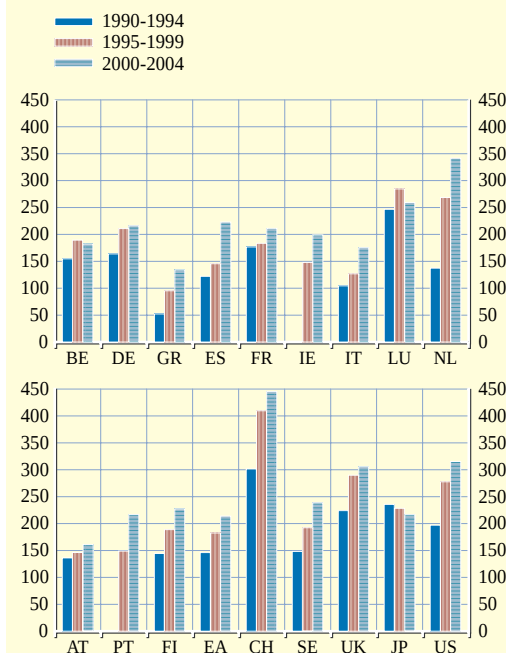
La figura 1 presenta la capitalizzazione di borsa, l'ammontare del credito bancario erogato al settore privato e la consistenza di obbligazioni emesse da prenditori privati nazionali in rapporto al PIL.

In base a questo indicatore le dimensioni dei mercati finanziari sono andate aumentando a partire dagli anni novanta in tutti i paesi ad eccezione del Belgio e del Giappone. I mercati più piccoli sono quelli di Austria, Grecia e Italia, mentre quelli più grandi sono i mercati dei centri finanziari di Lussemburgo, Svizzera e Regno Unito. Nei Paesi Bassi, in Grecia e in certa misura in Spagna la dimensione dei mercati finanziari è più che raddoppiata negli ultimi quattordici anni. Complessivamente, la dimensione media dei mercati finanziari nell'area dell'euro è inferiore a quelle dei mercati di Regno Unito e Stati Uniti.

Le prossime sottosezioni vanno oltre le tradizionali misure della dimensione dei mercati finanziari per presentare indicatori più strettamente collegati alle diverse funzioni di un sistema finanziario. Questi aiutano a delineare un quadro più preciso della *performance* di un sistema finanziario.

Figura 1 Dimensione dei mercati dei capitali

(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI, Eurostat, FMI International Finance Statistics, World Federation of Exchanges ed elaborazioni BCE.

Note: somma dei rapporti con il PIL della capitalizzazione di borsa, del credito bancario al settore privato e delle emissioni di titoli di debito del settore privato nazionale. Per i Paesi Bassi e il Portogallo i dati sono aggiornati al 2001, mentre per il Lussemburgo escludono i titoli di debito. Per l'area dell'euro, il credito bancario, la capitalizzazione di borsa, i titoli di debito del settore privato e il PIL sono la somma dei rispettivi valori per i paesi dell'area.

3.2 INNOVAZIONE FINANZIARIA E COMPLETEZZA DEL MERCATO

L'innovazione finanziaria dischiude ai soggetti economici nuove possibilità di allocazione del capitale in termini di spazio, tempo e rischio, rendendo i mercati più completi. Ad esempio, nuovi strumenti finanziari consentono alle imprese di gestire i rischi trasferendoli ad altri operatori meglio in grado di sopportarli. L'innovazione finanziaria permette alle famiglie di rifinanziare i mutui contratti e alle banche di cedere i rischi connessi utilizzando titoli garantiti dagli stessi mutui (*mortgage-backed securities*).

8) Cfr. R. Levine (2002), "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", *Journal of Financial Intermediation*, 11, pagg. 398-428.

Il prezzo dei nuovi strumenti finanziari contiene inoltre informazioni aggiuntive. Di conseguenza, l'innovazione finanziaria favorisce l'offerta di capitale e riduce le asimmetrie informative.

La figura 2 mostra il volume delle transazioni in derivati su tassi di interesse. Un'intensa attività di negoziazione di questi strumenti ripartisce il capitale lungo le varie dimensioni di tempo, spazio e rischio poiché gli investitori possono fissare anticipatamente i tassi di interesse con contratti a termine (*forward* e *futures*), effettuare operazioni di copertura dei rischi tramite le opzioni e scambiare flussi di pagamento a tasso fisso contro pagamenti a tasso variabile utilizzando i contratti *swap*.

I mercati dove gli scambi di derivati su tassi di interesse sono più elevati sono i centri finanziari di Lussemburgo e Regno Unito. L'attività è molto più contenuta in gran parte degli altri paesi, sebbene in Austria, Belgio, Francia e Irlanda essa sia fortemente aumentata nell'ultimo decennio. Il mercato si è recentemente contratto in Germania, Spagna e Paesi Bassi⁹⁾. In media, le negoziazioni di derivati su tassi di interesse sono più intense nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.

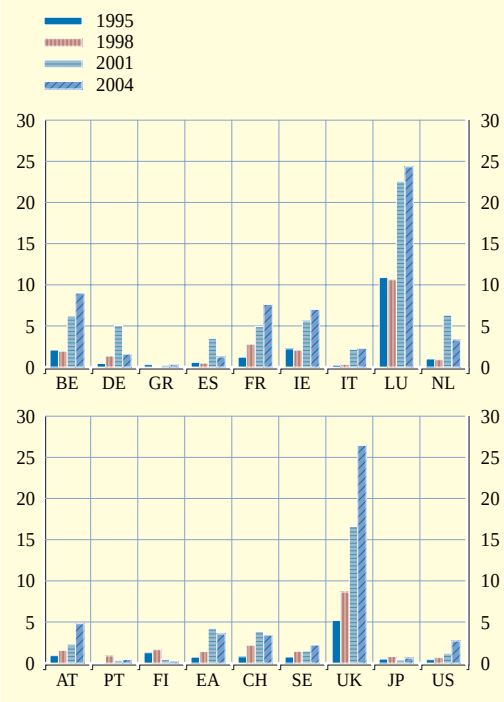
3.3 TRASPARENZA E INFORMAZIONE

Con i termini "trasparenza e informazione" ci si riferisce alla misura in cui un sistema finanziario produce e diffonde le informazioni sulle opportunità di investimento, sulle condizioni di mercato e sul comportamento dei soggetti economici. Ad esempio, la qualità delle norme contabili coglie il grado di asimmetria informativa fra gli investitori e i dirigenti di un'azienda. Un'informazione migliore e segnalazioni più trasparenti sulla *performance* di una società alleviano il problema del controllo fra gli investitori esterni e i soggetti interni all'impresa, ad esempio attraverso quotazioni azionarie più accurate (consentendo ai soggetti esterni di esercitare pressioni sull'impresa vendendone le azioni), ovvero attraverso un mercato migliore per il controllo societario.

Un indicatore già utilizzato nella letteratura su finanza e crescita si fonda sull'informativa so-

Figura 2 Turnover dei contratti derivati sui tassi d'interesse

(in percentuale del PIL)



Fonti: BRI, FMI ed elaborazioni BCE.

Nota: il turnover si riferisce al valore medio giornaliero nel mese di aprile per i contratti derivati sui tassi d'interesse sul mercato OTC stipulati su un'unica valuta (al netto delle duplicazioni contabili per le transazioni tra intermediari di mercato).

cietaria obbligatoria in materia contabile¹⁰⁾. Le misure basate sull'informativa obbligatoria presentano tuttavia la potenziale lacuna di non indicare quanta informazione sia (volontariamente) resa nota, né se l'informazione venga o meno utilizzata nei mercati dei capitali.

Per far fronte ad alcuni di questi aspetti sono qui presentati vari altri indicatori di come un sistema

9) A riguardo, va sottolineato che l'ubicazione delle negoziazioni non dice molto riguardo all'ubicazione delle controparti: un investitore nel paese A potrebbe ad esempio stipulare un contratto *swap* con un investitore nel paese B, anche se lo *swap* viene negoziato nel paese C. Ciò illustra anche come un paese possa beneficiare della presenza di strumenti finanziari standardizzati e della *performance* del sistema finanziario di un altro paese, a condizione che vi sia sufficiente integrazione finanziaria.

10) Cfr. ad esempio R. Rajan e L. Zingales (1998), "Financial dependence and growth", *American Economic Review*, 88, pagg. 559-86.

finanziario gestisce le asimmetrie informative. Nella figura 3 è rappresentato il grado di copertura delle indagini degli analisti e nella figura 4 la dispersione delle loro previsioni. Gli analisti studiano le società e formulano previsioni sugli utili. Essi forniscono pertanto un'importante valutazione esterna delle condizioni della società. Quante più società sono esaminate dagli analisti, tanto maggiori sono le informazioni disponibili all'interno di un sistema finanziario.

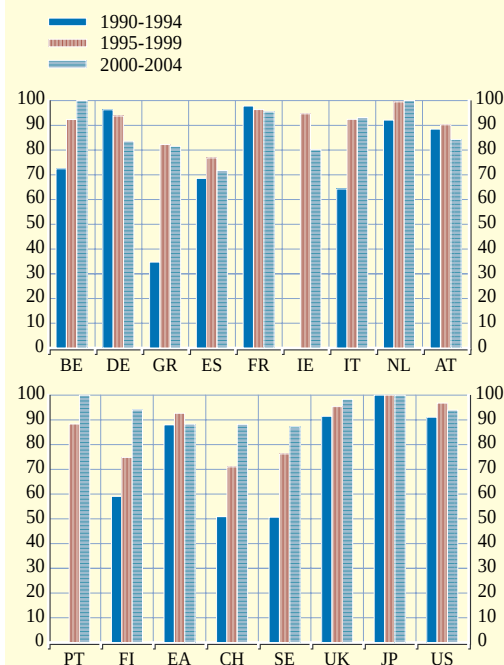
Nella maggior parte dei paesi il grado di copertura delle indagini degli analisti è già elevato o è cresciuto significativamente a partire dal 1990, con la sola eccezione della Germania, dove si è ridotto. In Spagna, Grecia e Irlanda il numero di società considerate è il più basso dell'area dell'euro.

Connessa con il grado di copertura delle indagini degli analisti è la dispersione delle loro previsioni. Se una società rende note informazioni rilevanti e credibili, ovvero se tali informazioni sono prontamente disponibili nel mercato, allora le previsioni degli analisti sugli utili dovrebbero convergere. Un sistema finanziario che aggrega e diffonde le informazioni in maniera più efficiente potrebbe pertanto associarsi non soltanto a un maggiore grado di copertura delle indagini degli analisti, ma anche a una minore dispersione delle loro previsioni.

La figura 4 mostra che nel periodo 2000-2004 il disaccordo fra gli analisti è stato massimo in Germania, Italia, Svezia e Giappone. Mentre il grado di copertura delle indagini degli analisti nell'area dell'euro è comparabile con quello

Figura 3 Copertura delle previsioni degli analisti

(in percentuale della capitalizzazione di borsa)

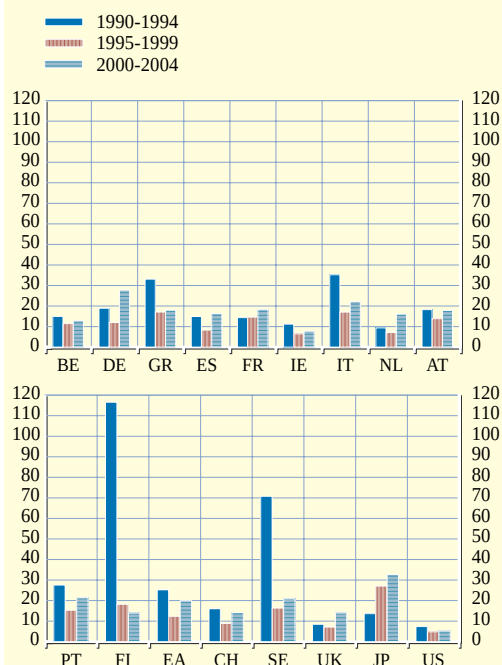


Fonti: Thomson Financial's First Call database, FMI ed elaborazioni BCE.

Note: la capitalizzazione di borsa si riferisce alle imprese per cui esiste almeno una previsione di utili per azione nell'anno fiscale corrente. Non sono disponibili dati per il Lussemburgo, mentre per i Paesi Bassi e il Portogallo i dati sono disponibili fino al 2001. I dati per l'area dell'euro sono calcolati come medie dei valori dei singoli paesi ponderate in base alle rispettive capitalizzazioni di borsa.

Figura 4 Dispersione delle previsioni degli analisti

(in percentuale degli utili per azione previsti)



Fonti: Thomson Financial's First Call database ed elaborazioni BCE.

Note: deviazione standard delle previsioni degli utili per azione (EPS) per un dato anno divise per la media ponderata delle previsioni. Non sono disponibili dati per il Lussemburgo, mentre per i Paesi Bassi e il Portogallo i dati sono disponibili fino al 2001. I dati per l'area dell'euro sono calcolati come medie dei valori dei singoli paesi ponderate in base alle rispettive coperture delle capitalizzazioni di borsa da parte degli analisti.

negli Stati Uniti, la dispersione delle previsioni sugli utili risulta più che doppia.

La diffusione delle informazioni da parte dei mercati azionari costituisce un'importante funzione di un sistema finanziario. Al fine di determinare quanto un mercato azionario incorpori nei prezzi informazioni utili e pertanto quanto esso sia efficiente nel veicolare il capitale verso le opportunità di investimento migliori, nel riquadro qui sotto viene presentata una scomposizione della volatilità dei prezzi azionari in volatilità di mercato e volatilità specifica a singole imprese. Se i prezzi delle azioni di un'impresa sono determinati soprattutto da fattori di

mercato, ovvero se vi è un'elevata sincronia nei movimenti dei corsi, allora il mercato azionario non trasmette in maniera efficiente le informazioni specifiche all'impresa. In tal caso, il potere esplicativo (misurato dalla statistica R^2) della regressione del prezzo delle azioni di una società sui fattori di mercato dovrebbe essere elevata, il che equivale a dire che la maggior parte delle variazioni dei corsi di tale società non è spiegata da informazioni specifiche alla società stessa ¹¹⁾.

11) Cfr. A. Durnev, R. Morck e B. Yeung (2003), "Value enhancing capital budgeting and firm-specific stock returns variation", *Journal of Finance*, 59, pagg. 65-106.

Riquadro

INFORMAZIONI IDIOSINCRATICHE RELATIVE A SINGOLE IMPRESE NEL MERCATO AZIONARIO – L'INDICATORE R^2

Al fine di misurare il contenuto informativo dei prezzi azionari impiegando l'indicatore R^2 , ossia la variazione della variabile dipendente in una regressione spiegata da variabili indipendenti, viene considerato il modello seguente:

$$r_{ijt} = \alpha + \beta_1 MK_{jt} + \beta_2 EMU_t + \beta_3 US_t + \beta_4 EME_t + \varepsilon$$

dove:

r_{ijt} è il rendimento dell'azione i nel paese j al tempo t

MK_{jt} è il rendimento dell'indice per il mercato azionario del paese j al tempo t

EMU_t è il rendimento dell'indice per il mercato azionario dell'area dell'euro al tempo t

US_t è il rendimento dell'indice per il mercato azionario statunitense al tempo t

EME_t è il rendimento di un indice dei mercati azionari emergenti al tempo t

In questa specificazione i prezzi azionari sono determinati da due serie di variabili esplicative. In primo luogo, vi sono i fattori (MK, EMU, US, EME) comuni a tutte le azioni di un dato mercato. Essi colgono le informazioni relative all'intero mercato, ovvero le informazioni sistematiche incorporate nei prezzi. In secondo luogo, vi è il termine di errore ε che coglie l'elemento non sistematico, altrimenti detto "idiosincratico", che influenza i prezzi azionari. Si ipotizza che esso colga le notizie o gli avvenimenti specifici a una singola impresa, che pertanto non influirebbero sui fattori sistematici. Dopo aver calcolato il valore di R^2 per una serie di titoli azionari in un determinato paese viene calcolato l'indicatore R^2 medio per quel paese. Esso misura il contenuto informativo dei prezzi in un dato mercato.

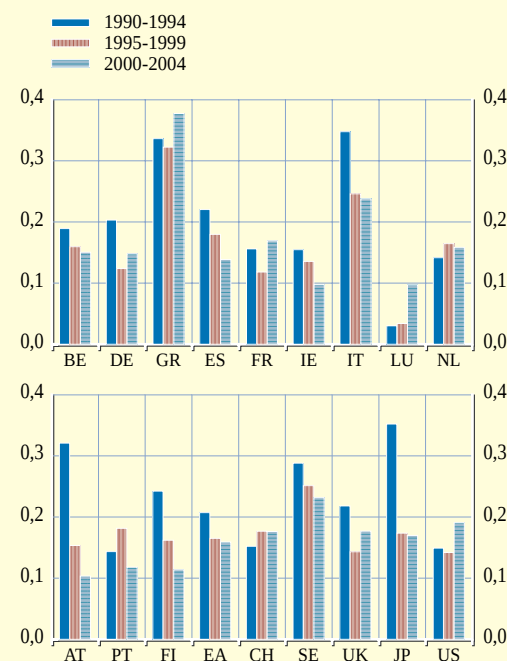
Se le informazioni rese note dalle società sono rilevanti e credibili, e se il mercato azionario è efficiente nell'aggregare e nel diffondere le informazioni (ossia se ha luogo una grande quantità di transazioni informate), allora la regressione non dovrebbe dare buoni risultati, nel senso che l'indicatore R^2 non dovrebbe assumere valori elevati. Un valore basso di R^2 indica pertanto che il mercato azionario è in grado di veicolare informazioni riguardo alle opportunità di investi-

mento (o alla loro mancanza). All'opposto, se il valore dell' R^2 è elevato, il potere esplicativo dei fattori sistematici è considerevole. In questo caso i prezzi azionari si muovono per ragioni diverse da quelle specifiche a un'impresa, il che significa che il mercato azionario non veicola informazioni utili circa le opportunità di investimento a essa relative.

I risultati riprodotti nella figura si basano su un campione di 4051 società quotate in 17 paesi dal 1990 al 2004. Vengono riportati i valori dell'indicatore R^2 per periodi e paesi diversi ¹⁾. La Grecia, l'Italia e la Svezia sono i paesi dove l' R^2 è più elevato, ovvero dove i mercati azionari incorporano meno informazioni specifiche alle singole imprese. Negli ultimi anni la quantità di informazioni di questo tipo incorporata dai corsi azionari è aumentata in Austria, Finlandia, Irlanda e, in minor misura, in Portogallo. Dal 2000 i prezzi azionari nell'area dell'euro incorporano in media più informazioni specifiche alle singole imprese che non quelli di Regno Unito o Stati Uniti.

- 1) Gli indicatori R^2 medi dei vari paesi calcolati per il periodo 2000-2004 non sono correlati con la media di: (i) composizione dell'industria e concentrazione settoriale delle società, (ii) volatilità del mercato azionario e (iii) crescita del PIL nello stesso periodo.

Contenuto informativo dei corsi azionari – la statistica R^2



Fonte: Datastream ed elaborazioni BCE.
Note: medie della statistica R^2 relativa a ciascun paese. I valori per l'area dell'euro sono le medie dei valori di ciascun paese.

3.4 GOVERNO SOCIETARIO

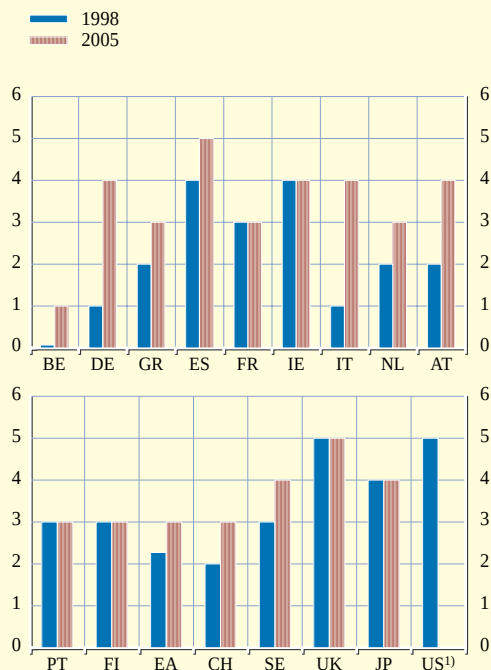
Il governo societario affronta i potenziali conflitti esistenti, da un lato, fra investitori e amministratori e, dall'altro lato, tra classi di investitori, ad esempio, fra piccoli e grandi azionisti. Un migliore governo societario garantisce che gli interessi di questi soggetti siano maggiormente allineati, che gli investitori ottengano rendimenti migliori e che le perdite di efficienza dovute ai comportamenti opportunistici dei dirigenti siano inferiori. Un indicatore di buon governo societario è rappresentato da un grado elevato di tutela degli azionisti: ad esempio, se gli investitori hanno facoltà di votare in assemblea degli azionisti pur non essendo fisicamente presenti, diviene per loro più facile rimuovere gli amministratori della società. La concreta possibilità di rimuovere gli amministratori, aumenta la probabilità che gli investitori ricevano i pagamenti promessi, il

che a sua volta riduce il tasso di rendimento richiesto per i loro investimenti. Altri indicatori di buon governo societario sono il grado di tutela dei creditori (ad esempio il grado di protezione dei crediti garantito dalla legge in caso di fallimento della società), la presenza di soggetti indipendenti nel consiglio di amministrazione o l'indipendenza degli organi preposti alle nomine e alla determinazione delle retribuzioni ¹²⁾.

Il grafico 5 presenta un indicatore del grado di tutela che la legge garantisce agli azionisti in materia di diritti di voto alle assemblee. I diritti di voto sono forti in Austria, Irlanda, Spagna, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti. Negli ultimi sette anni essi sono stati inoltre potenziati

12) R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer e R. W. Vishny (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pagg. 3-27.

Figura 5 Tutela degli azionisti



Fonti: R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), "Law and Finance", Journal of Political Economy, e OCSE (Corporate Governance and Company Law Database).

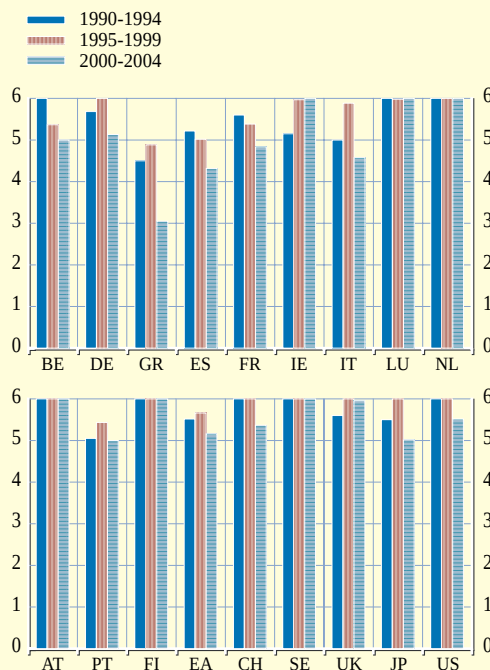
Note: l'indice è compreso tra 0 e 6; quanto minore è il punteggio tanto minore è il grado di tutela degli azionisti. L'indice è calcolato come somma delle seguenti variabili: (1) diritto di voto per corrispondenza; (2) azioni movimentabili prima dell'assemblea degli azionisti; (3) voto cumulativo oppure rappresentazione proporzionale; (4) meccanismi in favore degli azionisti di minoranza; (5) diritti di prelazione; and (6) percentuale del capitale sociale necessaria per la convocazione di un'assemblea straordinaria. Le variabili da (1) a (5) sono pari a 1 se consentite e a 0 altrimenti, mentre la (6) è pari a 1 se la minima percentuale necessaria è minore del 20%, pari a 0 altrimenti. Il punteggio per l'area dell'euro è pari alla media di quello dei singoli paesi. 1) Il valore del 2005 non è ancora disponibile per gli Stati Uniti. 2) I dati sono stati originariamente pubblicati dall'OCSE. Tuttavia, questa riproduzione non necessariamente riflette la posizione ufficiale dell'OCSE o dei governi dei paesi membri.

nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, ma il livello di protezione di cui godono gli azionisti nell'area resta inferiore a quello degli Stati Uniti o del Regno Unito.

3.5 SISTEMA GIURIDICO

In situazione di mercato perfetto non vi sono attriti poiché è possibile stipulare contratti che contemplino tutte le possibili evenienze future e, altrettanto importante, sia possibile far rispettare. Quando un sistema finanziario alloca il capitale nel tempo e nello spazio sono necessari

Figura 6 Indice Law and Order



Fonte: International Country Risk Guide.

Note: l'indice è compreso tra 0 e 6, con valori minori a indicare un contesto meno favorevole. La componente Law è una valutazione del rigore e dell'imparzialità del sistema legale, mentre la componente Order è una valutazione dell'osservanza della legge. Il punteggio per l'area dell'euro è pari alla media di quello dei singoli paesi.

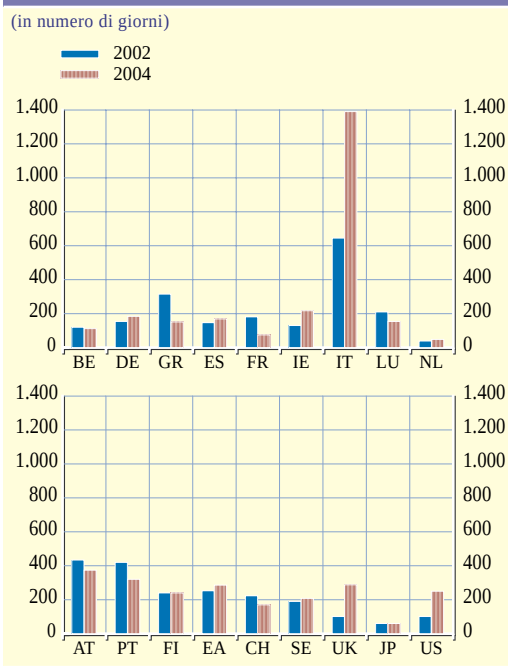
contratti che colleghino i fornitori con gli utilizzatori del capitale. Un investitore finanziario rinuncia al controllo sui propri fondi in cambio della promessa del diritto a flussi di cassa futuri. Affinché questa promessa venga mantenuta, sono stipulati contratti, e un sistema finanziario ben funzionante deve poter disporre di un meccanismo implicito o esplicito che ne garantisca l'osservanza. Il sistema giuridico prevede, fra l'altro, disposizioni esplicite per il rispetto dei contratti finanziari, contribuendo così alla buona *performance* del sistema.

È estremamente difficile valutare le varie sfaccettature di un sistema giuridico in connessione con il sistema finanziario, e sono ipotizzabili molte diverse misure dell'efficacia giuridica. La figura 6 ne presenta una che si limita alle disposizioni adottate per assicurare il rispetto della legge: si tratta dell'indice *Law and Order*,

ampiamente utilizzato nella letteratura giuridica e finanziaria (nonché in altre sedi)¹³. Questo indice intende fornire una misura della forza e dell'imparzialità di un sistema giuridico sulla base di elementi quali l'osservanza della legge, la sua forza e la sua imparzialità¹⁴.

In considerazione della portata limitata dell'indice, i risultati vanno interpretati con molta cautela. Esso non considera ad esempio le procedure e le disposizioni del sistema giuridico, né la sua capacità di prevedere i conflitti. In base all'indice Law and Order, tutti i paesi considerati ottengono punteggi elevati. In media, il livello dell'indicatore per l'area dell'euro è comparabile a quello per gli Stati Uniti e il Giappone¹⁵.

Figura 7 Durata media dell'attuazione dei provvedimenti giudiziari



Fonti: S. Djankov, R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2003), "Courts: The Lex Mundi project", *Quarterly Journal of Economics*, Banca Mondiale.

Note: numero di giorni necessario per incassare un assegno emesso a vuoto, cioè tra la data di emissione della sentenza e la data dell'effettivo pagamento dell'assegno. Si tratta della somma di: (1) durata dell'iter pre-giudiziario; (2) durata del processo; (3) tempo trascorso dalla sentenza all'effettivo pagamento. I valori per l'area dell'euro sono le medie sui singoli paesi. I dati relativi al 2004 non sono esattamente comparabili con quelli del 2002. I sondaggi relativi al 2002 si riferiscono a un assegno d'importo pari al 5% del PNL pro-capite in valuta locale, quelli per il 2004 ad un'importo pari al 200%. Il sondaggio del 2004 considera anche le procedure amministrative per l'incasso dell'assegno.

Nella figura 7 viene riportato un indicatore relativo a un altro aspetto del grado di efficienza di un sistema giuridico nel ridurre gli attriti che ostacolano il flusso di capitale. Esso misura quanti giorni sono necessari in media in un paese per ottenere una condanna per l'emissione di assegni a vuoto in tribunale. Una risoluzione legale tempestiva dei conflitti finanziari riduce i costi amministrativi e migliora il funzionamento di un sistema finanziario¹⁶.

Benché la procedura per recuperare assegni a vuoto sia rapida in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, essa risulta considerevolmente più lunga in Austria, Portogallo e Italia¹⁷. I tempi più brevi si riscontrano nei Paesi Bassi e in Giappone. Nell'area dell'euro la durata media di tale procedura è equiparabile a quella del Regno Unito e degli Stati Uniti.

3.6 REGOLAMENTAZIONE, SORVEGLIANZA E STABILITÀ FINANZIARIA

È ampiamente riconosciuto che il settore finanziario svolge un ruolo "speciale" rispetto a molti altri settori dell'economia. In primo luogo, esso presenta un più elevato rischio di instabilità, a livello sia di singoli intermediari e mercati finanziari, sia di intero sistema. In particolare, crisi

13) L'indice *Law and Order* fa parte della *International Country Risk Guide* (ICRG) pubblicata dal gruppo Project Risk Services. È stato utilizzato da R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998) in "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, pagg. 1113-1155. Esso viene esaminato nel contesto della formazione dei prezzi delle attività finanziarie da C. Erv, C. Harvey e T. Viskanta (1996) in "Political risk, economic risk and financial risk", *Financial Analysts Journal*, 52, pagg. 29-46. L'indice è stato inoltre utilizzato dalle Nazioni Unite nel periodico *Human Development Report*.

14) L'indice è il frutto di un'analisi soggettiva effettuata dal personale della società del settore privato Project Risk Services in base a domande quali: i giudici/magistrati sono nominati in base alle loro qualifiche o per motivi di appartenenza/interessi politici? dove si situano le retribuzioni della polizia e delle forze dell'ordine rispetto a quelle di altri professionisti? vi sono stati casi in cui politici di alto rango o membri delle élite sociali/industriali sono stati condannati dai tribunali delle istanze superiori?

15) Benché il punteggio della Grecia sia leggermente migliorato nel periodo 2000-04, esso è tornato a 4,5 a fine 2004.

16) S. Djankov, R. La Porta, F. López-de-Silanes e A. Shleifer (2003), "Courts: the Lex Mundi project", *Quarterly Journal of Economics*, 118, pagg. 453-517.

17) I dati per il 2004 non sono direttamente comparabili con quelli del 2002 (cfr. le note della figura 7 per maggiori dettagli).

finanziarie sistemiche possono produrre gravi effetti negativi sulla crescita. In secondo luogo, molte famiglie che fanno uso di servizi finanziari al dettaglio possono non avere le conoscenze e la capacità per raccogliere informazioni sulla natura dei vari contratti finanziari e sui rischi che comportano, o sulla solidità degli intermediari finanziari cui affidano i propri risparmi. Per questi motivi, rispetto a gran parte degli altri settori, quelli finanziari tendono a essere soggetti a una regolamentazione e a una sorveglianza maggiori, mirate a stabilizzare gli intermediari e i sistemi finanziari, nonché a proteggere i consumatori. Il

perseguimento della stabilità finanziaria e della protezione dei consumatori può tuttavia andare a scapito dell'efficienza allorché, ad esempio, la regolamentazione introduca inavvertitamente deterrenti all'innovazione, incentivi avversi per il trasferimento del rischio o costi amministrativi eccessivi per gli intermediari finanziari. È questo uno dei motivi per cui ultimamente l'azione normativa dà sempre maggiore importanza alla valutazione accurata dei rischi e al ruolo della disciplina di mercato ¹⁸⁾.

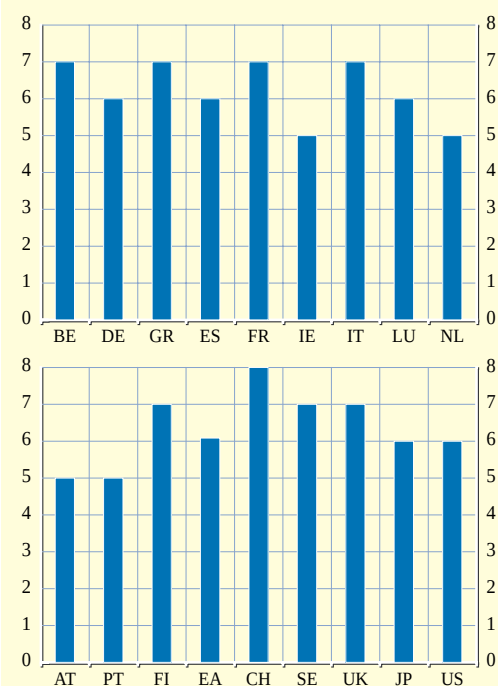
La figura 8 presenta pertanto una misura che si basa sulle potenziali complementarità fra regolamentazione e monitoraggio privato del mercato. L'indice sintetizza l'insieme delle regole che agevolano il monitoraggio delle banche da parte degli investitori, ad esempio le regole in materia di contabilità, revisione e certificazione. Vi è inoltre evidenza empirica che mostra come maggiori incentivi in favore del monitoraggio da parte del mercato tendano a ridurre i margini di interesse delle banche nonché la quota dei prestiti in sofferenza ¹⁹⁾.

In base all'indice, vi è un margine piuttosto ampio per la disciplina di mercato in tutti i paesi considerati. La Svizzera è il paese dove il contesto regolamentare è più favorevole al monitoraggio privato. In media, la portata di queste norme nell'area dell'euro è comparabile con quella di Stati Uniti e Giappone, e lievemente inferiore a quella di Regno Unito e Svezia.

3.7 CONCORRENZA, APERTURA E INTEGRAZIONE FINANZIARIA

Una maggiore concorrenza fra i fornitori di capitale in un sistema finanziario riduce gli attriti, favorendo l'uscita dei fornitori inefficienti,

Figura 8 Regolamentazione bancaria a favore della disciplina di mercato



Fonte: sondaggio del 2004 della Banca Mondiale, condotto sulle autorità di supervisione nazionale.

Note: l'indice è compreso tra 0 e 8, con punteggi più elevati a indicare migliore monitoraggio di mercato. I dati si riferiscono al 2003. L'indice utilizza informazioni sulle seguenti categorie: (1) obbligo di certificazione esterna (si=1, no=0); (2) schema esplicito di assicurazione sui depositi (si=1, no=0); (3) accuratezza dell'informativa contabile (somma dei valori (si=1, no=0) assegnati a: (a) conto economico comprensivo dell'interesse/capitale maturato ma non incassato sulle sofferenze; (b) bilancio consolidato comprensivo dei conti di sussidiarie finanziarie non bancarie; (c) responsabilità legale degli amministratori per false o fuorvianti comunicazioni); (4) comunicazione pubblica di voci fuori bilancio (si=1, no=0); (5) comunicazione pubblica dei metodi di gestione del rischio; (6) possibilità (obbligo) di utilizzare debito subordinato come capitale (si=1, no=0). Il punteggio per l'area dell'euro è pari alla media di quello dei singoli paesi.

18) Cfr., ad esempio, le disposizioni del terzo pilastro del nuovo schema del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali - Nuovo schema di regolamentazione*, giugno 2004), altrimenti noto come Basilea 2.

19) Cfr. J. Barth, G. Caprio e R. Levine (2004), "Bank regulation and supervision: What works best?", *Journal of Financial Intermediation*, 13 pagg. 205-248. L'indice utilizzato in questo articolo attribuisce altresì un punto qualora tutte le 10 principali banche in un dato paese siano provviste di rating.

riducendo le rendite ottenute attraverso il potere di mercato e garantendo la massimizzazione del valore quale mezzo di sopravvivenza. A loro volta, minori restrizioni, maggiori aperture e integrazione favoriscono la concorrenza facilitando lo scambio di beni e di servizi e l'ingresso di concorrenti nel mercato²⁰.

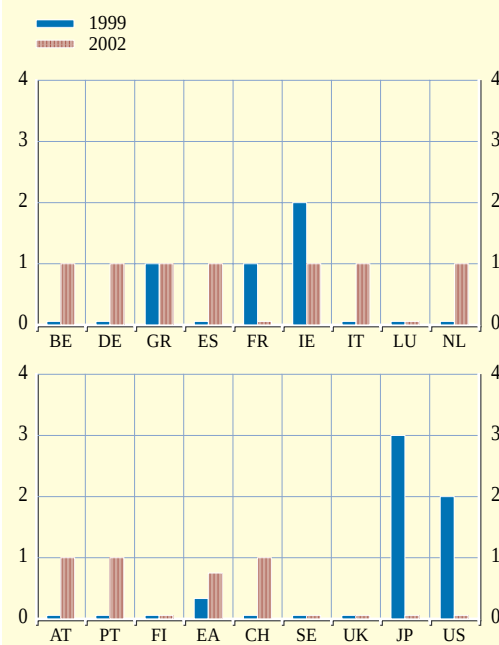
Tuttavia, per quanto riguarda l'attività bancaria, l'effetto complessivo della concorrenza sulla crescita è in teoria ambiguo. Una concorrenza più intensa potrebbe costringere le banche ad abbassare i tassi attivi e ad accrescere l'erogazione di credito. Ma potrebbe parimenti ridurre gli incentivi ad acquisire informazioni e a monitorare i debitori, inducendo un deterioramento della qualità dei prestiti e un aumento del costo

del capitale²¹. Analogamente, le restrizioni all'operatività bancaria potrebbero da un lato rendere le banche più trasparenti, quindi più facili da sorvegliare, e limitare il loro potere di mercato. Dall'altro lato, potrebbero impedire alle banche di sfruttare economie di scala e limitare il loro valore commerciale, riducendo così gli incentivi a un comportamento sano e prudente.

La figura 9 illustra il grado di restrizione sul sistema bancario nell'intraprendere attività remunerate con commissioni, come quelle di sottoscrizione e di vendita di titoli e polizze assicurative, oltre alle tradizionali attività di prestito e di accettazione depositi²².

La maggior parte delle banche europee, ad eccezione di quelle francesi e irlandesi, non erano in passato sottoposte a restrizioni operative, mentre oggi non sono autorizzate a intraprendere l'intera gamma di attività²³. In Lussemburgo e in Finlandia continuano a non esservi limitazioni per l'attività delle banche. All'opposto, le banche statunitensi e giapponesi erano sottoposte a rigide regolamentazioni che di recente sono state però allentate per quanto riguarda l'attività sia mobiliare sia assicurativa.

Figura 9 Restrizioni all'attività bancaria



Fonti: edizioni del 2001 e del 2003 del Bank Regulation and Supervision Database della Banca Mondiale ed elaborazioni BCE.
Note: l'indice è compreso tra 0 e 4, con punteggio minore a indicare un minor grado di restrizioni. L'indice è pari alla somma dei punteggi ottenuti rispetto a due categorie, attività di assicurazione e compravendita di titoli. I valori ammissibili in ciascuna categoria sono: 0 = nessuna limitazione, ovvero possibilità di svolgimento dell'intero spettro di attività all'interno della banca o di una sua sussidiaria; 1 = limitazioni, ovvero non tutte le attività possono essere svolte all'interno della banca o di una sussidiaria; 2 = restrizione, le attività non possono essere svolte né all'interno della banca né tramite sussidiaria. Il punteggio per l'area dell'euro è pari alla media di quello dei singoli paesi.

3.8 LIBERTÀ ECONOMICA E FATTORI POLITICI E SOCIOECONOMICI

Le funzioni di un sistema finanziario sono incentrate sulla fornitura di informazioni, sul rispetto

20) Cfr., ad esempio, London Economics (2002), *Quantification of the macroeconomic impact of integration of EU financial markets*, studio commissionato dalla Commissione europea sui benefici economici dell'integrazione finanziaria, disponibile sul sito Internet della Commissione. Inoltre, M. Giannetti, L. Guiso, T. Jappelli, M. Padula e M. Pagano (2002), *Financial markets, corporate financing and growth*, DG ECFIN Economic Paper N. 179, sostengono che l'integrazione e l'apertura favoriscono lo sviluppo finanziario interno per il tramite delle pressioni concorrenziali esterne.

21) In pratica, tuttavia, i benefici della concorrenza bancaria sembrano superarne i costi. Cfr. S. Claessens e L. Laeven (2005), "Financial sector competition, financial dependence and growth", *Journal of the European Economic Association*, 3, pagg. 179-207.

22) L'indicatore è stato utilizzato ad esempio da J. Barth, G. Caprio e R. Levine (2004), *op. cit.*

23) Le restrizioni sono divenute più stringenti in particolare per quanto concerne l'attività assicurativa.

dei contratti e sull'agevolazione delle transazioni. Queste funzioni risentono di fattori politici e socio-economici, oltre che delle forze più tangibili già discusse. In quest'ultima sottosezione verranno pertanto analizzati alcuni fattori di più difficile misurazione, ma che nondimeno sono importanti per una trattazione esauriente della *performance* dei sistemi finanziari.

Non solo il sistema giuridico, ma anche il generale contesto istituzionale contribuisce a determinare il funzionamento di un sistema finanziario ²⁴⁾. Le strutture di governo societario che mitigano il problema del controllo fra investitori e amministratori, ad esempio, si innestano su tradizioni, norme sociali, religione e politica. Il senso del dovere di un dirigente nei confronti degli investitori esterni potrà ridurre il conflitto di interessi fra lui e gli investitori anche in presenza di scarse disposizioni formali di *governance*. L'idea è che i contratti espliciti non possono né anticipare né contemplare tutte le possibili evenienze e che non risulta possibile garantire la loro perfetta osservanza in tutte le circostanze. Ogni scambio economico dipende in certa misura dalla fiducia e dall'equità, e da quel che viene considerato "equo", tutti elementi plasmatis da fattori socioeconomici ed etici. È stato dimostrato che il capitale sociale, misurato attraverso indagini sul grado di fiducia fra le persone o utilizzando indicatori dell'impegno civile quali l'affluenza alle urne nelle elezioni amministrative, ha rilevanza per un sistema finanziario, ad esempio influenzando l'accesso al credito ²⁵⁾. Similmente, la politica forgia le leggi che disciplinano la tutela dei creditori e degli azionisti, e contribuisce a determinare la tutela del diritto alla proprietà privata attraverso la fissazione dei diritti dello Stato. La nozione di libertà economica riflette l'idea secondo cui meno oneri amministrativi per l'attività economica (come una minore burocrazia) producono meno attriti per il flusso di capitale.

4 CONCLUSIONI

In questo articolo viene presentato un quadro per la valutazione della *performance* dei sistemi finan-

ziari. L'approccio adottato è di tipo funzionale, si basa cioè sulla considerazione che un sistema finanziario svolge varie funzioni al fine di ovviare alle imperfezioni del mercato. Lo studio mostra come il quadro funzionale si traduca in vari gruppi di caratteristiche utilizzabili per articolare la valutazione. La qualità della *performance* di un sistema finanziario rispetto alle sue funzioni può essere analizzata utilizzando una serie di indicatori economici per ciascun gruppo di caratteristiche. Il quadro di valutazione e gli indicatori selezionati sono particolarmente adatti all'analisi dei principali aspetti relativi ai paesi industrializzati con sistemi finanziari relativamente sviluppati.

Al fine di illustrare l'approccio adottato, nell'articolo gli indicatori selezionati vengono applicati ai singoli paesi dell'area dell'euro, all'area nel suo insieme e a un gruppo di riferimento di paesi esterni all'area. Talvolta si tratta di versioni aggiornate di indicatori già utilizzati nella letteratura in materia di finanza e crescita, talaltra di nuovi indicatori. Lo studio conduce ad alcune conclusioni preliminari. In primo luogo, vi è generalmente un grado piuttosto elevato di eterogeneità nella *performance* dei sistemi finanziari tra i vari paesi dell'area dell'euro. In secondo luogo, la *performance* misurata può variare considerevolmente a seconda delle funzioni e delle dimensioni considerate. Non necessariamente i sistemi che ottengono punteggi elevati in base a un determinato indicatore conseguono risultati altrettanto positivi utilizzando un indicatore diverso. Sull'intero campione di paesi, va sottolineato come i sistemi finanziari del Regno Unito e, in misura inferiore, degli Stati Uniti, si distinguono per i buoni risultati ottenuti in base alla maggior parte degli indicatori considerati.

Senza dimenticare le varie limitazioni dell'analisi, le differenze di *performance* dei sistemi finanziari qui individuate sembrano indicare che vi sia un ulteriore margine per le riforme strut-

24) O. Williamson (2000), "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *American Economic Review*, vol. 38, pagg. 595-613.

25) Cfr. per esempio L. Guiso, P. Sapienza e L. Zingales (2004), "The role of social capital in financial development", *American Economic Review*, 94, pagg. 526-56.

turali dei settori finanziari nell'area dell'euro. I guadagni di efficienza che dovrebbero derivarne gioverebbero altresì alla BCE, favorendo l'ordi-

nata attuazione e trasmissione della politica monetaria attraverso i mercati finanziari dell'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

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

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

S25

3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

S26

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

S27

3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione

S28

3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento

S29

4 MERCATI FINANZIARI

4.1 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 4° trim.	9,3	6,4	6,1	-	6,9	7,7	2,16	3,84
2005 1° trim.	9,6	7,1	6,7	-	7,3	9,0	2,14	3,67
2° trim.	9,8	7,5	7,1	-	7,5	13,2	2,12	3,41
3° trim.	.	.	.	-	.	.	2,13	3,26
2005 apr.	9,2	7,4	6,8	6,9	7,4	12,8	2,14	3,57
mag.	10,1	7,6	7,3	7,2	7,5	14,0	2,13	3,41
giu.	10,9	8,1	7,6	7,6	8,0	13,9	2,11	3,25
lug.	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
ago.	11,5	8,5	8,1	.	8,4	.	2,13	3,32
set.	.	.	.	.	.	.	2,14	3,16

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	3,1	0,7	0,3	81,0	0,3	8,7
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	2,0	81,6	0,6	8,9
2004 4° trim.	2,3	3,8	2,3	1,5	1,1	82,0	0,8	8,8
2005 1° trim.	2,0	4,1	3,0	1,3	0,8	81,5	0,8	8,8
2° trim.	2,0	3,9	2,3	1,1	0,6	81,1	0,7	8,7
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 apr.	2,1	4,3	-	-	1,2	81,1	-	8,8
mag.	2,0	3,5	-	-	0,0	-	-	8,7
giu.	2,1	4,0	-	-	0,5	-	-	8,6
lug.	2,2	4,1	-	-	0,6	81,2	-	8,5
ago.	2,2	4,0	-	-	.	-	-	8,6
set.	2,5	.	-	-	.	-	-	.

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	105,8	1,2439
2004 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	107,8	1,3113
2° trim.	-9,7	19,8	-11,5	114,3	302,2	103,4	105,6	1,2594
3° trim.	.	.	.	.	.	101,9	104,1	1,2199
2005 apr.	-9,8	4,2	-4,8	-11,0	288,9	105,1	107,2	1,2938
mag.	-1,3	6,9	3,3	22,7	291,7	104,0	106,2	1,2694
giu.	1,4	8,6	-9,9	102,6	302,2	101,2	103,5	1,2165
lug.	1,0	9,1	-80,1	73,7	296,2	101,7	103,8	1,2037
ago.	.	.	.	.	295,6	102,3	104,5	1,2292
set.	.	.	.	.	.	101,8	104,0	1,2256

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema (milioni di euro)

1. Attività

	9 settembre 2005	16 settembre 2005	23 settembre 2005	30 settembre 2005
Oro e crediti in oro	137.829	137.772	137.772	149.882
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	158.074	159.398	160.666	160.042
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	21.884	20.961	21.230	21.950
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	8.995	9.222	9.059	8.969
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	384.509	369.502	377.550	384.014
Operazioni di rifinanziamento principali	294.499	279.501	287.499	293.500
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	89.999	89.999	89.999	89.999
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	3	1	6	512
Crediti connessi a scarti di garanzia	8	1	46	3
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.386	3.598	3.592	3.392
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	89.933	89.589	90.077	90.850
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.750	40.750	40.750	40.723
Altre attività	133.622	133.457	133.484	136.222
Attività totali	978.982	964.249	974.180	996.044

2. Passività

	9 settembre 2005	16 settembre 2005	23 settembre 2005	30 settembre 2005
Banconote in circolazione	531.994	530.439	528.903	533.209
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	151.508	151.431	148.119	145.175
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	151.495	151.409	148.098	145.104
Depositi overnight	10	20	16	71
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	3	2	5	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	61.500	47.002	60.248	65.427
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	10.685	10.568	10.333	11.057
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	205	267	293	246
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	7.208	7.708	9.535	10.430
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.896	5.896	5.896	5.885
Altre passività	59.163	60.115	60.030	62.336
Rivalutazioni	92.292	92.292	92.292	103.749
Capitale e riserve	58.404	58.404	58.404	58.403
Passività totali	978.982	964.249	974.180	996.044

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾		Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				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
	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
2001	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50

Fonte: BCE.

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
1	2	3	4	5	6	7	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2005 8 giu.	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
31	433.707	339	293.000	2,00	2,05	2,06	7
7 set.	447.874	332	294.500	2,00	2,05	2,06	7
14	435.111	356	279.500	2,00	2,06	2,06	7
21	396.280	402	287.500	2,00	2,06	2,06	7
28	364.417	361	293.500	2,00	2,06	2,07	7
5 ott.	382.662	348	288.000	2,00	2,06	2,07	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2004 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
29	52.795	142	30.000	-	-2,09	2,10	84

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 13 set.	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
6 set.	Operazione temporanea	51.060	41	9.500	-	2,00	2,09	2,10	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
lug.	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9

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 lug.	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	150,2	0,6	0,0	2,05
11 ott.	150,7	.	.	.	.

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						Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinan-ziamento principali	Operazioni di rifinanzia-mento a più lungo termine	Operazioni di rifinanzia-mento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Euro-sistema				Altre operazioni di assorbimento di liquidità			
	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	
6 set.	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8	

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.	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
ago. ^(p)	1.327,8	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	309,5	13,3	199,3
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	21.351,8	12.826,4	812,5	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,8	159,6	1.219,8
2005 1° trim.	22.027,0	13.051,3	806,6	7.669,3	4.575,4	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.	22.772,4	13.249,3	808,4	7.917,6	4.523,3	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.	22.863,2	13.322,0	808,8	7.975,0	4.538,1	3.393,9	1.378,3	504,8	1.510,8	75,0	999,8	3.443,7	164,5	1.464,3
ago. ^(p)	22.813,3	13.302,8	810,0	7.980,4	4.512,4	3.382,7	1.370,4	503,2	1.509,1	80,6	998,9	3.429,1	164,6	1.454,6

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.	1.353,4	550,6	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
ago. ^(p)	1.327,8	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
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	21.351,8	0,0	11.487,5	137,7	6.640,9	4.709,0	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.	22.772,4	0,0	11.844,1	134,4	6.921,4	4.788,3	696,4	3.762,4	1.266,1	3.226,9	1.976,6
lug.	22.863,2	0,0	11.891,2	143,5	6.949,5	4.798,2	710,1	3.775,4	1.276,2	3.263,0	1.947,3
ago. ^(p)	22.813,3	0,0	11.811,7	111,3	6.928,1	4.772,3	719,4	3.786,1	1.281,3	3.253,1	1.961,6

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Ammini- strazioni 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	15.719,1	8.390,7	834,0	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.234,5	173,6	1.347,2
2005 1° trim.	16.260,4	8.498,1	828,1	7.669,9	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.	17.050,1	8.747,7	829,5	7.918,2	2.049,7	1.541,4	508,3	715,6	3.713,4	176,8	1.646,8
lug.	17.104,8	8.805,6	830,0	7.975,6	2.044,3	1.537,8	506,5	706,7	3.752,9	177,8	1.617,4
ago. ^(p)	17.082,5	8.812,1	831,2	7.981,0	2.038,3	1.533,1	505,2	705,2	3.738,5	177,9	1.610,5
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	1.267,8	500,7	-5,9	506,6	91,9	58,1	33,8	34,6	435,0	2,7	202,8
2005 1° trim.	449,0	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,1	16,4	15,7	185,3	-4,1	62,8
2005 apr.	289,8	55,4	4,6	50,8	21,6	11,9	9,7	58,2	109,5	0,1	45,0
mag.	106,0	56,8	-2,4	59,2	0,8	-3,9	4,7	-4,1	-6,6	0,7	58,5
giu.	141,6	88,6	-1,4	90,0	15,3	6,5	8,8	-26,9	17,4	0,5	46,7
lug.	69,3	61,0	0,5	60,5	-3,0	-0,6	-2,4	-9,8	50,5	1,0	-30,5
ago. ^(p)	-17,0	7,8	1,2	6,6	-8,3	-6,3	-2,1	-0,9	-8,0	0,1	-7,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari 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	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
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.	17.050,1	496,6	210,8	6.940,1	621,1	2.245,8	1.140,5	3.251,3	2.157,1	-13,2
lug.	17.104,8	506,4	212,0	6.963,3	635,1	2.249,6	1.138,7	3.286,9	2.129,3	-16,6
ago. ^(p)	17.082,5	500,9	168,0	6.941,5	638,8	2.261,7	1.144,7	3.278,3	2.145,1	3,5
Transazioni										
2003	766,6	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	39,0	130,8	-60,8	59,8
2004	1.267,8	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,4	276,8	229,3	37,7
2005 1° trim.	449,0	3,4	25,0	57,8	9,9	65,3	13,1	211,9	107,2	-44,4
2005 apr.	289,8	9,3	-6,5	50,2	13,7	29,2	-2,9	107,4	76,1	13,3
mag.	106,0	4,8	-7,4	42,5	7,3	14,7	4,7	32,8	48,1	-41,5
giu.	141,6	10,7	37,3	75,1	-14,7	39,3	32,2	-79,8	45,2	-3,7
lug.	69,3	9,9	1,2	26,8	13,1	4,7	1,1	44,0	-30,6	-1,0
ago. ^(p)	-17,0	-5,5	-44,4	-21,0	3,2	13,2	5,8	-3,3	14,3	20,8

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

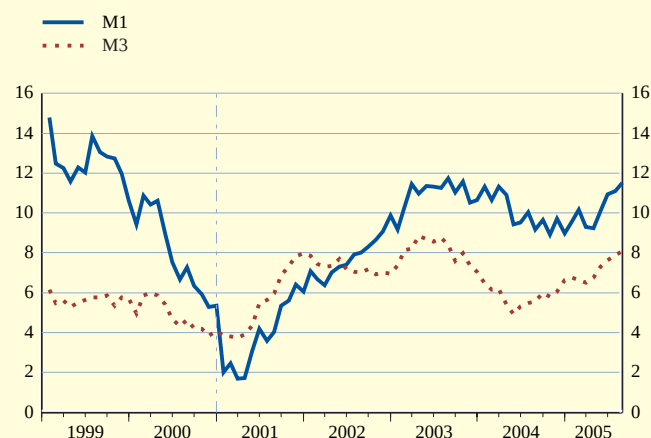
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari¹⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero ²⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.298,2	8.690,9	7.551,6	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.	3.258,1	2.559,2	5.817,3	980,9	6.798,1	-	4.807,1	2.352,2	9.108,7	7.892,0	460,6
lug.	3.300,9	2.573,0	5.873,9	994,8	6.868,7	-	4.809,1	2.364,0	9.182,6	7.963,4	469,3
ago. ^(p)	3.327,8	2.585,5	5.913,4	1.002,7	6.916,0	-	4.835,0	2.375,1	9.230,8	8.007,6	456,3
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	56,0	408,2	-	340,7	54,6	575,0	506,1	160,4
2005 1° trim.	91,8	8,2	100,0	-20,4	79,6	-	107,1	25,2	135,3	118,8	7,2
2005 apr.	16,4	18,9	35,4	11,8	47,1	-	26,0	21,0	84,4	34,3	20,2
mag.	23,5	4,4	27,9	15,7	43,6	-	23,9	-18,2	56,4	59,1	-51,5
giu.	46,4	15,7	62,2	8,7	70,9	-	80,8	4,1	85,6	80,4	74,8
lug.	43,3	14,2	57,5	13,1	70,6	-	8,5	14,8	75,4	74,5	11,4
ago. ^(p)	27,2	12,9	40,1	7,3	47,3	-	26,9	9,6	49,4	45,4	-12,0
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	7,2	160,4
2005 mar.	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,4	7,4	7,5	93,9
2005 apr.	9,2	5,3	7,4	3,4	6,8	6,9	8,4	2,9	7,7	7,4	89,0
mag.	10,1	4,9	7,6	5,8	7,3	7,2	8,4	1,5	7,8	7,5	70,5
giu.	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,7	1,1	8,1	8,0	154,2
lug.	11,1	5,3	8,3	5,6	7,9	7,9	9,3	1,1	8,3	8,3	161,7
ago. ^(p)	11,5	5,3	8,5	5,5	8,1	.	9,2	1,0	8,5	8,4	126,9

F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

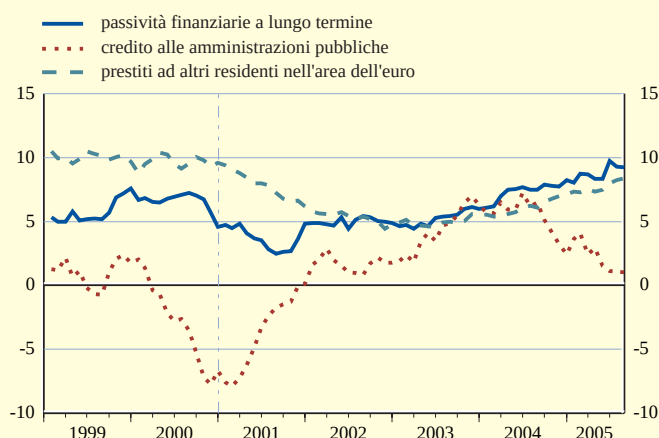


Fonte: BCE.

- 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.

F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



2.3 Statistiche monetarie

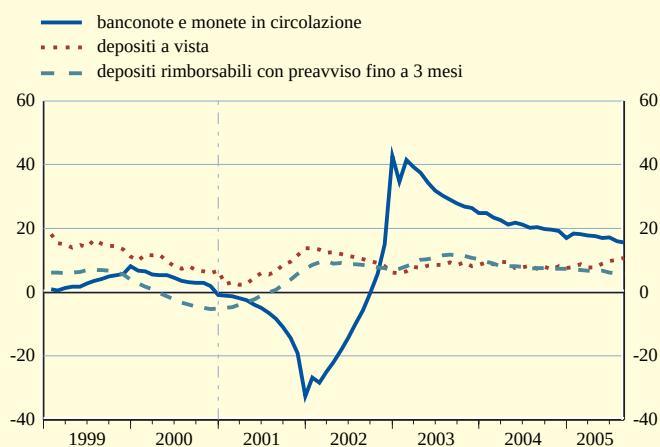
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	239,4	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	2.764,3	1.040,7	1.518,5	239,5	622,7	118,8	2.125,2	91,6	1.448,6	1.141,7
lug.	494,7	2.806,2	1.046,1	1.526,9	243,1	632,3	119,4	2.126,1	90,8	1.453,9	1.138,2
ago. ^(p)	501,5	2.826,4	1.048,8	1.536,8	252,5	630,9	119,3	2.146,2	89,8	1.455,2	1.143,7
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	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,0
2005 1° trim.	24,9	66,9	-13,2	21,4	-13,7	-5,6	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
2005 apr.	4,0	12,5	10,8	8,1	-10,1	7,2	14,7	16,1	0,5	8,0	1,5
mag.	5,4	18,1	-9,4	13,8	15,5	7,9	-7,6	17,2	0,0	-0,2	6,9
giu.	6,8	39,7	13,4	2,3	8,2	-5,7	6,2	35,6	-0,5	18,9	26,9
lug.	1,0	42,3	5,8	8,4	3,6	8,8	0,6	1,8	-0,8	8,2	-0,6
ago. ^(p)	6,7	20,4	3,0	9,9	9,4	-2,0	-0,2	21,3	-1,0	1,5	5,2
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	10,7	3,6	12,3	10,3	-1,2	8,5	5,0
2005 mar.	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,8	6,5	10,6	0,5	9,1	5,4
2005 apr.	17,5	7,8	3,3	6,6	0,3	2,6	14,6	10,4	1,2	8,7	4,9
mag.	17,0	8,9	1,9	6,7	8,3	4,2	10,0	10,6	1,7	8,2	5,0
giu.	17,2	9,8	3,5	6,1	10,2	2,2	10,7	11,8	1,4	8,8	7,6
lug.	16,0	10,2	4,0	6,0	6,7	3,7	13,7	11,2	0,3	8,8	7,2
ago. ^(p)	15,6	10,8	4,2	5,9	10,9	2,4	12,1	11,4	-0,9	8,3	7,3

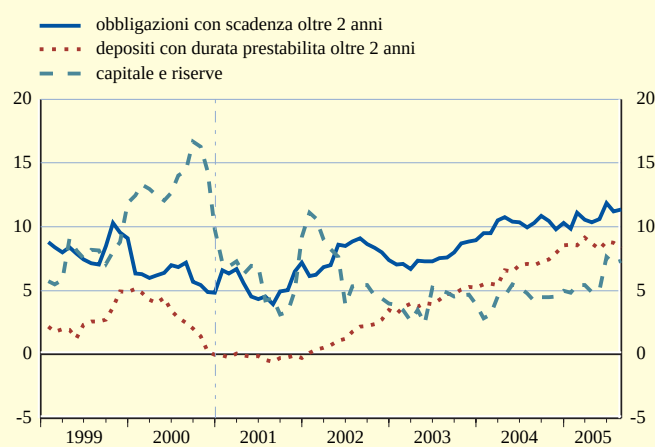
F3 Componenti degli aggregati monetari

(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⁾

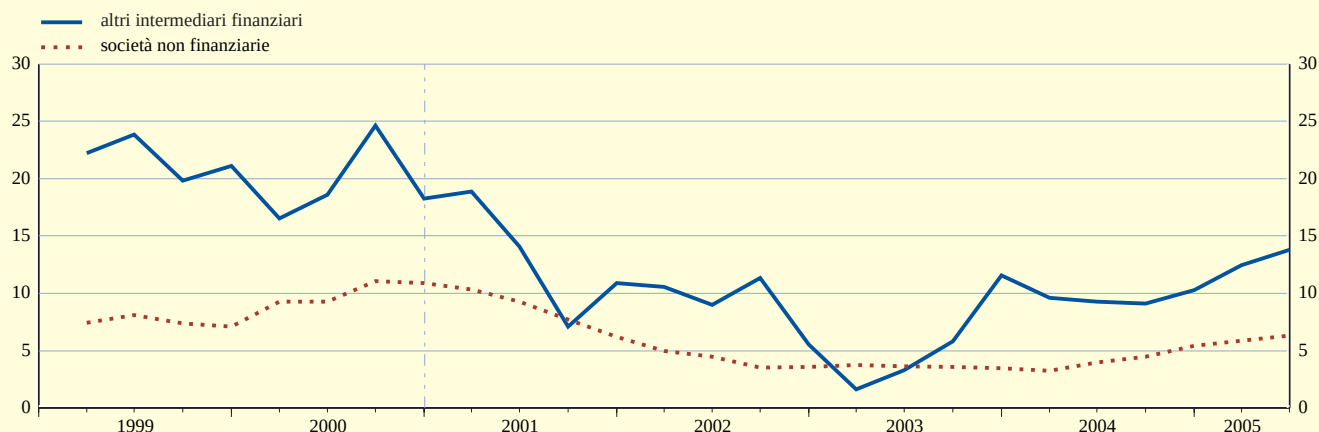
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ²⁾		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3.034,3	961,5	524,1	1.548,8
2004	48,6	31,4	545,4	333,5	3.153,7	974,7	547,8	1.631,3
2005 1° trim.	58,2	39,7	560,6	350,5	3.190,2	984,6	554,7	1.650,9
2005 apr.	59,3	40,6	557,1	343,8	3.215,9	992,6	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	580,5	361,6	3.281,4	1.022,5	566,3	1.692,7
lug.	63,8	43,6	578,8	356,3	3.307,9	1.023,1	574,6	1.710,3
ago. ^(p)	64,6	43,1	573,4	350,0	3.294,6	1.000,0	572,6	1.722,0
Transazioni								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,9	-7,9	15,9	94,9
2004	13,1	9,1	51,2	26,8	163,9	24,1	31,2	108,5
2005 1° trim.	8,6	7,9	11,5	15,1	37,0	7,8	7,7	21,5
2005 apr.	1,1	1,0	-3,8	-6,9	27,2	8,3	6,2	12,7
mag.	2,7	2,2	8,3	6,6	17,4	1,0	4,7	11,8
giu.	1,8	1,3	11,6	9,1	30,7	13,7	1,8	15,2
lug.	0,0	-0,6	-1,1	-4,9	27,4	1,2	8,3	18,0
ago. ^(p)	0,7	-0,5	-5,7	-6,2	-12,2	-22,9	-1,8	12,5
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	10,3	8,8	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 mar.	23,7	21,8	12,5	17,3	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	11,3	6,2	4,9	6,4	7,0
giu.	17,7	10,6	13,8	18,3	6,3	4,4	6,6	7,3
lug.	11,5	3,9	14,9	18,9	6,8	4,9	7,3	7,8
ago. ^(p)	18,6	9,9	16,5	21,7	6,7	4,4	6,3	8,2

F5 Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

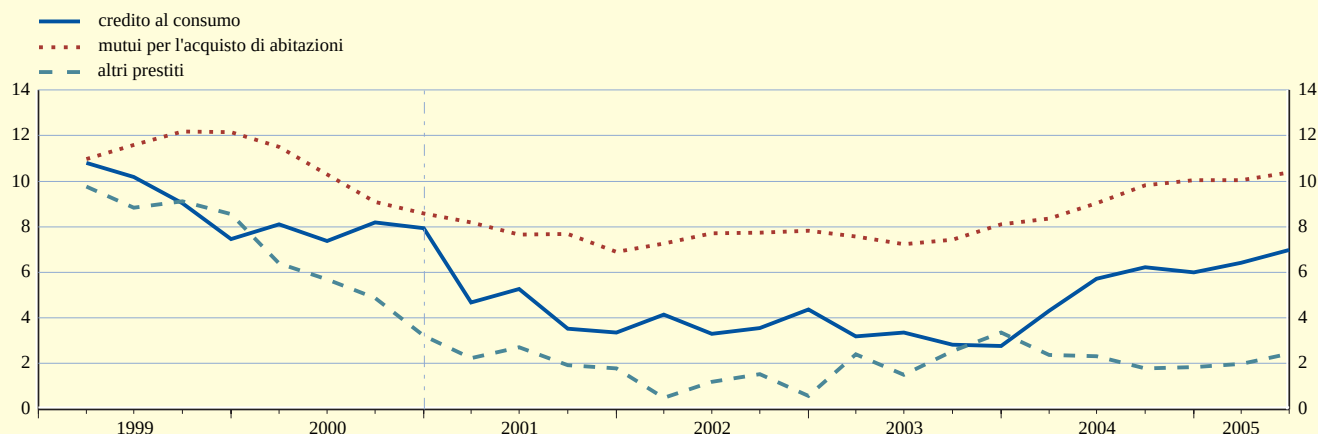
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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	3.808,3	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,4	144,0	99,2	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.	3.991,8	537,7	125,2	196,9	215,5	2.737,1	14,5	65,7	2.656,8	717,0	149,8	101,1	466,2
lug.	4.024,4	538,4	122,1	198,4	217,9	2.772,9	14,6	66,3	2.692,0	713,1	145,1	101,2	466,9
ago. ^(p)	4.047,8	540,0	123,1	198,3	218,7	2.794,7	14,3	66,7	2.713,7	713,0	143,5	101,3	468,2
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	-0,8	2,0	11,5
2005 1° trim.	56,2	4,4	-0,3	1,6	3,1	49,5	-0,2	1,3	48,4	2,2	1,3	-0,4	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	23,0	0,0	0,2	22,9	3,0	0,0	0,7	2,2
giu.	45,9	8,4	4,1	2,0	2,3	29,2	0,3	0,8	28,2	8,3	6,9	-0,2	1,6
lug.	34,2	1,3	-2,9	1,6	2,5	36,0	0,0	0,5	35,4	-3,1	-4,5	0,2	1,3
ago. ^(p)	23,8	2,2	1,1	-0,1	1,3	21,7	-0,2	0,4	21,5	-0,1	-1,4	0,1	1,2
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	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,6	2,0	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.	8,5	6,8	6,4	5,7	8,2	10,6	3,7	4,1	10,8	2,2	2,8	1,0	2,2
ago. ^(p)	8,6	7,0	6,6	5,9	8,4	10,7	2,4	4,1	10,9	2,3	2,9	1,2	2,4

F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ¹⁾

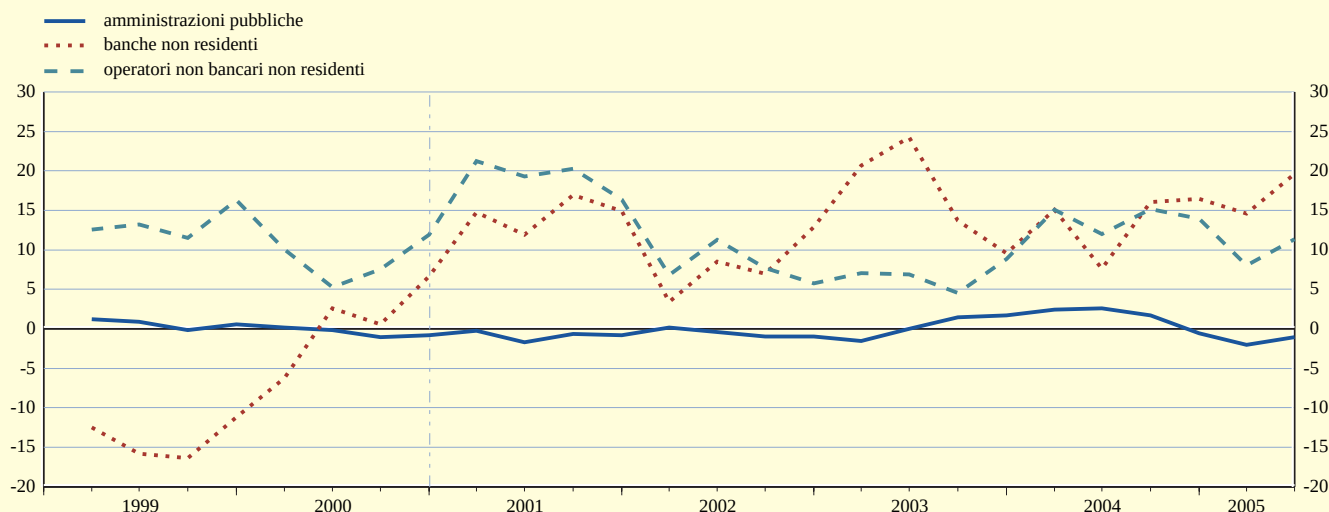
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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	812,5	130,7	252,3	405,7	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)	808,4	125,3	247,6	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	-4,7	3,1	-13,9	17,3	-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	25,5
2° trim. ^(p)	1,2	-4,4	-0,7	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	-32,1	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	-2,6	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⁾

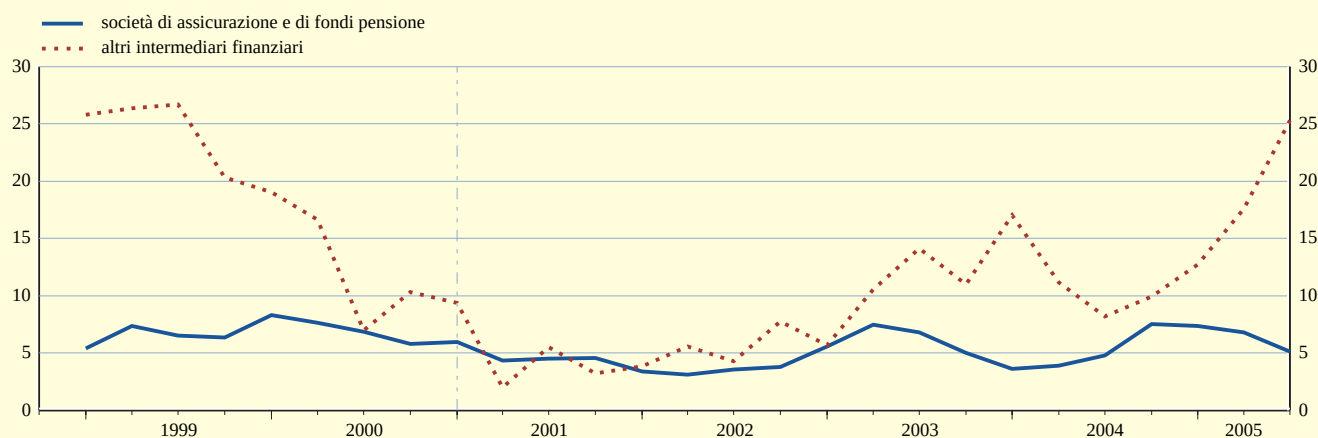
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	636,6	180,3	139,0	187,3	10,1	0,1	119,8
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	790,6	225,5	149,0	264,5	11,1	0,1	140,4
lug.	603,6	64,2	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	797,4	221,9	155,9	267,5	11,6	0,1	140,3
ago. ^(p)	604,0	59,1	51,0	466,0	1,1	1,6	25,2	797,1	217,3	157,5	268,0	11,4	0,1	142,9
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	72,2	0,9	5,8	43,7	4,1	0,0	17,7
2005 1° trim.	12,5	6,4	-3,1	10,0	0,1	0,0	-1,0	48,8	32,1	-9,4	16,0	1,3	0,0	8,7
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.	-0,9	-0,8	-0,4	-0,7	0,3	0,0	0,7	23,1	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	23,8	7,3	0,9	15,0	-0,2	0,0	0,8
lug.	7,6	2,7	3,4	1,9	-0,1	0,0	-0,4	9,9	-3,3	7,0	5,9	0,5	0,0	-0,2
ago. ^(p)	0,4	-5,1	-0,9	1,2	0,0	0,1	5,1	-0,3	-4,7	1,4	0,5	-0,3	0,0	2,7
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	-	17,1
2005 mar.	6,8	2,3	16,4	7,5	1,7	-51,5	-10,4	17,6	8,5	9,3	40,1	50,0	-	11,4
2005 apr.	6,7	6,1	22,9	6,8	-9,4	-52,2	-16,2	16,8	7,2	8,7	41,2	60,1	-	8,0
mag.	6,4	14,4	11,2	5,5	11,2	-53,8	-3,9	21,2	12,4	9,0	44,2	60,3	-	17,7
giu.	5,1	2,5	15,7	4,8	18,3	31,3	-3,0	25,3	15,9	14,2	48,2	50,1	-	20,7
lug.	6,2	14,9	13,2	4,9	13,8	32,1	-8,3	26,9	18,9	18,9	47,4	56,2	-	18,3
ago. ^(p)	6,3	10,0	9,4	5,1	11,4	32,6	13,0	28,3	23,1	15,9	44,2	55,3	-	25,0

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⁾

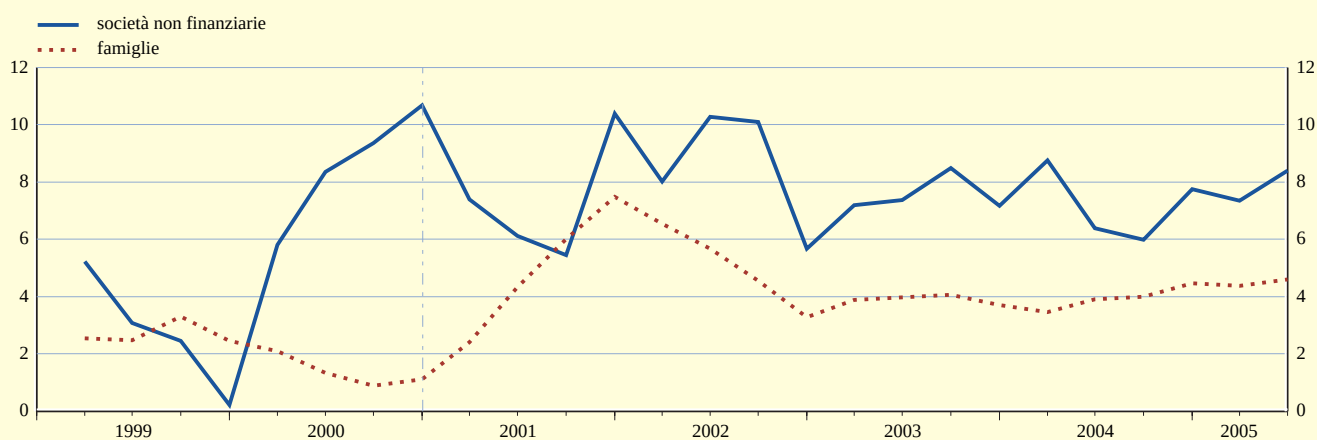
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	1.403,0	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.	1.136,1	720,1	279,7	71,2	42,2	1,4	21,5	4.264,4	1.642,3	512,9	629,8	1.339,3	86,4	53,6
ago. ^(p)	1.138,1	713,6	287,9	71,0	41,8	1,3	22,5	4.237,6	1.609,9	515,6	630,0	1.342,0	85,4	54,6
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	2,7
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	3,3	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.	22,6	27,0	-7,4	3,0	-0,4	-0,1	0,5	29,7	32,2	-4,1	-0,1	3,3	-0,5	-1,0
lug.	0,2	-3,0	3,9	-0,3	0,6	-0,2	-0,8	19,3	13,1	2,2	-0,8	3,2	-0,8	2,5
ago. ^(p)	2,6	-6,3	8,6	-0,2	-0,4	-0,1	1,0	-26,6	-32,3	2,8	0,2	2,7	-1,0	1,0
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	10,2	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	7,7	-1,4	2,8	4,8	1,1	1,5
lug.	8,5	11,7	4,4	1,8	14,9	-17,5	-19,0	4,7	8,2	-0,9	2,6	4,6	0,1	2,0
ago. ^(p)	8,7	11,3	7,3	1,5	12,4	-24,4	-22,0	4,5	7,8	0,0	2,2	4,6	-0,9	0,1

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

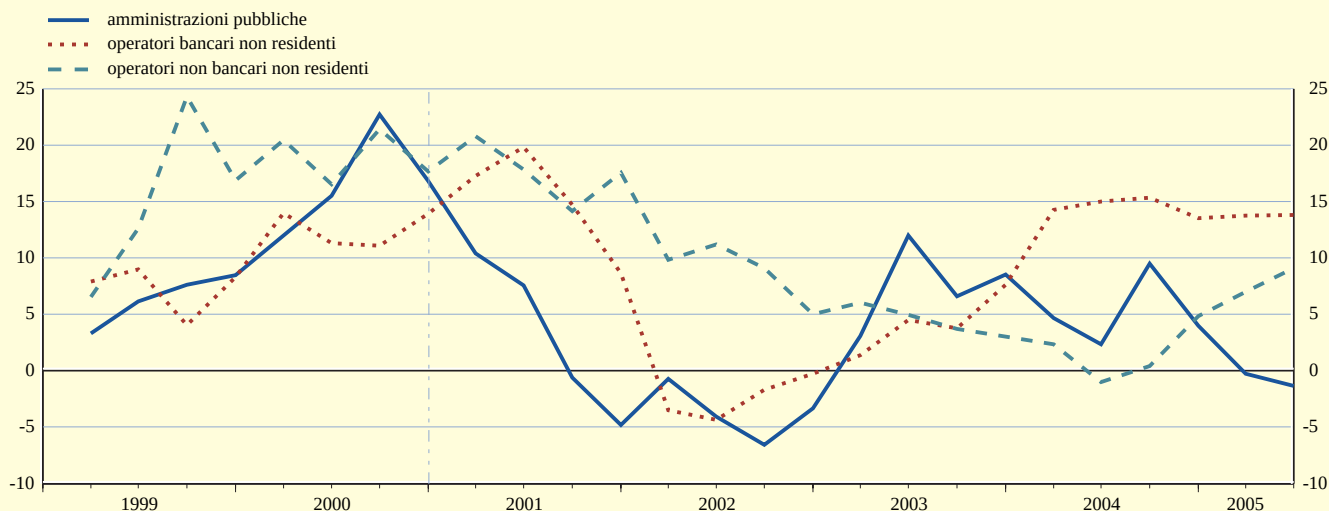
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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)	287,7	134,4	35,1	69,8	48,4	2.783,5	2.039,0	744,5	117,6	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	-2,1	-1,6	188,2	147,1	41,0	2,0	39,1
2° trim. ^(p)	17,7	8,1	1,7	2,2	5,7	40,7	47,5	-6,8	12,3	-19,1
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	2,0	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)	-1,4	-14,2	19,4	8,3	16,9	12,5	13,8	9,1	14,8	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.

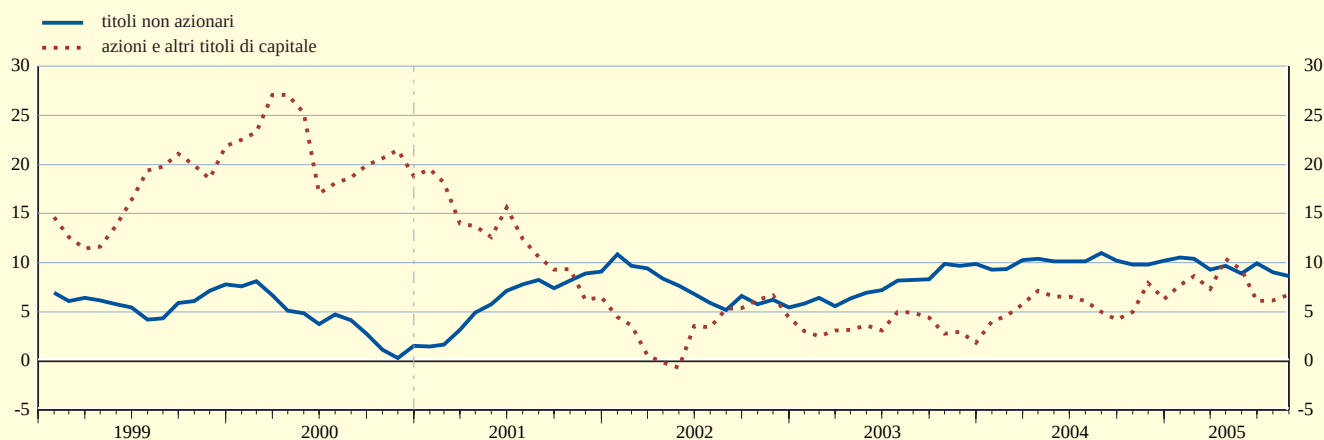
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	1.158,1	286,4	656,4	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.	4.267,7	1.443,6	67,2	1.362,3	16,0	485,0	19,8	873,9	1.240,4	303,1	696,7	240,5
ago. ^(p)	4.274,3	1.441,9	67,2	1.354,2	16,1	482,9	20,4	891,5	1.240,4	303,8	695,2	241,5
	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	368,4	148,1	4,9	40,3	1,3	34,8	-1,3	140,4	67,6	2,2	34,5	30,8
2005 1° trim.	137,7	29,1	4,7	55,3	-0,5	17,0	-0,5	32,5	57,1	9,4	16,1	31,6
2005 apr.	60,6	23,0	-2,1	9,5	1,9	8,5	1,3	18,5	67,3	16,6	58,2	-7,4
mag.	16,4	-2,0	0,5	-6,3	-0,4	3,5	1,0	20,0	-6,6	2,7	-4,2	-5,2
giu.	43,7	24,6	-1,9	7,2	-2,6	7,9	0,8	7,8	-46,5	-15,1	-26,9	-4,5
lug.	10,7	7,6	1,9	-2,2	0,4	-1,8	-0,5	5,2	-0,5	3,9	-9,8	5,3
ago. ^(p)	4,3	-2,4	-0,1	-9,3	0,2	-2,8	0,5	18,2	-0,3	1,1	-1,0	-0,3
	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	8,4	-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	19,1	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	7,4	11,5	10,8	21,4	9,3	5,1	8,7	17,4
giu.	9,9	11,3	5,3	1,3	-10,0	12,2	12,6	23,6	6,1	1,1	6,8	10,9
lug.	9,0	10,4	9,4	1,5	-6,6	11,6	16,1	19,4	6,2	3,2	6,7	8,4
ago. ^(p)	8,6	9,8	7,0	0,8	-2,8	11,1	20,7	19,4	6,7	4,0	8,2	6,1

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.	-0,4	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
ago. ^(p)	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	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.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
ago. ^(p)	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	13,5	1,5	-0,1	10,8	-0,2	0,9	-0,1	0,6	8,1	1,3	3,4	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.	-0,8	0,6	0,0	-2,3	-0,1	0,5	0,0	0,6	4,8	1,5	2,1	1,2
ago. ^(p)	1,7	0,3	0,1	1,3	0,0	0,3	0,1	-0,4	0,2	-0,6	-0,5	1,3

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							Totale				
			USD	JPY	CHF	GBP	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	4.709,0	91,4	8,6	5,0	0,5	1,5	1,1	6.778,5	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)	4.788,3	90,8	9,2	5,5	0,5	1,4	1,1	7.055,8	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	744,5	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	4.457,8	-	-	-	-	-	-	8.368,6	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4
2005 1° trim.	4.575,4	-	-	-	-	-	-	8.475,9	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4
2° trim. ^(p)	4.523,3	-	-	-	-	-	-	8.726,0	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

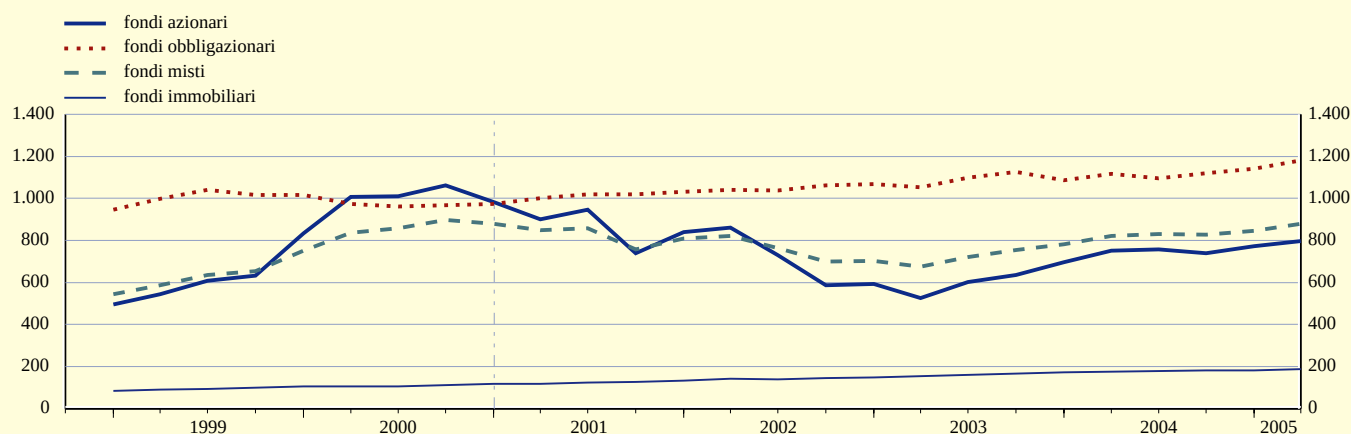
	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi d'investimento	Altre passività
	1	2	3	4
2003 4° trim.	3.174,3	44,2	3.011,0	119,1
2004 1° trim.	3.356,2	49,6	3.173,8	132,9
2° trim.	3.373,2	50,4	3.196,2	126,6
3° trim.	3.392,8	49,5	3.216,6	126,7
4° trim.	3.509,0	48,5	3.322,4	138,2
2005 1° trim. ^(p)	3.708,7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

FI2 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

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

2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore
(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)**1. Fondi distinti per strategia di investimento**

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
	1	2	Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5	6	7	8	9
Fondi azionari									
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.



CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Totale	Banconote, monete e depositi									Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro
		Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrazioni centrali presso IFM dell'area dell'euro	Depositi presso settori diversi dalle IFM ¹⁾	
	Totale			A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
2003 4° trim.	15.657,3	5.883,9	352,4	5.183,2	2.027,5	1.559,1	1.511,4	85,2	155,7	192,6	347,3
2004 1° trim.	15.869,1	5.914,7	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	199,4	396,7
2° trim.	16.151,3	6.051,9	372,1	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	192,2	397,2
3° trim.	16.240,3	6.076,3	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	204,4	394,9
4° trim.	16.597,9	6.234,8	413,5	5.434,9	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	224,0	386,8
2005 1° trim.	16.878,2	6.251,4	408,4	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	222,2	428,7
	Transazioni										
2003 4° trim.	162,8	127,5	29,7	118,0	79,0	7,9	36,3	-5,2	-28,1	8,0	11,0
2004 1° trim.	148,6	28,3	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,8	44,2
2° trim.	291,0	139,5	21,2	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,2	0,0
3° trim.	120,3	28,8	11,5	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	12,2	1,7
4° trim.	165,3	167,3	30,0	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	19,6	4,4
2005 1° trim.	168,7	16,0	-5,0	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,5	35,1
	Variazioni percentuali										
2003 4° trim.	4,7	5,6	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	11,0	9,0	25,3
2004 1° trim.	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,5	26,1
2° trim.	4,8	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,8	21,9
3° trim.	4,7	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	16,5
4° trim.	4,6	6,2	17,3	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,3	14,5
2005 1° trim.	4,7	5,9	16,4	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,1	10,4
	Titoli non azionari			Azioni ²⁾					Riserve tecniche di assicurazione		
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni		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	266,5
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	338,5
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	335,8
3° trim.	17.330,7	8.777,4	7.672,9	976,4	90,4	885,9	3.695,2	1.153,2	2.542,0	4.105,8	288,0	3.817,8	309,1
4° trim.	17.696,9	8.906,6	7.796,7	974,1	80,9	893,2	3.746,9	1.178,0	2.568,8	4.185,7	293,3	3.892,3	317,9
2005 1° trim.	18.066,0	8.992,6	7.879,3	968,9	77,4	891,5	3.777,9	1.179,9	2.598,0	4.245,8	293,2	3.952,6	331,8
	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	66,7
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	-2,8
3° trim.	152,0	79,4	86,1	-3,2	-1,3	-1,8	-1,4	-17,2	15,8	84,0	-2,3	86,2	-23,3
4° trim.	117,5	141,6	140,1	-2,3	-9,5	7,2	63,9	25,7	38,2	80,0	6,6	73,4	18,5
2005 1° trim.	233,4	83,7	86,6	-5,9	-3,5	-2,4	25,4	5,0	20,4	64,3	0,8	63,5	31,6
	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	13,1
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	35,4
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	33,6
3° trim.	4,8	5,0	5,7	3,9	24,5	2,1	1,9	-1,9	3,7	8,1	2,1	8,6	14,2
4° trim.	4,6	5,2	5,9	1,0	-1,8	1,2	3,3	1,8	3,9	8,0	3,1	8,4	22,2
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	7,1
	Titoli non azionari emessi da:									Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie	
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie								
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
	Consistenze												
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) Compresa le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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

	Principali attività finanziarie											
	Totale	Depositi presso le IFM dell'area dell'euro					Prestiti			Titoli non azionari		
		Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Consistenze											
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

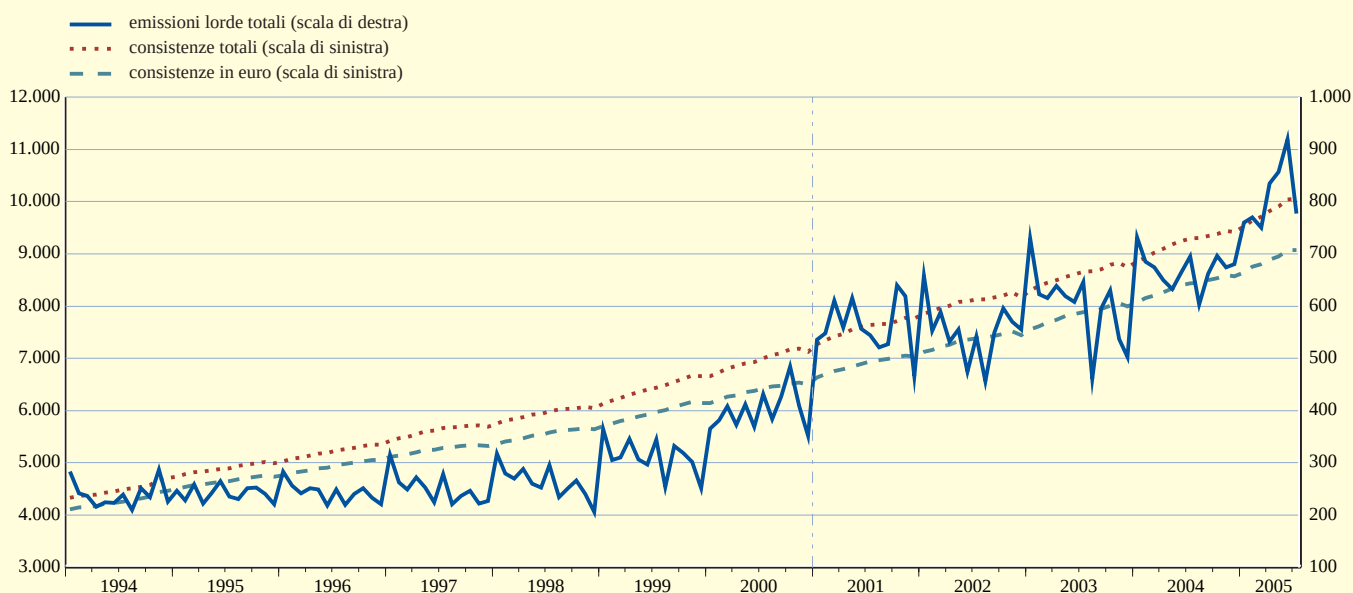
4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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							
	Consistenze	Emissioni lorde	Rimborsi	Emissioni nette	Totale				Di cui in euro			
					Consistenze	Emissioni	Rimborsi	Emissioni nette	Consistenze (in perc.)	Emissioni lorde (in perc.)	Rimborsi (in perc.)	Emissioni nette
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2004 lug.	9.761,5	707,9	686,3	21,5	9.296,0	695,2	654,0	41,3	90,8	94,1	94,6	35,5
ago.	9.794,2	619,8	590,5	29,3	9.311,6	603,7	590,2	13,5	90,8	94,7	94,8	12,8
set.	9.907,3	725,3	616,5	108,8	9.344,6	661,4	621,5	39,9	91,0	94,9	94,5	40,5
ott.	9.932,8	712,2	690,4	21,7	9.381,1	696,7	656,3	40,3	91,0	93,7	94,9	30,2
nov.	10.024,0	703,7	619,0	84,8	9.437,7	674,0	615,4	58,6	91,1	94,3	94,3	55,7
dic.	10.028,1	706,6	701,9	4,7	9.410,7	680,4	703,0	-22,6	91,1	95,3	95,2	-21,4
2005 gen.	10.093,5	763,3	710,5	52,8	9.523,1	759,5	678,3	81,3	90,8	93,8	95,4	65,1
feb.	10.214,0	792,9	675,5	117,3	9.637,3	769,2	654,2	115,0	90,9	94,5	95,1	104,5
mar.	10.322,2	798,2	691,0	107,2	9.706,3	750,5	695,4	55,1	90,7	93,9	94,9	44,6
apr.	10.378,5	833,7	780,8	52,9	9.818,2	834,3	734,3	100,0	90,6	94,4	95,9	83,7
mag.	10.441,2	870,7	807,6	63,1	9.907,8	856,3	791,6	64,7	90,3	95,4	95,6	60,3
giu.	10.627,2	990,7	806,5	184,1	10.044,3	918,8	789,8	129,0	90,3	94,6	95,0	118,9
lug.	.	.	.	.	10.053,2	777,6	769,8	7,8	90,3	94,7	95,1	4,3
A lungo termine												
2004 lug.	8.848,1	190,3	153,1	37,1	8.350,3	173,4	139,1	34,4	91,1	91,8	93,7	28,8
ago.	8.875,5	87,2	61,9	25,3	8.365,8	75,3	59,8	15,5	91,1	86,9	91,6	10,6
set.	8.970,1	191,6	102,0	89,7	8.415,7	157,0	104,6	52,4	91,2	91,6	89,0	50,7
ott.	9.006,8	174,0	140,2	33,8	8.436,5	158,0	132,2	25,8	91,2	88,1	93,7	15,3
nov.	9.082,7	168,7	98,6	70,1	8.490,7	155,1	95,6	59,5	91,2	89,1	92,2	50,1
dic.	9.107,8	148,4	123,7	24,7	8.498,6	136,0	119,9	16,1	91,3	91,6	90,4	16,2
2005 gen.	9.177,5	198,5	138,6	59,8	8.586,0	195,0	133,1	61,9	91,1	89,7	92,9	51,3
feb.	9.293,7	220,7	107,0	113,7	8.689,4	199,4	95,5	103,9	91,2	90,4	89,5	94,8
mar.	9.368,4	202,6	128,5	74,2	8.757,1	183,9	125,9	58,0	91,0	88,9	90,2	50,0
apr.	9.421,5	181,2	129,8	51,5	8.837,6	181,1	110,2	70,9	90,9	90,2	94,3	59,4
mag.	9.489,4	178,1	111,7	66,4	8.925,1	164,9	99,7	65,2	90,7	90,9	91,0	59,2
giu.	9.668,3	296,4	121,2	175,2	9.089,6	253,6	102,0	151,6	90,6	91,1	88,2	141,1
lug.	.	.	.	.	9.086,3	145,2	147,6	-2,4	90,6	90,0	93,5	-7,4

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'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2003	8.748	3.352	665	589	3.923	219	91,4	85,0	87,5	88,3	97,7	95,4
2004	9.411	3.713	735	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,7
2004 3° trim.	9.345	3.643	690	601	4.169	242	91,0	84,0	89,0	87,3	97,6	95,7
4° trim.	9.411	3.713	735	592	4.120	250	91,1	84,1	90,4	87,6	97,8	95,7
2005 1° trim.	9.706	3.849	755	605	4.238	259	90,7	83,2	90,7	87,9	97,6	95,7
2° trim.	10.044	3.994	830	613	4.341	266	90,3	82,6	90,9	87,3	97,4	96,0
2005 apr.	9.818	3.907	771	613	4.264	262	90,6	83,0	90,6	87,8	97,6	95,8
mag.	9.908	3.938	792	620	4.296	262	90,3	82,6	90,7	87,7	97,4	96,0
giu.	10.044	3.994	830	613	4.341	266	90,3	82,6	90,9	87,3	97,4	96,0
lug.	10.053	4.016	830	614	4.325	268	90,3	82,5	91,1	87,5	97,4	96,1
	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.	949	457	8	105	374	5	87,6	76,3	96,7	96,7	98,6	86,4
2° trim.	955	462	7	103	377	5	87,2	75,8	97,6	96,8	98,4	76,6
2005 apr.	981	483	8	111	374	5	87,4	76,6	97,5	96,7	98,5	81,1
mag.	983	477	8	114	378	5	87,2	75,8	97,5	97,2	98,4	81,8
giu.	955	462	7	103	377	5	87,2	75,8	97,6	96,8	98,4	76,6
lug.	967	475	8	103	376	5	87,3	76,3	97,7	97,2	98,5	81,8
	Totale a lungo termine ¹⁾											
2003	7.887	2.962	659	495	3.556	216	91,6	85,9	87,4	87,2	97,5	95,5
2004	8.499	3.265	728	502	3.758	245	91,3	84,8	90,4	86,2	97,6	95,8
2004 3° trim.	8.416	3.231	684	501	3.764	236	91,2	84,8	89,0	85,7	97,5	96,0
4° trim.	8.499	3.265	728	502	3.758	245	91,3	84,8	90,4	86,2	97,6	95,8
2005 1° trim.	8.757	3.393	747	500	3.863	254	91,0	84,1	90,6	86,0	97,5	95,9
2° trim.	9.090	3.532	822	510	3.965	260	90,6	83,4	90,8	85,4	97,3	96,4
2005 apr.	8.838	3.425	763	502	3.890	257	90,9	83,9	90,6	85,9	97,5	96,1
mag.	8.925	3.461	784	506	3.917	257	90,7	83,5	90,6	85,6	97,3	96,3
giu.	9.090	3.532	822	510	3.965	260	90,6	83,4	90,8	85,4	97,3	96,4
lug.	9.086	3.541	822	511	3.949	263	90,6	83,3	91,0	85,5	97,3	96,4
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2003	6.115	1.884	406	419	3.240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6.378	1.929	416	412	3.436	186	91,7	83,9	83,9	85,5	97,5	95,6
2004 3° trim.	6.390	1.951	408	415	3.436	180	91,5	84,0	82,2	85,2	97,5	95,8
4° trim.	6.378	1.929	416	412	3.436	186	91,7	83,9	83,9	85,5	97,5	95,6
2005 1° trim.	6.515	1.968	426	407	3.517	196	91,5	83,2	84,4	85,3	97,4	95,8
2° trim.	6.671	2.003	445	414	3.607	203	91,1	82,4	84,2	84,7	97,2	96,1
2005 apr.	6.552	1.972	430	408	3.543	199	91,4	82,9	84,1	85,2	97,4	96,0
mag.	6.599	1.983	433	410	3.573	199	91,2	82,6	83,9	84,9	97,3	96,0
giu.	6.671	2.003	445	414	3.607	203	91,1	82,4	84,2	84,7	97,2	96,1
lug.	6.648	1.998	440	413	3.590	205	91,1	82,4	84,3	84,7	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	89,4	97,5	95,8
2004	1.868	1.148	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	86,8	98,9	87,6	97,5	96,3
4° trim.	1.868	1.148	309	77	275	59	90,9	86,9	99,0	88,9	97,7	96,6
2005 1° trim.	1.956	1.212	317	79	291	58	90,5	86,4	98,9	89,1	98,0	96,3
2° trim.	2.115	1.293	374	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2
2005 apr.	2.003	1.233	330	80	302	58	90,4	86,1	98,9	88,4	98,0	96,3
mag.	2.034	1.251	348	81	297	58	90,3	85,9	98,8	88,4	98,0	97,2
giu.	2.115	1.293	374	83	308	57	90,4	86,0	98,7	88,5	98,0	97,2
lug.	2.129	1.302	379	83	307	57	90,2	85,7	98,8	88,4	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.

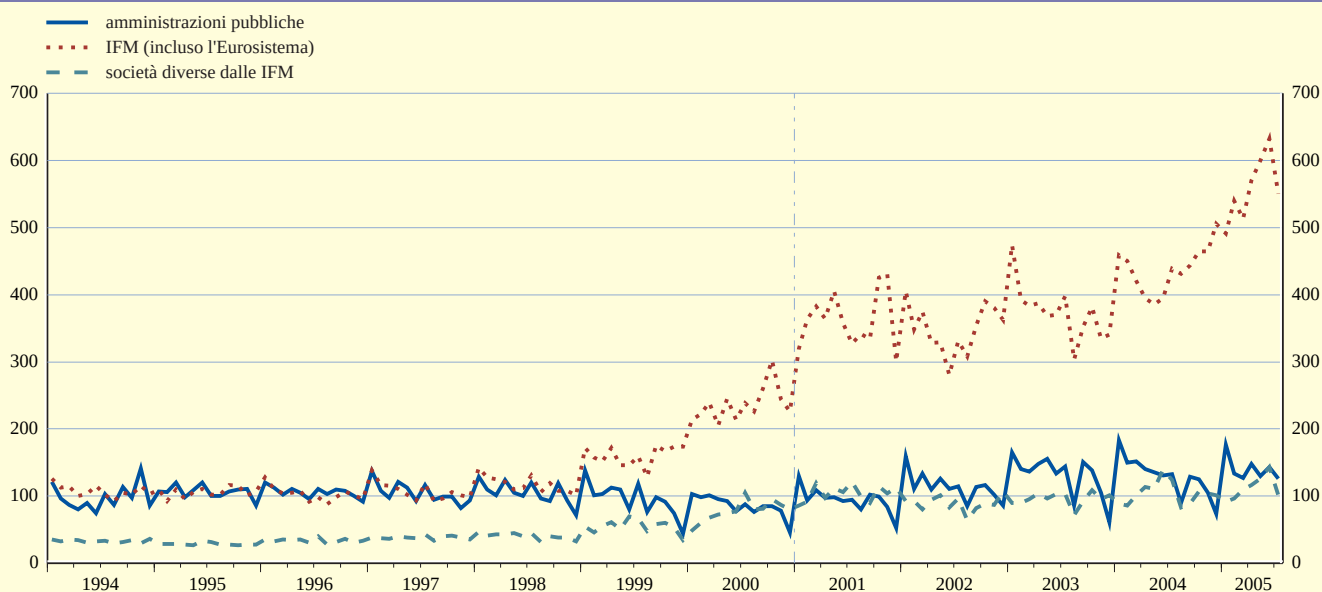
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento (miliardi di euro salvo diversa indicazione; valori nominali)

2. Emissioni lorde (transazioni nel periodo)

	Totale						A lungo termine ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni 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	909,8	1.478,8	87,4	1.284,8	414,2	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8.048,8	5.252,0	222,3	1.028,0	1.463,6	82,8	1.193,0	407,5	69,2	60,6	619,8	35,9
2004 3° trim.	1.960,3	1.313,4	40,9	255,5	334,2	16,3	247,9	86,6	9,2	14,0	131,9	6,1
4° trim.	2.051,0	1.434,1	84,3	228,4	283,9	20,4	258,7	92,7	25,6	14,7	117,1	8,5
2005 1° trim.	2.279,3	1.543,6	49,8	248,3	412,5	25,0	386,5	136,5	21,0	15,1	198,9	14,9
2° trim.	2.609,3	1.801,5	108,4	277,7	399,0	22,7	342,0	100,7	27,6	14,9	187,1	11,8
2005 apr.	834,3	569,9	31,4	84,9	140,0	8,0	105,0	29,9	7,1	3,5	60,8	3,8
mag.	856,3	599,7	29,0	97,2	126,3	4,1	97,4	24,3	5,6	2,9	63,4	1,1
giu.	918,8	631,8	48,0	95,6	132,7	10,6	139,6	46,4	15,0	8,5	62,8	6,9
lug.	777,6	549,9	13,1	88,1	119,0	7,5	93,5	23,7	2,9	4,3	59,2	3,3
	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	618,8	403,9	109,1	31,8	60,5	13,5
2004 3° trim.	1.554,7	1.118,9	10,8	230,4	185,9	8,7	136,5	95,3	20,8	10,2	8,6	1,6
4° trim.	1.601,9	1.222,9	12,0	204,7	154,7	7,5	175,1	105,0	46,6	7,4	11,7	4,4
2005 1° trim.	1.700,9	1.262,4	12,4	229,1	188,4	8,6	167,6	129,5	16,3	3,4	16,9	1,5
2° trim.	2.009,7	1.557,8	10,9	254,7	178,0	8,4	234,0	127,3	69,6	6,8	27,7	2,5
2005 apr.	653,1	501,8	4,2	79,2	65,2	2,8	68,4	33,4	20,2	1,6	11,8	1,5
mag.	691,4	537,3	3,5	91,8	56,0	2,8	61,0	34,0	19,8	2,1	4,8	0,2
giu.	665,1	518,6	3,3	83,7	56,8	2,8	104,6	59,9	29,6	3,1	11,1	0,8
lug.	632,4	489,9	3,1	80,9	55,7	2,8	43,7	31,4	7,1	1,8	2,1	1,3

F14 Emissioni lorde di titoli non azionari per settore emittente

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



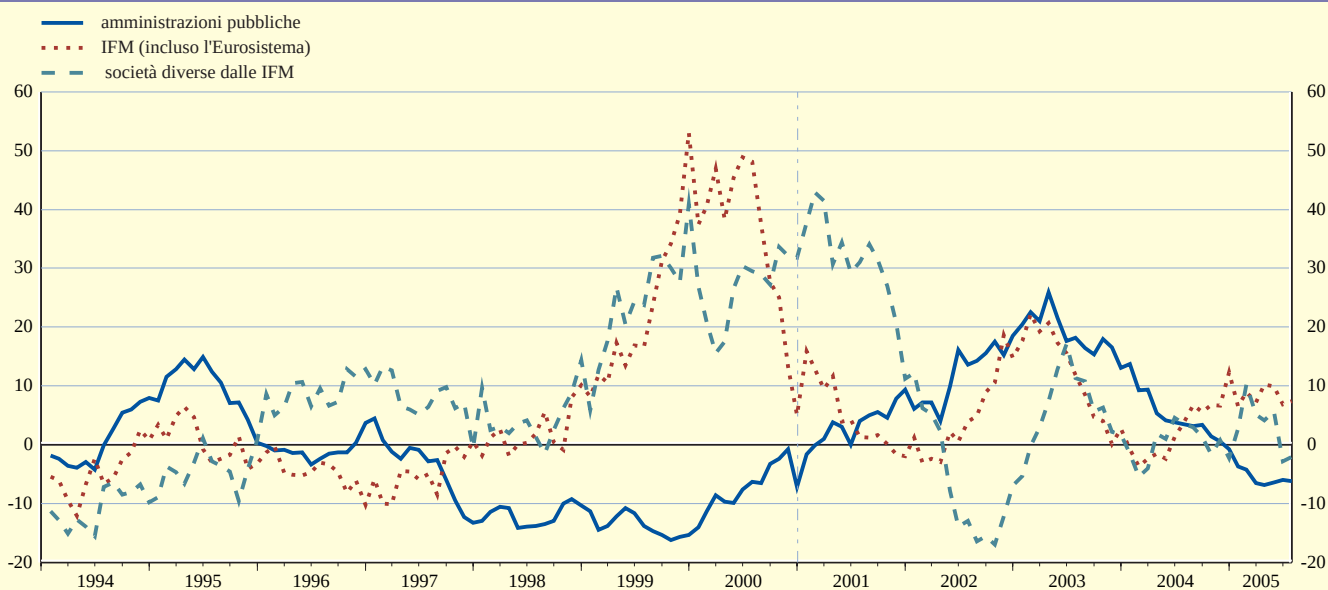
Fonte: BCE.

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'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammi- nistrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammi- nistrazioni 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	7,9	13,4	3,7	5,0	17,6	3,2	2,2	-9,6	0,9	4,9	29,9
2004 3° trim.	7,2	8,6	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	14,5	3,7	7,4	8,9	-1,0	0,5	66,9
2005 1° trim.	7,2	9,1	11,6	2,8	5,1	13,7	2,6	8,4	34,1	3,1	-4,3	35,4
2° trim.	7,3	8,9	17,2	4,5	4,5	12,0	1,6	9,0	43,6	1,6	-6,8	16,1
2005 feb.	7,4	9,4	11,1	3,0	5,3	13,0	3,3	8,9	45,7	8,3	-4,6	31,5
mar.	7,1	8,8	14,4	4,4	4,6	11,9	0,9	7,2	47,6	3,0	-7,0	36,2
apr.	7,5	9,0	15,8	5,4	4,7	12,7	2,1	10,2	46,3	1,9	-7,1	16,2
mag.	7,1	8,5	18,4	4,7	4,2	11,7	2,2	9,9	39,9	3,9	-6,6	11,9
giu.	7,7	9,6	20,0	2,7	4,6	11,1	0,1	6,8	41,6	-5,0	-6,2	7,8
lug.	7,3	9,3	18,8	1,5	4,3	12,7	0,4	7,4	40,9	-4,3	-6,3	-0,3
Euro												
2003	6,4	3,8	30,6	9,4	4,4	24,9	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	13,8	2,8	9,8	28,5	5,1	-4,2	33,2
2° trim.	7,0	7,7	20,8	4,6	4,5	12,3	1,8	10,8	39,8	3,7	-6,6	9,9
2005 feb.	6,9	7,8	14,3	2,6	5,2	13,1	3,5	10,3	41,2	10,5	-4,5	28,6
mar.	6,7	7,3	18,1	4,3	4,6	12,1	1,0	8,2	42,8	5,1	-6,8	39,2
apr.	7,1	7,6	19,3	5,4	4,8	12,9	2,1	11,8	42,6	3,9	-6,9	10,1
mag.	6,8	7,4	22,2	4,9	4,2	12,1	2,5	12,1	36,4	6,3	-6,6	3,4
giu.	7,5	8,7	23,6	2,6	4,5	11,5	0,4	8,8	38,2	-3,4	-6,0	-1,2
lug.	7,1	8,4	22,1	1,7	4,2	13,3	1,0	9,9	43,2	-1,9	-6,3	-3,2

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.

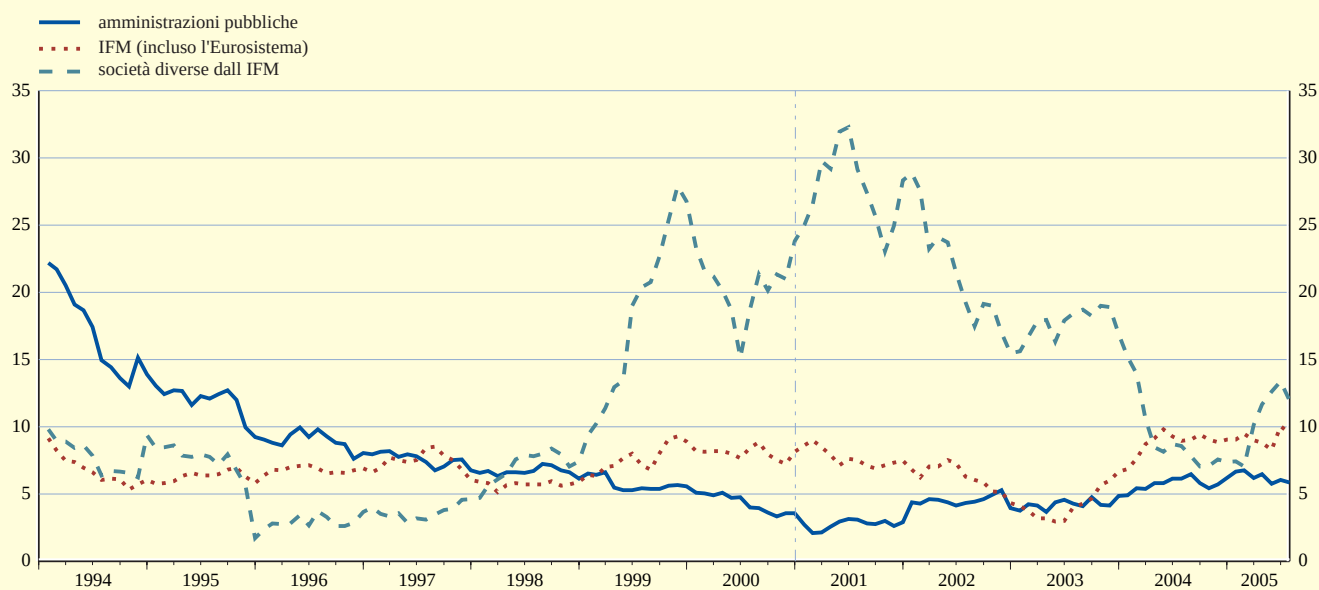
4.3 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	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	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,2	5,8	14,7	16,2	18,4	27,2	8,1	0,6	26,4
2004 3° trim.	4,9	3,1	3,5	1,2	6,2	13,5	17,6	19,1	27,1	18,2	3,3	25,1
4° trim.	4,3	2,4	2,6	0,7	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,0	2,3	18,7
2005 1° trim.	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	27,7	7,7	12,4
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,7	19,5	19,1	34,8	26,4	8,5	3,2
2005 feb.	4,9	2,9	3,6	-2,1	6,8	12,9	18,3	20,3	22,6	26,0	6,5	11,9
mar.	4,5	2,4	5,8	0,6	5,6	13,6	19,0	19,6	28,2	27,3	9,3	5,1
apr.	5,1	2,5	5,4	2,3	6,3	15,0	18,9	18,8	32,6	26,5	7,8	5,4
mag.	4,6	2,2	6,2	1,0	5,6	15,0	18,9	17,9	37,9	25,7	7,7	1,7
giu.	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,6	22,1	21,8	38,9	26,8	10,8	0,2
lug.	4,6	2,9	6,3	0,2	5,2	16,6	20,7	20,6	37,1	15,5	10,1	1,9
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,5	12,2	4,2	21,3	8,6	7,7	51,2	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	1,8	5,9	14,7	15,7	17,7	27,3	8,4	0,5	25,3
2004 3° trim.	4,7	1,2	7,5	-0,4	6,4	13,8	16,9	18,3	27,3	15,7	3,3	24,0
4° trim.	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,1	19,6	22,9	26,5	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,2	24,0	26,7	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,1	0,9	5,8	15,1	19,0	18,2	34,9	24,7	8,9	3,9
2005 feb.	4,5	0,4	7,5	-3,4	6,7	13,0	17,4	18,9	22,8	25,0	6,6	12,4
mar.	4,2	0,2	10,2	-0,1	5,6	13,8	18,1	18,0	28,4	26,7	9,7	5,3
apr.	4,8	0,2	9,2	1,9	6,4	15,4	18,2	17,7	32,8	24,5	8,2	5,6
mag.	4,2	0,1	10,3	0,5	5,6	15,4	18,6	17,1	38,0	23,7	8,1	2,8
giu.	4,5	0,9	11,5	0,5	5,4	15,1	22,0	21,4	38,7	25,1	11,4	1,2
lug.	4,2	0,9	10,0	-0,3	5,0	17,1	20,5	19,8	37,0	17,0	10,6	3,0

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)

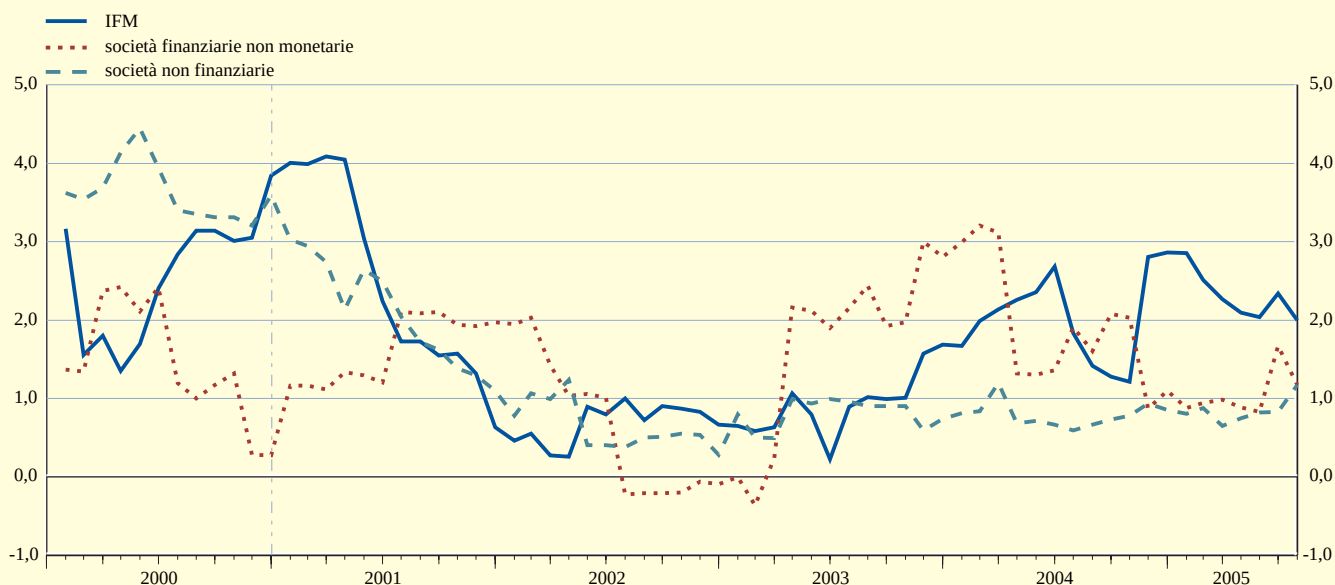
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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.	4.094,7	102,9	1,0	656,0	2,1	400,6	0,9	3.038,1	0,7
mag.	4.272,6	103,0	1,0	678,1	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
lug.	4.631,7	103,4	1,3	727,8	2,0	456,4	1,2	3.447,5	1,2

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⁾

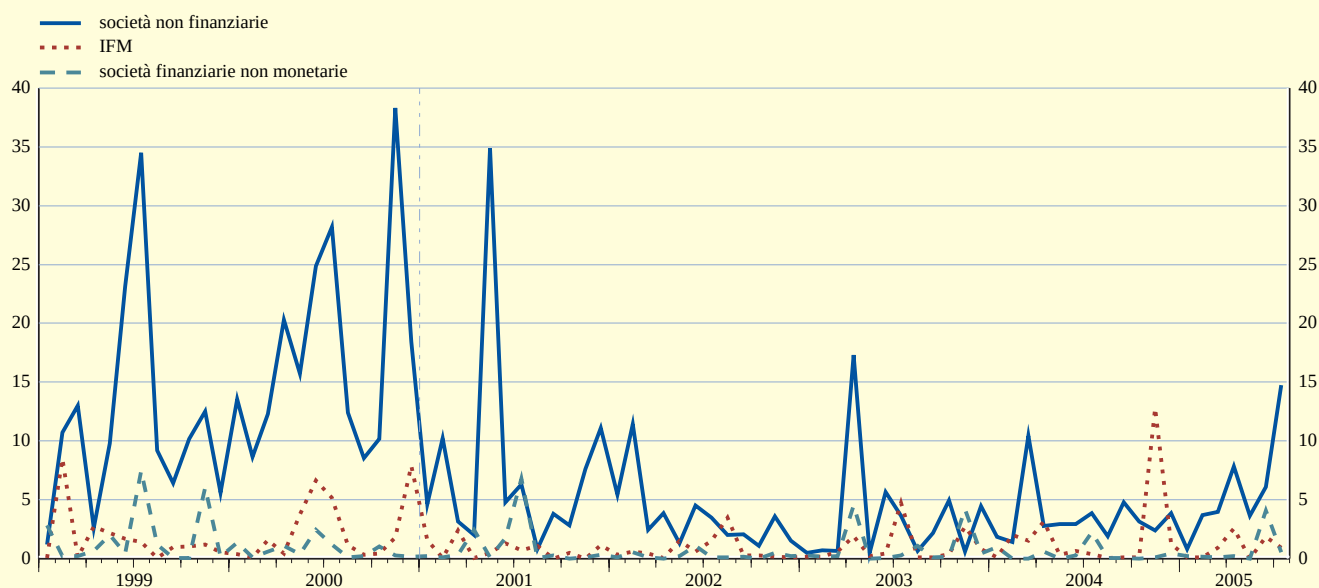
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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
lug.	16,2	6,5	9,7	0,9	2,9	-2,0	0,5	0,0	0,5	14,7	3,6	11,2

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 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.	0,69	1,95	2,21	2,20	2,17	2,38	0,91	2,01	2,05	3,57	2,00
lug.	0,68	1,94	2,01	2,19	2,15	2,34	0,94	2,01	2,21	2,97	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 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
lug.	9,52	6,67	6,61	7,96	7,80	3,33	3,70	4,06	4,05	3,87	3,88	4,53	4,30

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			Tasso variabile e fino a 1 anno		
		oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7
2004 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
lug.	5,12	3,85	4,41	4,09	2,96	3,55	3,78

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)

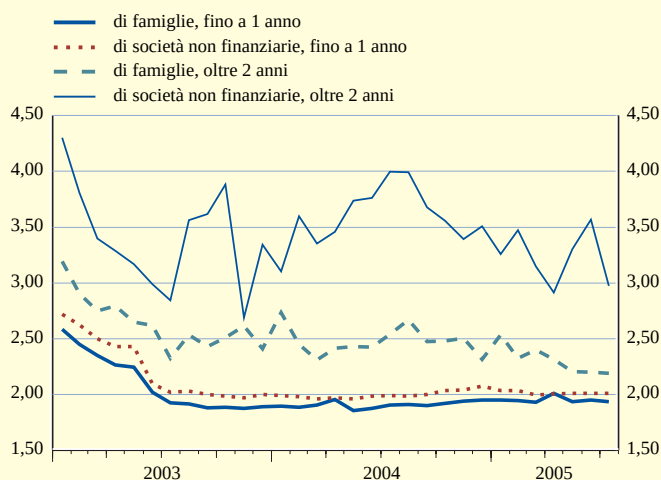
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{1) 2)}		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 ago. set. ott. nov. dic.	0,72	1,90	3,24	1,95	2,53	0,87	2,10	3,99	1,98
	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,10	3,89	1,98
	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02
2005 gen. feb. mar. apr. mag. giu. lug.	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,70	1,99
	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,10	3,50	2,00
	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,11	3,55	2,01
	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,50	1,97

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 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.	4,63	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35
lug.	4,58	4,29	4,64	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29

F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

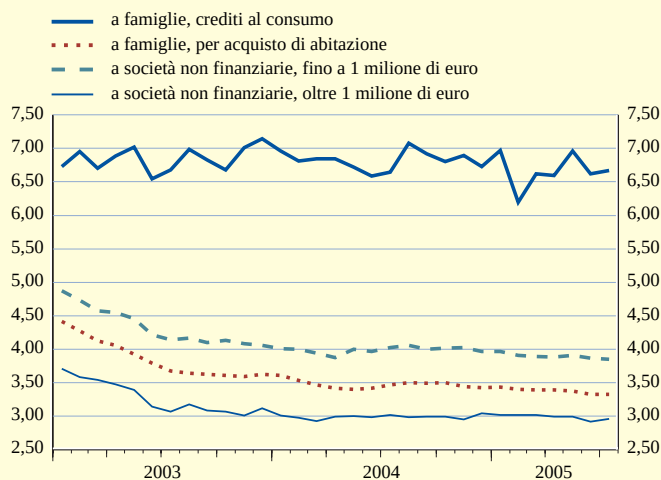
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

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)



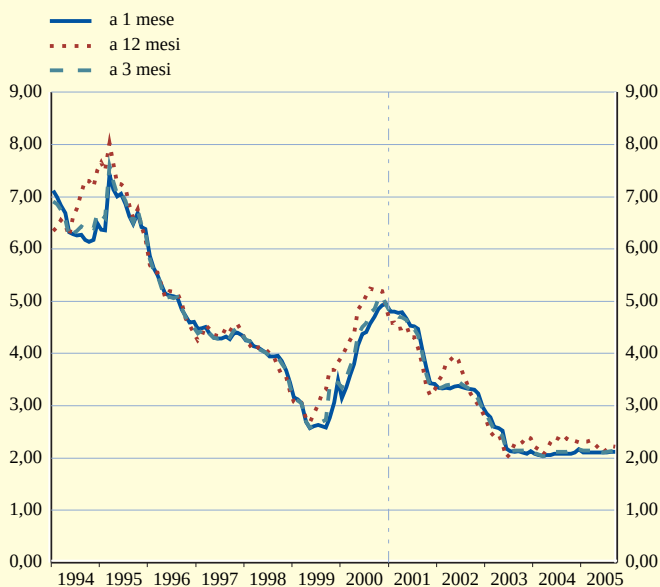
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
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 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
3° trim.	2,08	2,11	2,13	2,15	2,20	3,77	0,06
2004 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
set.	2,09	2,12	2,14	2,17	2,22	3,91	0,06

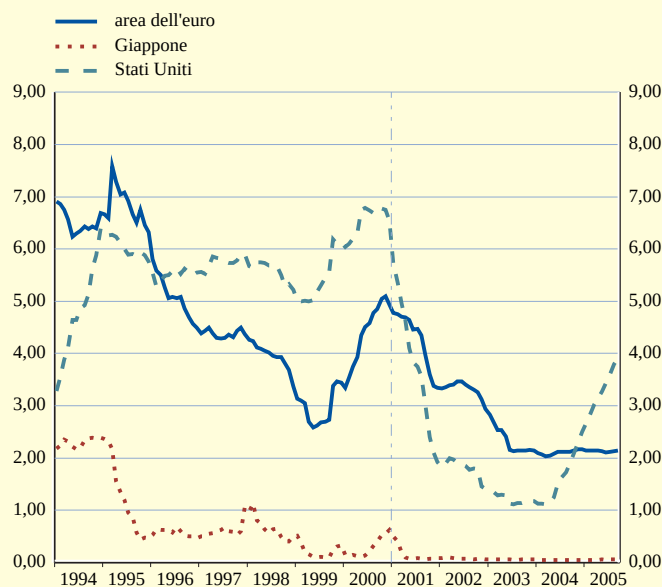
F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

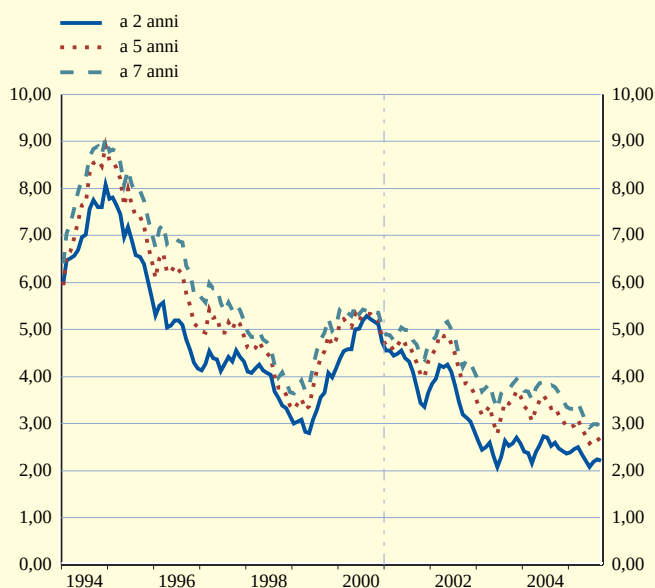
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
3° trim.	2,21	2,36	2,65	2,94	3,26	4,21	1,36
2004 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
set.	2,21	2,34	2,60	2,84	3,16	4,19	1,38

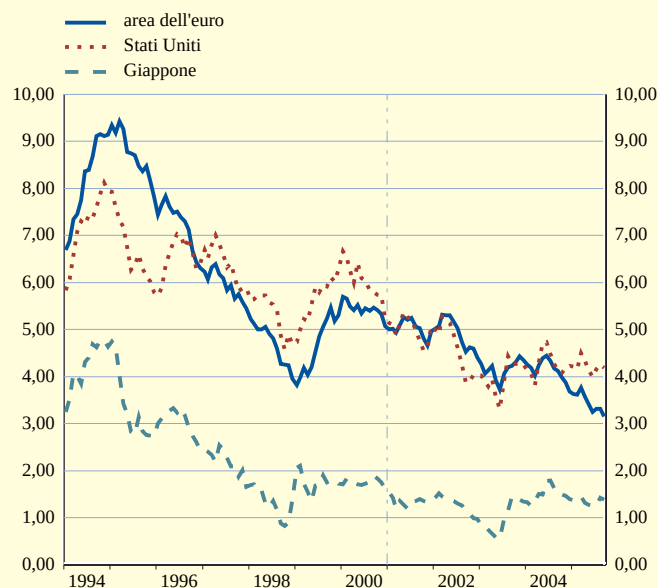
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

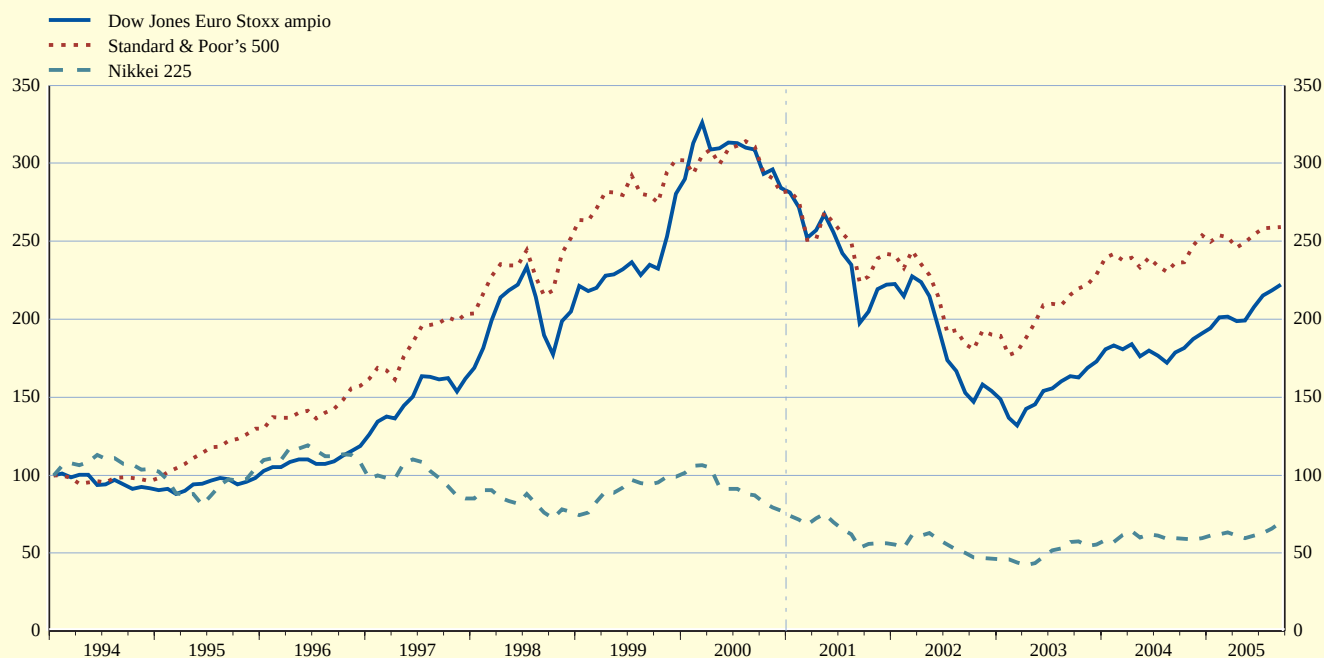
1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo 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										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Definizione ampia	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliero e estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 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
3° trim.	303,4	3.308,0	311,9	185,0	256,7	411,3	293,4	318,6	303,8	346,0	439,7	466,5	1.223,6	12.310,8
2004 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
set.	308,4	3.351,8	321,7	184,4	263,0	429,3	298,5	322,9	305,7	357,0	436,5	462,5	1.225,6	12.986,6

F25 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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	8,6	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	0,2	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 apr.	117,9	2,1	1,4	2,1	2,2	0,1	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	0,0	-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	-0,1	2,8	0,3
ago.	118,5	2,2	1,4	2,2	2,3	0,3	0,2	0,4	0,0	1,4	0,2
set. ²⁾		2,5									

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale ¹⁾	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,6	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	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 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.	1,5	1,7	1,1	2,6	0,0	11,6	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,5	3,0
set.												

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 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	3,5	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
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	33,5	11,6	50,9
2005 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	1,5	0,7	13,5	-	-	31,9	7,6	45,7
lug.	110,3	4,1	2,9	1,3	2,0	1,2	0,8	1,3	0,7	15,1	-	-	34,1	9,6	48,3
ago.	110,8	4,0	2,9	1,3	1,7	1,2	1,0	1,2	0,9	15,1	-	-	32,4	11,9	52,0
set.											-	-	33,9	13,2	52,0

3. Costo orario del lavoro⁷⁾

	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	103,8	3,8	4,0	3,2	3,8	3,6	3,7	2,6
2002	107,4	3,5	3,3	4,1	3,3	4,1	3,5	2,7
2003	110,7	3,1	2,9	3,8	3,1	3,7	3,0	2,4
2004	113,5	2,5	2,3	3,0	2,8	2,7	2,3	2,1
2004 2° trim.	113,2	2,5	2,4	2,7	2,7	2,5	2,4	2,2
3° trim.	113,9	2,4	2,3	2,7	2,5	2,7	2,4	2,0
4° trim.	114,6	2,3	1,9	3,3	2,7	2,1	2,0	2,1
2005 1° trim.	115,4	3,0	2,5	4,6	3,2	2,4	3,1	2,2
2° trim.	116,0	2,3	2,0	3,1	2,3	1,5	2,4	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.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	-7,9	-0,3	2,5	0,8	2,0	1,5
2004 1° trim.	107,0	1,1	-8,6	0,8	1,0	1,4	1,9	2,0
2° trim.	107,4	0,7	-8,6	-1,5	1,4	0,1	1,6	2,4
3° trim.	107,5	0,5	-6,5	-1,4	4,5	1,2	2,5	0,4
4° trim.	107,9	1,1	-8,0	0,8	3,0	0,4	2,0	1,5
2005 1° trim.	108,8	1,7	.	-0,1	5,5	0,6	2,7	2,3
	Redditi per occupato							
2001	102,5	2,5	0,6	2,9	3,5	2,6	0,9	2,8
2002	105,1	2,5	2,5	2,6	3,3	2,4	2,2	2,7
2003	107,5	2,3	1,0	2,7	2,5	1,9	1,9	2,5
2004	109,7	2,1	0,0	3,1	2,6	1,5	1,2	2,4
2004 1° trim.	109,0	2,4	-3,0	4,0	2,8	1,5	1,1	2,9
2° trim.	109,7	2,4	-0,4	3,3	2,3	1,2	1,1	3,6
3° trim.	109,9	1,7	3,3	2,6	3,1	1,7	1,6	1,2
4° trim.	110,3	1,8	0,2	2,5	2,3	1,7	1,0	1,9
2005 1° trim.	111,5	2,3	.	2,1	3,1	2,6	2,2	1,9
	Produttività del lavoro ²⁾							
2001	100,3	0,3	-0,8	1,4	0,3	1,2	-1,4	0,4
2002	100,4	0,1	1,6	1,5	-0,2	0,6	-1,2	-0,1
2003	100,9	0,5	-2,2	2,0	0,3	0,1	0,0	-0,1
2004	102,1	1,2	8,6	3,4	0,1	0,8	-0,8	0,8
2004 2° trim.	102,1	1,6	8,9	4,8	0,8	1,1	-0,5	1,2
3° trim.	102,2	1,2	10,5	4,0	-1,3	0,5	-0,9	0,8
4° trim.	102,2	0,7	8,9	1,7	-0,7	1,3	-1,0	0,5
2005 1° trim.	102,5	0,6	2,6	2,2	-2,3	2,0	-0,4	-0,4
2° trim.	102,5	0,4	1,7	2,1	-0,8	1,2	-0,5	-0,7

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
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
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
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	98,1	57,3	20,4	20,2	0,2	1,9	-	-
<i>A prezzi costanti (miliardi di ECU a prezzi 1995; dati destagionalizzati)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
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
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
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
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
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) Include le acquisizioni nette di oggetti di valore.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)						Consumi intermedi di SIFIM ¹⁾	Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
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
2002	6.612,3	155,8	1.399,1	374,0	1.397,5	1.809,6	1.476,4	230,9
2003	6.805,5	155,2	1.414,9	391,6	1.430,4	1.878,1	1.535,4	238,6
2004	7.052,4	157,1	1.458,7	414,3	1.476,9	1.948,6	1.596,8	242,5
2004 2° trim.	1.763,7	39,4	365,6	103,2	369,2	485,5	400,7	61,2
3° trim.	1.770,5	39,0	367,3	103,8	371,0	490,6	398,9	60,0
4° trim.	1.778,2	39,6	366,5	105,8	371,9	493,0	401,4	61,3
2005 1° trim.	1.795,4	38,9	371,7	106,2	375,3	497,8	405,4	62,1
2° trim.	1.809,8	39,1	374,5	108,8	373,9	503,3	410,1	63,1
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
3° trim.	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,4	0,3	0,1	-0,3
4° trim.	0,2	1,2	-0,5	0,5	0,5	0,3	0,2	0,8
2005 1° trim.	0,4	-1,6	0,5	-1,1	1,2	0,6	0,0	-0,1
2° trim.	0,4	0,4	0,6	1,7	-0,1	0,4	0,4	0,3
variazioni percentuali sul periodo corrispondente								
2001	1,9	-1,8	1,3	0,7	2,7	2,6	1,9	5,4
2002	1,0	-0,1	-0,2	-0,3	1,2	1,4	2,0	2,5
2003	0,6	-3,9	0,2	0,5	0,3	1,4	1,0	1,5
2004	2,2	8,0	2,5	1,7	2,1	2,1	1,6	4,4
2004 2° trim.	2,3	7,8	3,0	1,2	2,0	2,0	2,0	5,6
3° trim.	1,9	9,6	2,2	0,5	1,4	1,7	1,6	4,3
4° trim.	1,6	8,0	0,8	0,7	2,3	1,6	1,4	4,5
2005 1° trim.	1,5	0,8	1,1	-0,9	2,9	1,8	0,6	2,1
2° trim.	1,2	0,2	0,8	0,6	2,0	1,6	0,6	0,6
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						
	Industria manifatturi- era	Totale				Beni intermedi	Beni d'investi- mento	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	0,6	-0,1	0,7	2,5	0,1
2004 3° trim.	2,9	102,5	2,8	3,0	2,8	2,9	5,0	0,4	-0,5	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	-4,0
2° trim.	1,1	102,8	0,6	0,7	0,2	-0,3	1,8	0,6	-1,7	1,0	1,3	-0,5
2005 feb.	-1,1	102,2	0,5	0,1	-0,1	0,2	1,4	-0,6	-3,7	-0,1	2,2	-6,0
mar.	-1,7	102,2	0,1	-0,8	-1,0	-0,5	1,9	-1,8	-4,0	-1,4	2,0	-6,3
apr.	2,1	103,0	1,2	2,0	1,8	0,4	3,0	0,9	-0,5	1,2	0,2	-1,3
mag.	0,1	102,6	0,0	-0,4	-0,9	-0,6	0,4	0,7	-4,1	1,5	1,2	-1,4
giu.	1,2	103,0	0,5	0,4	-0,3	-0,9	2,0	0,3	-0,5	0,4	2,6	1,2
lug.	.	103,2	0,6	-0,1	-0,2	-0,2	2,0	0,2	-2,2	0,7	2,4	.
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)											
2005 feb.	-1,5	-	-0,5	-1,1	-1,1	-1,4	-0,5	-0,9	-0,1	-1,0	3,8	-3,8
mar.	-0,6	-	-0,1	-0,4	-0,4	-0,9	1,3	-0,4	-0,4	-0,4	1,1	-1,6
apr.	2,4	-	0,8	1,9	1,8	1,2	0,0	1,6	2,2	1,5	-5,1	3,7
mag.	-0,6	-	-0,4	-1,1	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3	-2,0	0,0	2,3	-0,2
giu.	0,4	-	0,4	0,6	0,4	0,0	1,1	-0,2	1,4	-0,4	1,6	2,0
lug.	.	-	0,2	-0,1	0,2	0,8	0,1	0,2	-0,6	0,3	-0,1	.

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						Migliaia ²⁾ (dest.)	Totale
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari					
								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	98,4	-0,4	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,3	1,2	-0,4	-1,9	-1,9	925	-4,4
2003	98,4	0,2	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,4	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,2	8,1	105,9	4,9	1,7	103,0	0,9	0,8	0,9	0,8	2,5	922	1,1
2004 3° trim.	104,9	7,2	106,6	5,6	1,5	103,0	0,7	0,3	1,0	1,7	2,2	904	-3,4
4° trim.	110,8	9,7	107,2	5,1	1,8	103,2	1,1	1,1	0,9	1,2	2,1	941	3,6
2005 1° trim.	106,2	3,0	106,7	2,5	1,9	104,0	1,1	1,0	1,1	0,3	0,7	922	0,4
2° trim.	108,5	1,3	110,2	4,2	1,5	103,6	0,5	0,0	0,7	0,5	1,2	937	1,0
2005 mar.	104,9	-0,5	107,0	-0,4	2,5	103,9	1,5	1,5	1,6	3,6	0,6	931	1,7
apr.	107,5	1,8	110,7	4,2	0,3	102,7	-0,8	-2,1	0,0	0,3	0,2	939	1,0
mag.	107,4	-3,4	107,8	4,9	3,0	104,0	2,1	1,7	2,1	1,6	2,4	893	-4,2
giu.	110,7	5,3	112,1	3,6	1,2	104,0	0,3	0,4	0,1	-0,5	1,1	979	6,1
lug.	109,4	1,7	107,0	0,6	0,5	103,5	-0,2	-1,4	0,4	-0,2	1,3	938	3,0
ago.	.	.	.	.	2,2	104,4	2,0	1,2	2,9	.	.	927	7,4
	variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)												
2005 mar.	-	-0,5	-	0,3	-0,1	-	0,1	-0,1	0,4	1,7	0,3	-	2,2
apr.	-	2,5	-	3,5	-0,1	-	-1,1	-2,0	-0,5	0,2	0,1	-	0,8
mag.	-	-0,1	-	-2,6	0,8	-	1,2	2,2	0,6	-1,3	0,7	-	-4,8
giu.	-	3,1	-	4,0	0,1	-	0,0	-0,2	0,1	1,1	0,3	-	9,6
lug.	-	-1,2	-	-4,6	-0,5	-	-0,5	-0,8	-0,2	0,0	-0,2	-	-4,2
ago.	-	.	-	.	0,6	-	0,9	0,8	1,1	.	.	-	-1,1

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	100,7	-9	-15	13	1	82,7	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,3	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2004 3° trim.	100,6	-4	-13	8	9	82,1	-14	-4	-14	30	-8
4° trim.	100,9	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6
2005 1° trim.	99,0	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
2° trim.	96,3	-10	-20	13	3	81,1	-14	-3	-16	31	-7
3° trim.	98,0	-8	-18	11	6	.	-15	-5	-18	30	-7
2005 apr.	96,5	-10	-19	13	4	81,1	-13	-3	-14	29	-8
mag.	96,1	-11	-21	14	2	-	-15	-4	-17	31	-7
giu.	96,3	-10	-21	12	4	-	-15	-4	-17	33	-7
lug.	97,5	-8	-18	11	4	81,2	-15	-4	-19	30	-9
ago.	97,8	-8	-18	11	6	-	-15	-5	-18	31	-7
set.	98,6	-7	-17	10	6	-	-15	-5	-16	30	-7

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	-9	-15	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-18	-25	-11	-17	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-19	-26	-13	-12	-16	17	-3	2	-6	1	12
2004	-15	-23	-7	-8	-12	14	1	12	7	10	18
2004 3° trim.	-14	-22	-6	-8	-10	14	0	12	8	11	17
4° trim.	-12	-19	-5	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 1° trim.	-12	-16	-7	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2° trim.	-12	-18	-6	-8	-13	13	1	9	1	8	17
3° trim.	-9	-16	-2	-9	-12	14	0	11	4	11	17
2005 apr.	-12	-19	-5	-8	-12	14	1	8	1	6	18
mag.	-12	-17	-7	-8	-13	11	1	10	1	11	16
giu.	-13	-19	-6	-9	-16	14	2	9	1	8	17
lug.	-12	-18	-5	-10	-14	15	-3	12	5	11	18
ago.	-9	-16	-2	-9	-11	14	-1	9	-1	11	18
set.	-7	-14	0	-8	-12	15	5	11	7	10	16

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	18,1	7,3	25,0	15,2	29,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,429	1,5	1,7	0,2	-0,6	0,1	0,7	1,7	4,2	1,4
2002	135,422	0,7	0,9	0,1	-1,5	-1,6	0,1	0,6	2,6	2,0
2003	135,774	0,3	0,3	0,3	-1,9	-1,5	0,1	0,3	1,3	1,2
2004	136,550	0,6	0,5	1,1	-0,7	-1,7	1,1	0,9	2,5	0,8
2004 2° trim.	136,272	0,5	0,4	1,0	-0,8	-1,7	0,7	0,8	2,7	0,7
3° trim.	136,573	0,6	0,4	1,5	-0,2	-1,8	2,1	0,8	2,4	0,8
4° trim.	136,812	0,8	0,7	1,3	-0,6	-0,9	1,7	1,1	2,5	0,9
2005 1° trim.	136,899	0,8	0,7	1,1	-1,5	-1,2	2,2	0,9	2,3	1,0
2° trim.	137,233	0,7	0,7	0,8	-1,4	-1,4	1,6	0,7	2,1	1,3
variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)										
2004 2° trim.	0,313	0,2	0,1	0,7	-0,2	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1
3° trim.	0,301	0,2	0,0	1,3	0,1	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,2
4° trim.	0,239	0,2	0,2	0,1	-0,4	0,2	-0,4	0,1	0,5	0,3
2005 1° trim.	0,087	0,1	0,2	-0,9	-1,2	-0,9	0,1	0,1	0,8	0,5
2° trim.	0,334	0,2	0,2	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,1	0,2	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.	12,889	8,9	9,711	7,6	3,178	18,1	6,151	7,6	6,738	10,6
3° trim.	12,895	8,9	9,757	7,6	3,138	18,0	6,151	7,5	6,744	10,6
4° trim.	12,857	8,8	9,760	7,6	3,097	17,9	6,260	7,7	6,597	10,3
2005 1° trim.	12,843	8,8	9,596	7,5	3,247	18,5	6,206	7,6	6,637	10,4
2° trim.	12,698	8,7	9,623	7,5	3,075	17,7	6,167	7,5	6,532	10,2
2005 mar.	12,863	8,8	9,590	7,5	3,273	18,7	6,236	7,6	6,627	10,4
apr.	12,831	8,8	9,668	7,5	3,164	18,1	6,222	7,6	6,610	10,3
mag.	12,654	8,7	9,655	7,5	2,999	17,3	6,162	7,5	6,492	10,1
giu.	12,609	8,6	9,548	7,4	3,062	17,6	6,116	7,5	6,493	10,1
lug.	12,461	8,5	9,560	7,4	2,901	16,9	6,036	7,4	6,424	10,0
ago.	12,599	8,6	9,650	7,5	2,949	17,1	6,243	7,6	6,357	9,9

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

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	51,4	47,6	11,1	4,8	5,7	26,0	23,0	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,8
1997	50,1	46,5	11,0	4,8	5,1	25,7	22,9	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,0
1998	49,2	45,4	10,7	4,7	4,7	25,4	22,4	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,5
1999	48,7	44,8	10,6	4,8	4,1	25,3	22,3	2,0	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,6
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	44,1	10,4	4,8	3,9	25,1	22,0	1,9	0,5	4,0	2,6	1,5	0,0	44,3
2002	48,2	44,4	10,5	4,9	3,6	25,3	22,5	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7
2003	48,7	44,7	10,6	5,0	3,4	25,7	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,3
2004	48,0	44,1	10,5	4,9	3,2	25,4	22,6	1,8	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,7

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	Consumi pubblici ⁴⁾							Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni 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)			
	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	-2,7	-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	-2,3	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,8	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,3	11,5	
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	11,5	
2000	-1,0	-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	-1,9	-1,7	-0,4	0,0	0,3	2,0	19,9	10,4	4,8	5,1	1,8	2,3	8,2	11,7	
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	1,0	20,3	10,5	4,9	5,2	1,8	2,3	8,3	12,0	
2003	-3,0	-2,3	-0,5	-0,2	0,0	0,4	20,5	10,6	5,0	5,3	1,8	2,3	8,4	12,2	
2004	-2,7	-2,4	-0,3	-0,3	0,2	0,5	20,4	10,5	4,9	5,2	1,8	2,2	8,2	12,1	

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	-2,9	-6,1	-0,5	-1,6	0,8	-3,2	6,1	-0,2	0,1	-4,2	5,2
2002	0,0	-3,8	-4,9	-0,3	-3,2	-0,4	-2,7	2,1	-2,0	-0,4	-2,8	4,3
2003	0,1	-4,1	-5,7	0,0	-4,2	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,6	1,4	-3,2	-0,6	-2,1	-1,0	-3,0	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	74,2	2,8	17,6	8,0	45,8	58,7	30,3	10,3	18,1	15,5
1996	75,6	2,8	17,1	7,9	47,7	59,2	31,0	12,0	16,2	16,4
1997	74,7	2,8	16,2	6,6	49,2	56,9	29,5	13,4	14,1	17,8
1998	73,3	2,8	15,1	5,7	49,8	53,5	27,7	14,3	11,5	19,8
1999	72,5	2,9	14,3	4,3	51,0	49,5	26,5	11,4	11,6	23,0
2000	70,1	2,7	13,2	3,7	50,5	44,9	23,4	10,4	11,1	25,2
2001	68,8	2,7	12,5	3,9	49,7	42,8	21,9	9,8	11,0	26,0
2002	68,7	2,7	11,9	4,5	49,6	40,3	20,5	8,9	11,0	28,4
2003	70,1	2,1	12,5	4,9	50,6	39,9	21,0	9,5	9,4	30,2
2004	70,5	2,2	12,0	4,8	51,5	39,4	20,1	9,8	9,5	31,0

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	74,2	61,9	5,6	5,9	0,8	13,0	61,2	6,2	18,7	26,7	28,8	72,0	2,2
1996	75,6	63,3	5,9	5,8	0,5	12,3	63,2	5,9	20,1	26,2	29,3	73,4	2,2
1997	74,7	62,6	6,1	5,4	0,6	11,0	63,7	5,5	19,4	26,0	29,4	72,5	2,2
1998	73,3	61,5	6,1	5,3	0,4	9,3	64,0	5,8	16,8	27,0	29,5	71,2	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	27,9	29,4	70,6	1,9
2000	70,1	58,9	6,0	5,0	0,3	8,1	61,9	3,4	15,1	28,5	26,6	68,3	1,8
2001	68,8	57,6	6,2	4,8	0,3	8,6	60,2	2,1	15,6	26,5	26,7	67,3	1,5
2002	68,7	57,2	6,4	4,8	0,3	8,9	59,8	1,9	16,5	25,3	26,9	67,4	1,3
2003	70,1	57,7	6,7	5,2	0,6	9,0	61,1	1,8	15,4	26,5	28,2	69,0	1,0
2004	70,5	58,1	6,8	5,2	0,4	9,8	60,7	0,8	15,6	26,9	28,0	69,5	0,9

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	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,4	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,0	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	95,7	66,4	109,3	46,9	65,1	29,8	106,5	6,6	53,1	64,3	59,4	45,1

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	4,3	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,1	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,4	-0,1	-0,4	1,8	2,1
1998	1,8	2,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	2,7	-1,0	-0,5	1,5	2,8
1999	2,0	1,6	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,2	-1,2	3,1	-1,9	-0,1	-2,3	3,9
2000	1,0	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,1	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,7	-0,6	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	1,0	0,5	2,3	0,6	1,1	0,8	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	2,9	1,1	-0,1	0,7	2,0

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	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	0,0	-0,1	0,0	-0,3
1997	2,0	-2,7	-0,7	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,4	0,2	-0,4	-0,2
1998	1,8	-2,3	-0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
1999	2,0	-1,3	0,7	0,0	0,6	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,1	1,1	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	-1,9	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1
2003	3,1	-3,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2

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.	50,1	49,5	13,8	14,1	16,6	3,0	1,1	0,6	0,3	44,7
2002 1° trim.	42,8	42,3	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	49,3	13,7	14,3	16,5	3,0	0,9	0,7	0,3	44,8
2003 1° trim.	42,7	42,2	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.	43,8	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	41,7	9,7	13,1	15,6	1,7	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	49,3	13,2	14,7	16,5	2,9	0,8	1,0	0,4	44,9
2005 1° trim.	42,8	42,2	10,2	13,2	15,6	1,5	0,7	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.	46,1	42,7	10,2	4,1	4,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,0	1,5	-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	24,7	21,3	1,5	3,8	2,5	1,3	-2,8	1,2
4° trim.	51,9	46,8	11,1	5,7	3,7	26,4	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	-0,1
2° trim.	47,6	44,1	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	25,5	21,8	1,5	3,8	2,5	1,3	-3,4	0,2
4° trim.	51,8	47,2	11,2	5,7	3,4	26,9	23,0	1,6	4,6	2,9	1,7	-1,8	1,6
2003 1° trim.	47,2	43,7	10,4	4,4	3,6	25,3	21,8	1,2	3,6	1,9	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	-1,4	2,1
3° trim.	48,0	44,2	10,4	4,8	3,4	25,6	22,0	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,2	-0,8
4° trim.	52,1	47,1	11,2	5,7	3,2	27,1	23,2	1,5	5,0	3,3	1,7	-1,9	1,3
2004 1° trim.	47,0	43,5	10,4	4,4	3,3	25,3	21,8	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,7	-1,4
2° trim.	47,4	43,9	10,6	4,8	3,2	25,3	21,8	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	47,0	43,5	10,1	4,6	3,3	25,5	21,9	1,4	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,3
4° trim.	51,7	46,5	11,1	5,7	3,1	26,7	23,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-1,3	1,8
2005 1° trim.	46,9	43,4	10,4	4,4	3,3	25,3	21,6	1,1	3,5	1,9	1,6	-4,1	-0,9

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)

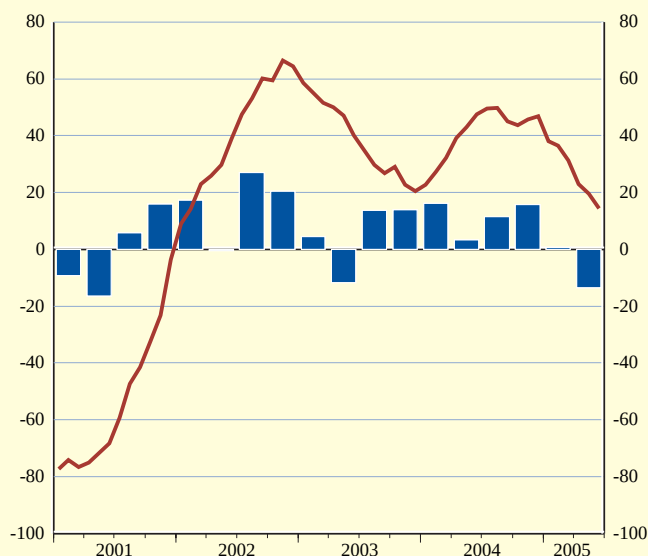
1. Bilancia dei pagamenti: principali voci

	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.	-13,6	19,8	8,3	-26,0	-15,7	3,9	-9,7	34,9	-11,5	114,3	4,8	-75,4	2,7	-25,2
2004 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.	-0,5	8,6	3,2	-6,1	-6,3	1,9	1,4	16,5	-9,9	102,6	5,1	-82,1	0,9	-17,9
lug.	0,2	9,1	3,4	-6,7	-5,6	0,9	1,0	-2,9	-80,1	73,7	0,5	0,8	2,3	1,8
flussi cumulati sui 12 mesi														
2005 lug.	6,3	73,5	26,3	-34,4	-59,1	14,7	21,0	61,8	-151,5	265,7	-8,5	-59,4	15,5	-82,8

F26 Saldi di conto corrente

(miliardi di euro)

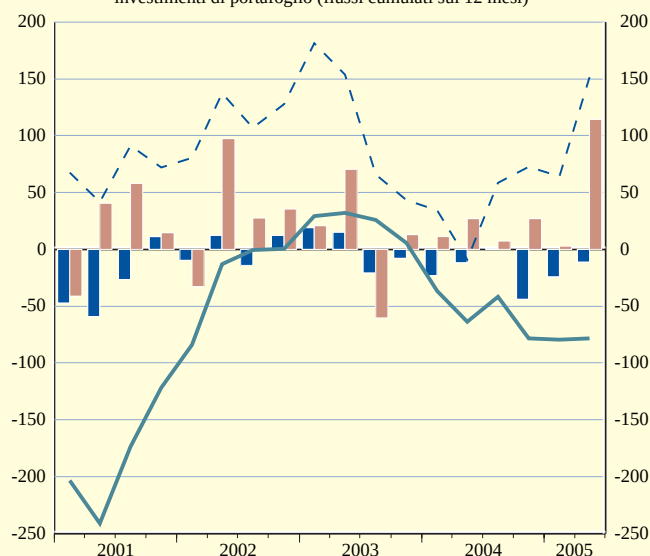
■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



F27 Investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro)

■ investimenti diretti (flussi trimestrali)
■ investimenti di portafoglio (flussi trimestrali)
— investimenti diretti (flussi cumulati sui 12 mesi)
— investimenti di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

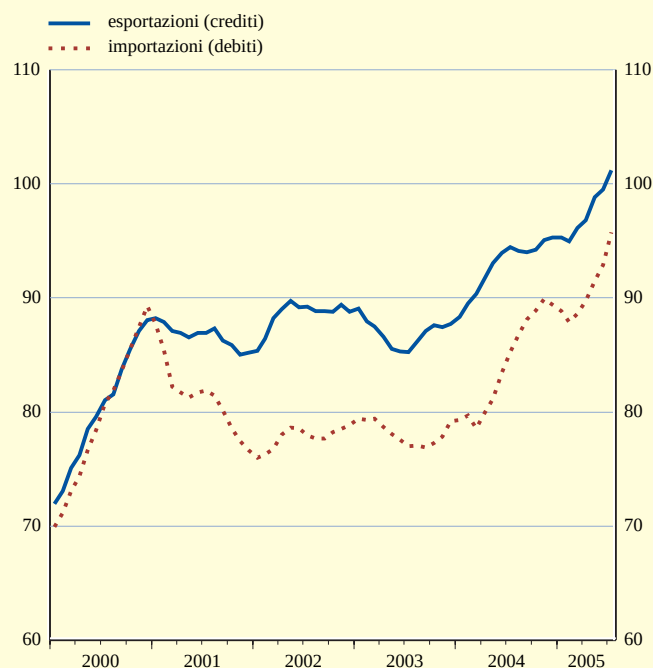
(miliardi di euro; transazioni)

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.	489,9	503,4	-13,6	306,6	286,8	89,5	81,1	77,4	103,3	16,5	32,2	5,4	1,5
2005 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.	170,3	170,8	-0,5	106,5	97,8	32,1	28,9	26,2	32,3	5,5	11,7	2,4	0,4
lug.	166,7	166,5	0,2	103,5	94,3	35,2	31,9	22,9	29,6	5,1	10,7	1,3	0,5
	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.	479,8	478,1	1,7	298,5	278,7	87,3	82,8	72,2	83,3	21,8	33,4	.	.
2004 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.	159,4	160,4	-1,0	99,9	93,4	30,1	28,7	22,5	26,9	6,9	11,4	.	.
lug.	164,8	170,7	-5,9	102,6	100,4	31,7	29,9	23,9	30,0	6,6	10,4	.	.

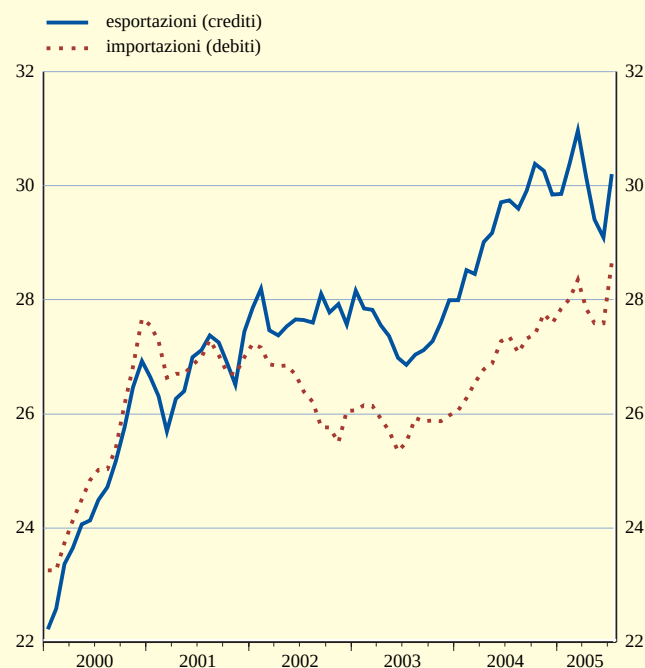
F28 Conto dei beni

(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	
	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		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.	-29,5	-23,1	-2,7	-20,4	-6,4	0,0	-6,4	18,0	4,9	0,7	4,2	13,2	0,2	13,0
2004 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.	-22,3	-19,5	-0,8	-18,7	-2,8	0,0	-2,8	12,4	-1,8	0,2	-2,0	14,2	0,0	14,2
lug.	-82,5	-75,0	-2,7	-72,2	-7,5	0,0	-7,5	2,4	3,9	0,2	3,8	-1,6	0,0	-1,6

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		
	Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Ammini-strazioni 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	-14,0	.	36,5	-0,7	-32,6	-42,6	.	162,5	-0,4	-11,6	-3,0	.	-2,2
2004 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	-0,1	-	57,3	0,3	-8,7	-20,7	-	75,8	-0,1	4,0	0,5	-	-10,3
lug.	-0,1	-3,5	-11,1	-	104,8	0,3	-1,8	-17,3	-	1,2	-0,6	0,4	-1,1	-	2,4

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche			IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori		
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Banconote, monete e depositi	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività	Banconote, monete e depositi
								Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività			
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	83,1	-1,2	0,6	-8,9	-10,0	-1,8	-97,6	42,2	-20,9	24,0	-76,7	18,2	-50,9	11,6	42,0
2004 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	-53,8	-0,5	0,9	-3,0	-6,1	-0,1	-18,7	-69,1	-5,9	13,0	-12,8	-82,1	-6,1	6,5	14,5
lug.	-39,7	40,4	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,3	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-4,6	-4,8	-0,8

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	Obbliga- zioni 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.

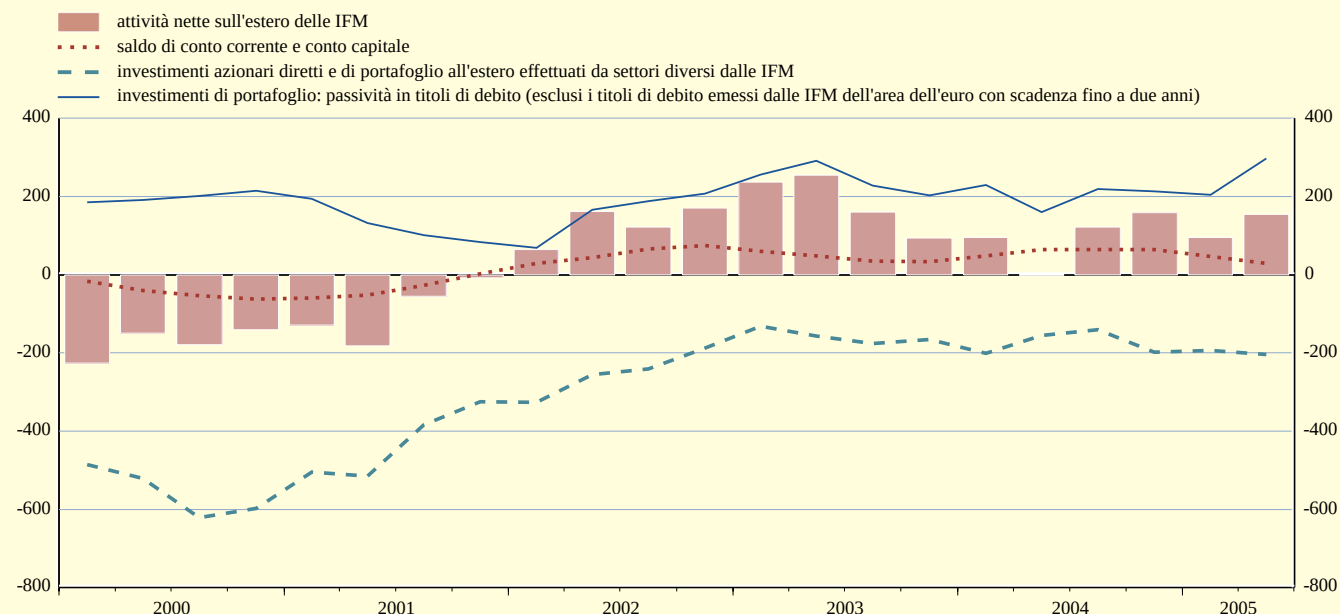
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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		Attività istituzioni diverse dalle IFM	Passività istituzioni diverse dalle IFM				
					Azioni ¹⁾	Titoli di debito ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	-26,5
2° trim.	-9,7	-26,8	17,8	-59,6	10,6	165,6	-59,8	40,2	4,8	-25,2	57,9	59,8
2004 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	20,5
nov.	5,7	-12,3	19,6	-11,0	27,3	4,2	-7,1	10,1	1,5	-34,1	3,9	10,3
dic.	12,0	-30,2	0,5	-10,8	34,9	-0,6	12,2	-8,2	-2,2	11,4	19,0	26,4
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	-22,7
apr.	-9,8	-11,0	7,3	-14,9	-57,2	59,0	-21,6	26,4	-0,6	27,6	5,1	2,1
mag.	-1,3	5,6	-1,8	-24,4	14,2	30,8	-29,0	-0,6	0,4	-34,9	-41,1	-39,4
giu.	1,4	-21,5	12,4	-20,2	53,6	75,8	-9,2	14,4	5,1	-17,9	93,9	97,1
lug.	1,0	-79,8	2,4	-29,5	111,8	2,3	-5,2	-0,5	0,5	1,8	4,9	6,5
	transazioni cumulate sui dodici mesi											
2005 lug.	21,0	-211,2	76,4	-219,0	258,4	310,6	-114,3	92,1	-8,5	-82,8	122,6	162,1

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)

	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					
dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	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)

	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						
dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	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)

	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							
dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	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)

	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								
dal 2° trim. 2004 al 1° trim. 2005	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)

	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								
2003	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	0,0	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'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Totale	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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				Passività	Strumenti di debito									
	Attività					Obbligazioni e notes					Strumenti di mercato monetario				
						Attività				Passività	Attività				Passività
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori				Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori				Ammini- strazioni 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:		
				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 nete predefinite a breve termine di valuta estera	
	Totale	Oro monetario				Totale	Banconote, monete e depositi presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Titoli			Strumenti finanziari derivati				
		Totale	In milioni di once						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 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
ago.	295,6	135,2	380,520	4,2	14,2	142,0	9,1	29,1	104,1	-	-	-	-0,3	0,0	24,0	-18,1
	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 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
ago.	39,5	8,2	23,145	0,2	0,0	31,1	2,3	6,7	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,2

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.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:		12	13
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	6,1	-0,7	1.062,7	506,0	235,2	289,2	932,4	1.016,7	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	984,5	559,5	163,2	234,3	717,8	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,2	500,8	222,8	300,4	925,3	989,6	553,9	164,2	240,9	715,9	109,0
2004	8,7	9,0	1.145,8	540,9	242,4	310,2	988,4	1.072,4	597,1	179,2	252,4	760,7	128,2
2004 1° trim.	4,8	0,0	278,3	131,0	59,1	76,0	241,6	254,0	138,4	42,2	62,6	183,3	26,3
2° trim.	11,9	9,3	286,8	134,7	60,1	78,8	246,2	263,4	145,9	44,9	62,6	186,5	29,3
3° trim.	8,9	14,5	288,8	137,2	60,9	78,0	249,2	276,0	155,9	45,2	63,1	193,3	36,2
4° trim.	8,9	12,5	291,9	138,1	62,3	77,3	251,5	279,1	156,9	46,9	64,0	197,6	36,5
2005 1° trim.	3,6	8,9	291,9	137,5	61,8	77,3	255,3	278,5	154,8	44,8	63,5	197,1	36,0
2° trim.	6,5	10,9	301,7	142,2	63,2	80,2	258,1	291,0	162,5	48,0	64,2	201,0	39,8
2005 feb.	3,9	8,4	96,8	45,6	20,3	25,5	83,5	91,9	50,4	14,6	20,9	65,2	11,0
mar.	0,8	7,7	97,8	46,0	20,8	26,0	85,9	94,0	53,9	15,1	21,5	66,5	13,7
apr.	5,0	10,9	99,6	47,3	20,9	26,3	85,7	96,5	53,5	16,4	21,1	66,4	13,4
mag.	7,5	13,5	101,2	47,4	20,9	26,6	86,8	97,6	54,7	15,6	21,7	67,7	13,0
giu.	7,0	8,4	100,9	47,5	21,3	27,3	85,6	97,0	54,3	16,1	21,4	66,9	13,4
lug.	3,6	10,5	101,8	47,0	22,1	27,4	88,8	100,9	56,3	16,4	22,8	71,0	13,8
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,6	107,8	105,4	99,1	99,3	96,3	100,6	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	115,0	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	114,8	109,3	102,0	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,6	6,3	117,9	113,9	118,7	118,6	117,2	107,7	102,6	105,7	116,7	106,1	104,5
2004 1° trim.	7,7	4,9	116,0	112,3	116,2	117,2	115,7	106,3	101,6	99,7	116,6	103,7	101,5
2° trim.	11,4	6,1	117,9	113,7	117,5	120,1	116,7	106,5	101,6	105,0	116,0	104,1	99,3
3° trim.	7,6	8,2	117,9	114,7	118,5	119,0	117,5	108,7	104,1	105,9	115,9	106,9	113,0
4° trim.	7,6	6,0	119,7	115,0	122,6	118,2	118,9	109,6	103,0	112,0	118,3	109,7	104,3
2005 1° trim.	1,5	2,6	119,1	113,6	121,8	117,8	120,0	109,9	102,4	108,5	116,9	109,3	106,3
2° trim.	4,7	4,8	122,0	116,3	124,1	121,3	120,8	111,1	102,6	114,8	117,9	110,8	101,4
2005 feb.	1,5	2,2	118,8	113,0	120,0	116,6	118,0	108,8	99,7	106,0	115,7	108,4	97,4
mar.	-1,3	0,0	119,2	113,2	123,5	118,4	120,7	109,7	104,2	109,0	118,7	110,1	112,3
apr.	3,1	3,9	121,1	116,0	123,1	119,9	120,3	111,3	101,8	118,4	117,0	110,6	102,4
mag.	6,2	8,6	123,2	117,1	123,6	120,9	122,2	113,2	105,5	112,4	119,4	112,2	105,2
giu.	4,9	2,0	121,6	115,7	125,6	123,1	119,9	108,9	100,4	113,6	117,2	109,6	96,7
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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	102,8	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	96,9	96,4	94,4	99,5	96,2	97,2	98,4	92,6	97,9	96,2	99,6
2004 1° trim.	-2,7	-4,6	95,7	94,8	94,0	98,8	95,3	93,4	92,2	92,5	97,2	94,9	84,4
2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,6	99,9	96,3	96,7	97,2	93,3	97,8	96,2	96,0
3° trim.	1,3	5,8	97,7	97,2	95,0	99,8	96,7	99,2	101,3	93,3	98,6	97,1	104,2
4° trim.	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,6	96,5	99,5	103,1	91,4	98,1	96,7	113,9
2005 1° trim.	2,1	6,0	97,7	98,4	93,8	99,9	97,0	99,0	102,3	90,1	98,4	96,9	110,4
2° trim.	1,7	5,8	98,7	99,4	94,1	100,6	97,5	102,3	107,3	91,4	98,6	97,4	128,0
2005 feb.	2,4	6,1	97,5	98,4	93,8	99,7	96,9	99,0	102,5	90,3	98,3	96,9	110,8
mar.	2,2	7,7	98,2	99,0	93,5	100,4	97,4	100,5	105,0	90,9	98,6	97,3	119,6
apr.	1,9	6,7	98,5	99,4	94,3	100,2	97,5	101,6	106,7	90,6	97,9	96,7	128,2
mag.	1,2	4,5	98,2	98,8	93,8	100,3	97,2	101,0	105,3	90,7	98,6	97,1	120,7
giu.	2,0	6,2	99,3	100,0	94,2	101,2	97,8	104,3	109,8	92,7	99,2	98,3	135,2
lug.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	1.059,2	24,9	38,7	194,8	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,3	31,3	135,4	59,5	37,9	99,9
2004	1.145,8	25,5	41,6	203,3	126,8	35,6	66,2	31,8	173,5	40,3	33,1	149,8	63,6	40,2	114,6
2004 1° trim.	278,3	6,1	10,0	49,7	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,7	8,4	36,8	15,2	9,6	27,6
2° trim.	286,8	6,3	10,3	50,8	31,4	9,0	16,3	8,2	43,9	10,6	8,0	36,9	15,8	9,9	29,2
3° trim.	288,8	6,5	10,5	51,5	31,3	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,5	16,7	10,2	27,3
4° trim.	291,9	6,6	10,7	51,3	32,8	9,2	17,1	7,7	43,8	10,1	8,2	37,6	15,9	10,5	30,4
2005 1° trim.	291,9	6,6	10,9	50,0	33,0	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	39,0	17,0	11,0	27,1
2° trim.	301,7	6,9	11,1	50,0	34,0	10,6	16,8	8,1	45,4	9,9	8,4	40,4	17,0	11,1	31,9
2005 feb.	96,8	2,2	3,6	16,7	10,9	3,2	5,6	2,6	14,4	3,4	2,8	12,5	5,5	3,7	9,9
mar.	97,8	2,2	3,7	16,6	10,9	3,4	5,9	2,7	14,5	3,5	2,9	12,8	6,0	3,6	9,1
apr.	99,6	2,3	3,7	16,6	11,4	3,4	5,6	2,7	15,0	3,2	2,9	13,8	5,6	3,9	9,5
mag.	101,2	2,3	3,7	16,9	11,3	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,0	3,7	10,9
giu.	100,9	2,3	3,6	16,6	11,4	3,6	5,5	2,6	15,2	3,3	2,8	13,3	5,4	3,6	11,5
lug.	101,8	2,2	3,6	17,3	11,4	3,4	5,7	2,8	14,8	3,6	2,8	14,4	5,9	4,0	9,7
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
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	1.016,7	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	82,9
2002	984,5	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	80,8
2003	989,6	23,7	36,9	138,9	102,0	47,4	50,4	19,3	110,3	74,3	52,2	141,4	68,9	39,8	84,0
2004	1.072,4	24,4	39,4	142,0	107,5	56,2	53,5	22,8	113,7	92,0	53,6	163,2	72,2	44,9	87,1
2004 1° trim.	254,0	6,0	9,4	34,1	27,1	12,3	12,8	5,0	26,4	20,7	13,5	36,3	16,5	10,7	23,2
2° trim.	263,4	5,8	9,8	34,6	26,4	13,4	13,2	5,6	29,7	22,4	13,0	40,7	17,2	10,9	20,7
3° trim.	276,0	6,2	10,1	37,1	26,5	14,6	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	42,9	18,9	11,6	22,1
4° trim.	279,1	6,3	10,1	36,2	27,5	15,9	13,8	6,1	28,8	25,2	13,5	43,2	19,6	11,7	21,1
2005 1° trim.	278,5	6,1	10,0	35,5	27,1	16,7	13,5	6,2	29,0	26,5	13,0	40,4	20,1	12,0	22,5
2° trim.	291,0	6,4	10,2	36,3	28,9	17,4	14,3	5,8	29,7	27,5	12,5	45,6	21,6	11,8	23,0
2005 feb.	91,9	2,0	3,3	11,8	9,1	5,8	4,4	2,0	9,6	8,7	4,2	13,9	6,4	4,0	6,7
mar.	94,0	2,1	3,3	12,0	8,7	6,0	4,5	2,1	9,8	9,2	4,5	13,6	7,3	4,0	6,9
apr.	96,5	2,1	3,4	12,4	9,4	5,7	4,6	2,0	9,9	8,9	4,1	14,7	7,0	3,9	8,3
mag.	97,6	2,3	3,4	12,1	9,9	5,9	4,8	2,1	9,9	9,4	4,3	14,9	7,5	3,9	7,2
giu.	97,0	2,0	3,3	11,8	9,6	5,8	4,9	1,8	9,9	9,3	4,1	16,0	7,1	3,9	7,4
lug.	100,9	2,0	3,4	12,4	10,1	5,6	4,9	1,9	9,8	9,8	4,3	15,5	7,8	4,1	9,2
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
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	8,1
Saldo															
2001	46,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,1	-10,2	-13,6	8,9	10,5
2002	99,6	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,9	-19,7	-2,2	-8,3	4,0	19,9
2003	69,5	1,1	1,8	55,9	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-6,0	-9,3	-1,8	16,0
2004	73,4	1,2	2,2	61,3	19,3	-20,7	12,7	9,0	59,8	-51,7	-20,6	-13,4	-8,6	-4,6	27,5
2004 1° trim.	24,4	0,1	0,6	15,6	4,1	-4,3	2,7	2,9	16,2	-10,9	-5,1	0,5	-1,4	-1,1	4,4
2° trim.	23,4	0,5	0,6	16,2	5,1	-4,4	3,1	2,6	14,2	-11,8	-5,0	-3,9	-1,3	-1,0	8,5
3° trim.	12,8	0,2	0,4	14,4	4,9	-5,3	3,5	1,9	14,4	-13,8	-5,3	-4,4	-2,2	-1,3	5,2
4° trim.	12,8	0,3	0,6	15,1	5,3	-6,7	3,3	1,6	15,0	-15,2	-5,3	-5,6	-3,7	-1,2	9,3
2005 1° trim.	13,3	0,5	0,9	14,4	5,9	-7,0	4,0	1,7	14,5	-16,3	-4,5	-1,4	-3,1	-1,0	4,6
2° trim.	10,7	0,5	0,9	13,7	5,1	-6,8	2,5	2,3	15,7	-17,7	-4,1	-5,1	-4,6	-0,6	8,9
2005 feb.	4,9	0,3	0,3	4,9	1,8	-2,6	1,2	0,5	4,8	-5,4	-1,4	-1,4	-1,0	-0,3	3,2
mar.	3,8	0,1	0,4	4,7	2,1	-2,6	1,4	0,6	4,7	-5,6	-1,6	-0,8	-1,3	-0,4	2,2
apr.	3,2	0,2	0,3	4,1	2,0	-2,3	1,0	0,8	5,1	-5,6	-1,2	-0,9	-1,5	0,0	1,2
mag.	3,6	0,1	0,3	4,8	1,3	-2,4	0,9	0,6	5,2	-6,1	-1,6	-1,6	-1,5	-0,2	3,6
giu.	3,9	0,3	0,3	4,8	1,8	-2,1	0,6	0,8	5,4	-5,9	-1,3	-2,7	-1,6	-0,4	4,0
lug.	1,0	0,2	0,2	4,9	1,4	-2,2	0,8	0,8	5,0	-6,2	-1,5	-1,1	-1,9	0,0	0,5

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⁾

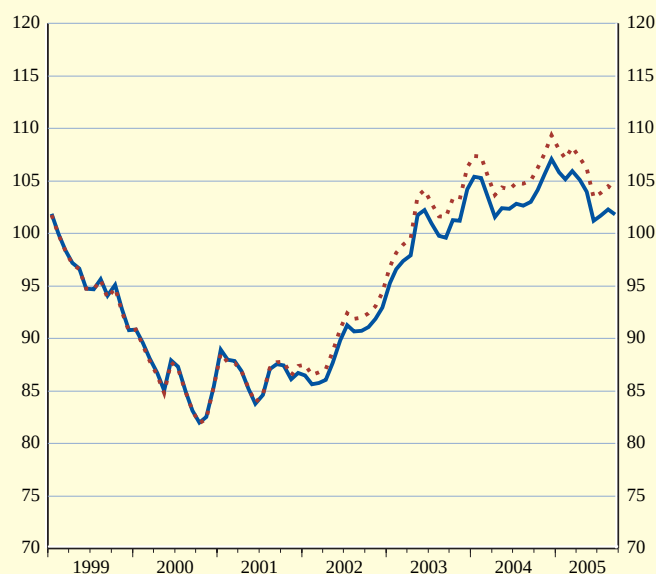
(valori medi nel periodo indicato; indice: 1° trim. 1999 = 100)

	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	90,3	91,9	90,2	86,4	87,9	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	97,2	99,0	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,3	105,4	102,6	103,1	111,0	105,4
2004 3° trim.	102,8	104,9	104,4	104,5	100,8	102,2	110,1	104,5
4° trim.	105,7	107,7	107,0	107,0	104,6	104,6	113,0	107,1
2005 1° trim.	105,7	107,8	107,1	107,0	103,3	104,3	112,6	106,5
2° trim.	103,4	105,6	104,4	104,8	100,7	102,7	110,1	104,1
3° trim.	101,9	104,1	102,8	.	.	.	108,3	102,3
2004 set.	103,0	105,0	104,5	-	-	-	110,3	104,6
ott.	104,2	106,2	105,3	-	-	-	111,5	105,8
nov.	105,6	107,6	106,5	-	-	-	113,1	107,1
dic.	107,1	109,3	108,3	-	-	-	114,4	108,5
2005 gen.	105,8	108,0	107,2	-	-	-	112,9	106,9
feb.	105,1	107,2	106,6	-	-	-	111,9	105,8
mar.	106,0	108,2	107,4	-	-	-	112,9	106,8
apr.	105,1	107,2	106,0	-	-	-	111,9	105,8
mag.	104,0	106,2	104,7	-	-	-	110,6	104,6
giu.	101,2	103,5	102,3	-	-	-	107,6	101,9
lug.	101,7	103,8	102,6	-	-	-	108,0	102,0
ago.	102,3	104,5	103,2	-	-	-	108,7	102,7
set.	101,8	104,0	102,7	-	-	-	108,2	102,2
variazione percentuale sul mese precedente								
2005 set.	-0,5	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,4	-0,5
variazione percentuale sull'anno precedente								
2005 set.	-1,2	-1,0	-1,7	-	-	-	-1,9	-2,3

F31 Tassi di cambio effettivi

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

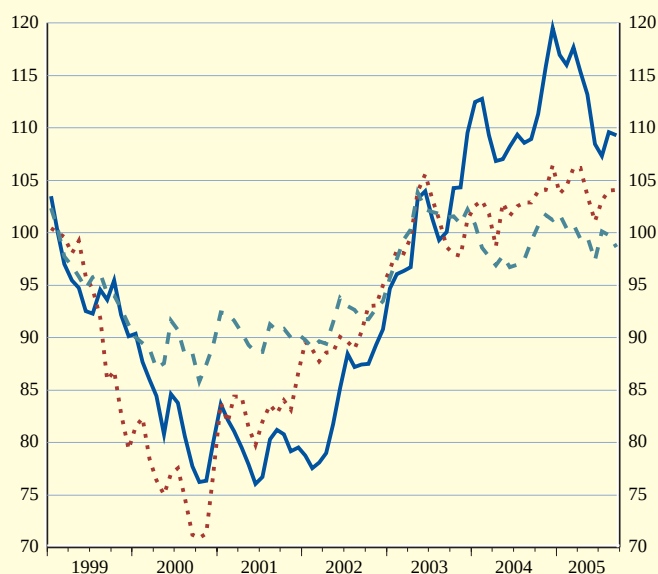
— TCE-23 nominale
 TCE-23 reale IPC



F32 Tassi di cambio bilaterali

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

— USD/EUR
 JPY/EUR
 - - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	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
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
3° trim.	7,4588	9,3658	0,68344	1,2199	135,62	1,5533	1.255,21	9,4782	2,0436	1,4668	7,8817	1,6054
2005 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
set.	7,4584	9,3342	0,67760	1,2256	136,06	1,5496	1.261,46	9,5138	2,0603	1,4452	7,8087	1,6009
	variazione percentuale sul mese precedente											
2005 set.	0,0	-0,1	-1,1	-0,3	0,1	-0,2	0,5	-0,4	0,8	-2,5	-1,4	-0,8
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2005 set.	0,3	2,7	-0,5	0,3	1,2	0,4	-10,1	-0,2	-0,6	-8,3	-6,6	-8,0
	Corona ceca 13	Corona estone 14	Sterlina cipriota 15	Lat lettone 16	Litas lituano 17	Fiorino ungherese 18	Lira maltese 19	Zloty polacco 20	Tallero sloveno 21	Corona slovacca 22	Lev bulgaro 23	Nuovo leu romeno ¹⁾ 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
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
3° trim.	29,688	15,6466	0,57328	0,6960	3,4528	245,57	0,4293	4,0186	239,49	38,672	1,9558	3,5250
2005 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
set.	29,317	15,6466	0,57296	0,6961	3,4528	245,83	0,4293	3,9160	239,47	38,459	1,9558	3,5097
	variazione percentuale sul mese precedente											
2005 set.	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-3,2	0,0	-0,6	0,0	0,2
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2005 set.	-7,2	0,0	-0,7	5,3	0,0	-0,7	0,4	-10,5	-0,2	-4,0	0,0	-
	Yuan renminbi cinese ²⁾ 25	Kuna croata ²⁾ 26	Corona islandese 27	Rupia indonesiana ²⁾ 28	Ringgit malese ²⁾ 29	Dollaro neo- zelandese 30	Peso filippino ²⁾ 31	Rublo russo ²⁾ 32	Rand sud africano 33	Bath tailandese ²⁾ 34	Nuova lira turca ³⁾ 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	
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	
3° trim.	9,9250	7,3728	77,64	12.216,99	4,6008	1,7640	68,335	34,7864	7,9392	50,375	1,6372	
2005 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	
set.	9,9177	7,4384	76,15	12.542,23	4,6190	1,7515	68,782	34,7750	7,7936	50,305	1,6430	
	variazione percentuale sul mese precedente											
2005 set.	-0,4	0,9	-2,8	2,1	-0,1	-0,9	0,0	-0,7	-2,0	-0,6	-0,6	-
	variazione percentuale sull'anno precedente											
2005 set.	-1,9	0,1	-13,1	11,8	-0,5	-5,5	0,1	-2,6	-2,5	-0,7	-	-

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.



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 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	2,1	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
ago.	1,4	2,3	4,2	1,5	6,3	2,3	3,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,0	2,4
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
2002	-6,8	1,4	1,5	-4,5	-2,3	-1,4	-8,5	-5,7	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,6
2003	-12,5	1,0	2,6	-6,3	-1,2	-1,2	-6,5	-10,4	-4,8	-2,7	-3,8	0,2	-3,3
2004	-3,0	2,3	1,7	-4,1	-1,0	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,1
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL ¹⁾													
2002	29,8	47,6	5,8	65,2	14,2	22,4	55,5	63,3	41,2	29,8	43,7	52,4	38,2
2003	36,8	45,0	6,0	69,8	14,6	21,4	57,4	72,8	45,3	29,4	43,1	52,0	39,7
2004	36,8	43,2	5,5	72,0	14,7	19,6	57,4	75,9	43,6	29,8	42,5	51,1	41,5
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
ago.	3,37	3,24	-	4,84	3,87	3,50	5,85	4,43	4,88	3,79	3,24	3,14	4,34
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
ago.	1,79	2,17	2,33	3,85	2,76	2,33	6,35	3,26	4,67	4,02	2,94	1,67	4,59
PIL a prezzi costanti													
2003	3,2	0,7	6,7	1,9	7,2	10,5	2,9	-1,9	3,8	2,5	4,5	1,5	2,5
2004	4,4	2,4	7,8	3,7	8,3	7,0	4,2	0,4	5,4	4,6	5,5	3,6	3,2
2004 4° trim.	4,6	3,0	6,8	3,4	8,4	6,5	4,1	-1,1	3,7	3,2	5,8	2,7	2,5
2005 1° trim.	4,7	1,9	6,9	3,8	7,4	4,6	3,8	0,2	3,8	2,8	5,1	2,2	1,7
2° trim.	5,1	.	.	3,5	11,6	7,1	4,0	2,4	1,0	4,7	5,1	2,1	1,5
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	6,9	-1,4
2004	-5,7	2,4	-12,5	-5,0	-11,3	-5,9	-8,4	-8,6	-1,1	-2,5	-3,1	8,3	-1,8
2004 3° trim.	-7,4	2,5	-4,4	5,1	-11,6	-5,0	-8,1	-7,3	-0,7	-1,7	-3,9	8,8	-2,7
4° trim.	-7,8	0,5	-16,3	-12,7	-7,1	-2,4	-7,1	-18,1	0,5	-3,8	-3,6	7,0	-0,9
2005 1° trim.	2,9	4,3	-9,5	-13,6	-9,2	-3,7	-6,7	-10,0	1,5	-1,7	-1,9	8,5	-1,4
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	7,6	2,0	4,9	-	5,6	1,5	7,4	-	.	4,7	3,5	0,6	3,2
2004	1,2	0,9	3,0	-	8,8	.	.	-	.	3,8	2,1	.	2,0
2004 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	2,6	5,0
2° trim.	0,7	.	2,4	-	.	.	.	-	.	-	3,6	0,0	3,1
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	4,9
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.	8,0	5,1	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	6,9	18,1	5,7	16,1	6,3	4,6
2° trim.	7,8	5,0	7,9	5,1	9,1	8,1	6,3	6,7	17,8	5,8	15,5	.	4,7
2005 apr.	7,9	5,1	7,9	4,8	9,2	8,4	6,3	6,9	17,9	5,8	15,6	.	4,7
mag.	7,8	5,0	7,9	5,1	9,1	8,1	6,3	6,7	17,8	5,8	15,5	.	4,7
giu.	7,8	5,0	7,8	5,3	9,0	7,8	6,3	6,6	17,7	5,8	15,4	.	4,6
lug.	7,7	4,9	7,6	5,3	8,9	7,7	6,4	6,5	17,6	5,8	15,3	.	.
ago.	7,7	4,8	7,4	5,5	8,8	7,5	6,4	6,4	17,5	5,8	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

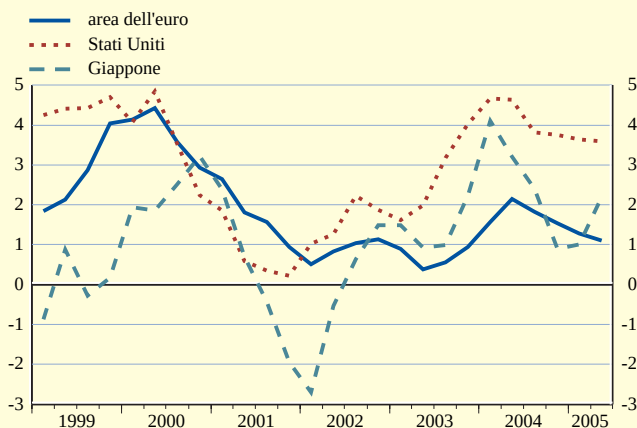
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2004 3° trim.	2,7	-2,2	3,8	5,5	5,4	4,6	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	4,3	3,6	3,3	5,1	5,0	3,28	4,16	1,2594	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	3,77	4,21	1,2199	.	.
2005 mag.	2,8	-	-	3,1	5,1	4,7	3,27	4,14	1,2694	-	-
giu.	2,5	-	-	3,6	5,0	5,1	3,43	4,00	1,2165	-	-
lug.	3,2	-	-	2,9	5,0	5,4	3,61	4,16	1,2037	-	-
ago.	3,6	-	-	3,0	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	-	-
set.	.	-	-	.	.	.	3,91	4,19	1,2256	-	-
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 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	1,0	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2° trim.	-0,1	0,9	2,2	0,3	4,4	1,7	0,05	1,28	135,42	.	.
3° trim.	.	.	.	.	.	.	0,06	1,36	135,62	.	.
2005 mag.	0,2	1,1	-	0,3	4,4	1,5	0,05	1,27	135,37	-	-
giu.	-0,5	0,6	-	0,2	4,2	1,6	0,05	1,24	132,22	-	-
lug.	-0,3	.	-	-2,3	.	1,7	0,06	1,26	134,75	-	-
ago.	-0,3	.	-	1,6	.	1,7	0,06	1,43	135,98	-	-
set.	.	.	-	.	.	.	0,06	1,38	136,06	-	-

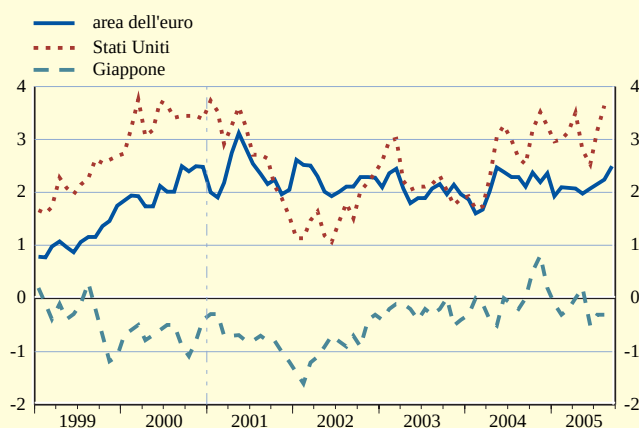
F33 PIL a prezzi costanti

(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

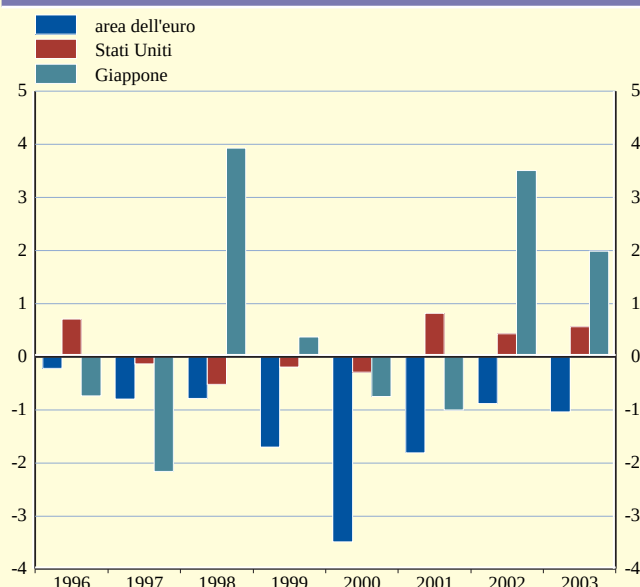
(in percentuale del PIL)

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	5,0	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,1	13,0	4,2	11,4	6,7
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,8	11,3	8,1
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,4	8,0	3,4	0,7	13,5	6,6	11,0	9,4
2003 3° trim.	13,3	18,6	-4,5	6,8	6,9	-0,1	8,1	-0,6	0,3	13,5	8,7	11,7	7,6
4° trim.	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,1	13,5	5,1	11,2	4,3
2004 1° trim.	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,3	8,2	4,0	1,0	13,3	7,2	11,0	10,0
2° trim.	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,7	8,1	2,4	-0,5	13,6	4,8	10,7	8,6
3° trim.	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,7	8,4	2,3	0,5	13,6	7,1	10,9	9,1
4° trim.	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	5,1	7,3	4,8	1,8	13,6	7,5	11,4	9,8
2005 1° trim.	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,5	7,7	3,0	1,2	13,7	5,8	10,0	8,3
2° trim.	13,8	20,0	-6,2	7,4	7,3	3,5	8,1	2,5	0,5	13,8	2,8	9,7	8,4
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	0,2	4,6	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,6	.	0,8	0,8	.	1,9	.	-0,7
2003 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	-0,6	.	-7,2	.	2,6
2° trim.	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	0,6	.	8,0	.	-6,2
3° trim.	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	0,2	.	-2,1	.	1,5
4° trim.	.	24,6	.	.	.	12,1	.	14,6	2,8	.	8,3	.	-0,5
2005 1° trim.	.	24,4	.	.	.	8,6	.	-2,3	-2,9	.	-8,1	.	3,3
2° trim.	.	23,7	.	.	.	-17,9	.	-16,5	1,0	.	7,5	.	-6,6

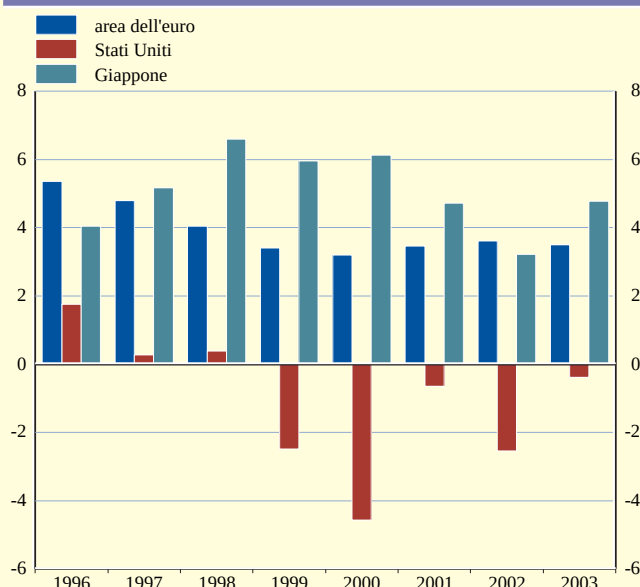
F35 Saldo finanziario delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL)



F36 Saldo finanziario delle famiglie¹⁾

(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'EUREO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori di destagionalizzazione (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono revisionati con periodicità annuale o quanto richiesto.

RELATIVE ALLE SEZIONI 3.1, 3.2 E 3.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Definendo come T_t le transazioni nel trimestre t e come L_t le consistenze al termine del trimestre t , il tasso di crescita per il trimestre t viene calcolato come:

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

RELATIVE ALLE SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, 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:

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

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

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

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

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

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

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

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:

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

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 I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

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

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 5 ottobre 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 95³⁾. 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'IIVA 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'IIVA. 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 2000⁶⁾, 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 2002⁷⁾ 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 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 princi-

pale 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, 1° SETTEMBRE E 6 OTTOBRE 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.



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 luglio e settembre 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.
Domanda di moneta e incertezza, ottobre 2005.
Valutazione della performance dei sistemi finanziari, ottobre 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. Wredenberg, luglio 2004.

- 19 *Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective*, della task force dell'MPC del SEBC, luglio 2004.
- 20 *The supervision of mixed financial services groups in Europe*, di F. Dierick, agosto 2004.
- 21 *Euro area inflation differentials*, di I. Angeloni e M. Ehrmann, settembre 2004.
- 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.
- 35 *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, di R. Petschnigg, settembre 2005.
- 36 *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, di I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, settembre 2005.
- 37 *Financing conditions in the euro area*, di L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, settembre 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 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. Déés, 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.
- 518 *Term structure and the sluggishness of retail bank interest rates in euro area countries*, di G. de Bondt, B. Mojon e N. Valla, settembre 2005.
- 519 *Non-Keynesian effects of fiscal contraction in new Member States*, di A. Rzońca e P. Cizkowicz, settembre 2005.
- 520 *Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature*, di L. Stracca, settembre 2005.
- 521 *Inflation persistence in structural macroeconomic models (RG10)*, di R.-P. Berben, R. Mestre, T. Mitrakos, J. Morgan e N. G. Zonzilos, settembre 2005.
- 522 *Price setting behaviour in Spain: evidence from micro PPI data*, di L. J. Álvarez, P. Burriel e I. Hernando, settembre 2005.
- 523 *How frequently do consumer prices change in Austria? Evidence from micro CPI data*, di J. Baumgartner, E. Glatzer, F. Rumler e A. Stiglbauer, settembre 2005.
- 524 *Price-setting in the euro area: some stylised facts from individual consumer price data*, di E. Dhyne, L. J. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler e J. Vilmunen, settembre 2005.
- 525 *Distilling co-movements from persistent macro and financial series*, di K. Abadir e G. Talmain, settembre 2005.
- 526 *On some fiscal effects on mortgage debt growth in the EU*, di G. Wolswijk, settembre 2005.
- 527 *Banking system stability: a cross-Atlantic perspective*, di P. Hartmann, S. Straetmans e C. de Vries, settembre 2005.
- 528 *How successful are exchange rate communication and interventions? Evidence from time-series and event-study approaches*, di M. Fratzscher, settembre 2005.
- 529 *Explaining exchange rate dynamics: the uncovered equity return parity condition*, di L. Cappiello e R. A. De Santis, settembre 2005.
- 530 *Cross-dynamics of volatility term structures implied by foreign exchange options*, di E. Krylova, J. Nikkinen e S. Vähämaa, settembre 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 of 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.

Indicators of financial integration in the euro area, settembre 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 esauritivo 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 istituzioni finanziarie 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 composti 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 manifatturiero 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 in attesa, 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.