



BANCA CENTRALE EUROPEA

01 | 2006

02 | 2006

03 | 2006

04 | 2006

05 | 2006

06 | 2006

07 | 2006

08 | 2006

09 | 2006

10 | 2006

11 | 2006

12 | 2006

**BOLLETTINO MENSILE
GENNAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



Nel 2006 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 5 euro



BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2006

© Banca Centrale Europea, 2006

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
all'11 gennaio 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

*Stampato nel mese di gennaio 2006
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

INDICE

EDITORIALE	5
-------------------	----------

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	17
Prezzi e costi	33
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	40
I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	49

Riquadri:

1 Fattori sottostanti i rincari petroliferi	13
2 Le <i>stock option</i> , gli acquisti di azioni proprie e i loro effetti sui mercati azionari: evidenze relative agli Stati Uniti	30
3 L'affidabilità della stima rapida dello IAPC dell'area dell'euro effettuata dall'Eurostat	34
4 I Programmi nazionali di riforma per il periodo 2005-2008 presentati dai paesi dell'area dell'euro nel quadro della strategia di Lisbona	41
5 Alcuni fattori nazionali alla base del recente andamento dell'occupazione nell'area dell'euro	47

ARTICOLI

La prevedibilità della politica monetaria della BCE	55
<i>Hedge fund</i> : sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di <i>policy</i>	67

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO	SI
--	-----------

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005	III
Glossario	IX

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 12 gennaio 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, sulla base della consueta analisi economica e monetaria, di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE, dopo l'aumento di 25 punti base del 1° dicembre scorso. Le informazioni pervenute nel frattempo confortano la valutazione secondo cui è stato necessario adeguare l'orientamento molto accomodante di politica monetaria. Resta essenziale mantenere le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro saldamente ancorate a livelli compatibili con la stabilità dei prezzi. Ciò costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca in maniera duratura alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro nell'area. Preservare la stabilità dei prezzi nel medio periodo rappresenta il principio guida della BCE, che il Consiglio direttivo applicherà coerentemente nel vagliare nuove informazioni, formulare giudizi e prendere decisioni. In un contesto in cui i tassi di interesse rimangono su livelli storicamente bassi per tutte le scadenze, in termini nominali e reali, e l'orientamento di politica monetaria seguita a essere accomodante, il Consiglio direttivo continuerà a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica alla base della valutazione del Consiglio direttivo, le informazioni disponibili confermano che, come previsto, la crescita del PIL si è rafforzata nella seconda metà del 2005. La prima stima dell'Eurostat indica un tasso di incremento del PIL sul periodo precedente dello 0,6 per cento nel terzo trimestre, rispetto allo 0,4 del secondo. La scomposizione dei dati sul prodotto per il terzo trimestre ha confermato il maggiore contributo della domanda interna. Inoltre, i recenti indicatori economici e i risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano che l'espansione dell'attività economica è rimasta sostanzialmente vigorosa nel quarto trimestre del 2005 e resterà tale nei primi mesi del 2006, malgrado l'impatto degli elevati prezzi del petrolio.

In prospettiva, continuano a esistere i presupposti per una crescita sostenuta dell'attività econo-

mica, coerentemente con le proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e altre previsioni disponibili. Dal lato esterno, il protratto vigore della domanda mondiale dovrebbe sostenere le esportazioni dell'area dell'euro. Dal lato interno, gli investimenti beneficerebbero ulteriormente del perdurare di condizioni di finanziamento molto favorevoli, del marcato aumento degli utili societari e del miglioramento dell'efficienza delle imprese. I consumi dovrebbero gradualmente accelerare, pressoché in linea con l'andamento atteso del reddito disponibile.

I rischi per queste prospettive di crescita economica seguitano a essere orientati verso il basso e sono connessi all'elevato livello e alla variabilità dei corsi petroliferi, ai timori circa gli squilibri mondiali e, benché sia in miglioramento, al clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro.

Passando agli andamenti dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per dicembre un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,2 per cento, a fronte del 2,3 di novembre e del 2,5 di ottobre. Questa diminuzione è riconducibile a un certo allentamento delle tensioni osservate in precedenza sui mercati del petrolio e della benzina. Nondimeno, l'inflazione armonizzata dovrebbe restare su livelli elevati nel breve periodo, principalmente a causa dei più recenti aumenti dei corsi petroliferi e di alcuni effetti base sfavorevoli. Su orizzonti più lunghi, potrebbero gradualmente manifestarsi gli effetti indiretti degli scorsi rincari del greggio su altre componenti dell'indice, e le variazioni già annunciate dei prezzi amministrati e delle imposte indirette dovrebbero esercitare spinte al rialzo. Nel frattempo, la dinamica salariale è rimasta moderata negli ultimi trimestri. Le informazioni disponibili continuano a essere, nel complesso, coerenti con il quadro delineato per l'evoluzione dei prezzi nelle proiezioni pubblicate a dicembre.

Questo scenario resta soggetto a rischi al rialzo, connessi a ulteriori rincari del petrolio, nuovi aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette nonché, in misura più sostanziale, potenziali effetti di secondo impatto nel proces-

so di formazione di salari e prezzi. Pertanto, è d'importanza cruciale che le parti sociali seguino a mostrare senso di responsabilità, anche in un contesto economico più favorevole.

Passando all'analisi monetaria, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è in qualche misura diminuito a novembre, pur mantenendosi su un livello molto elevato, in gran parte per l'effetto di stimolo dei tassi di interesse al momento contenuti. La vigorosa espansione di M3 continua a essere riconducibile al significativo contributo delle componenti più liquide. I prestiti al settore privato e, in particolare, i mutui ipotecari hanno segnato un'ulteriore accelerazione negli ultimi mesi, rispetto a ritmi di crescita già sostenuti. È necessario, pertanto, tenere sotto stretta osservazione la dinamica dei prezzi nei mercati immobiliari. Le condizioni di liquidità restano abbondanti nell'area dell'euro secondo tutte le misure pertinenti; in tale contesto, la forte espansione della moneta e del credito segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi su orizzonti di medio-lungo periodo.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che gli effetti indiretti dei recenti rincari del petrolio e le annunciate variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette eserciteranno una certa pressione al rialzo sull'inflazione armonizzata. Essa indica inoltre che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo rimangono orientati verso l'alto. Questa valutazione trova riscontro nella verifica incrociata delle evidenze desunte dall'analisi economica con quelle ricavate dall'analisi monetaria. È essenziale che tali rischi non influenzino le aspettative di inflazione di medio termine, che devono restare ben ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. In tal modo, la politica monetaria può contribuire efficacemente a una crescita economica durevole e alla creazione di posti di lavoro. Il Consiglio direttivo continuerà, pertanto, a seguire con molta attenzione tutti gli sviluppi riguardo ai rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Per quanto concerne le politiche fiscali, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha

presentato gli aggiornamenti dei programmi di stabilità, che includono i piani di bilancio di medio periodo. L'imminente valutazione dei programmi da parte del Consiglio Ecofin e la loro successiva attuazione offrono l'occasione per confermare con forza l'impegno al conseguimento di solide politiche fiscali e la rigorosa applicazione del Patto di stabilità e crescita. Ne deriverebbe un importante effetto positivo sulla fiducia, che dovrebbe risultare significativo se innescato da misure di risanamento credibili e chiaramente definite, contenimento degli impegni di spesa e integrazione degli interventi di bilancio in un programma di riforma completo e orientato alla crescita.

Quanto alle politiche strutturali, il Consiglio direttivo accoglie con favore le conclusioni del Consiglio Ecofin del 6 dicembre 2005 sui programmi di riforma nazionali, presentati nel quadro della strategia di Lisbona, e le azioni previste per rispondere alle sfide poste dalla globalizzazione. Di fatto, il processo di integrazione economica e finanziaria internazionale, caratterizzato dalla forte crescita del commercio e dei flussi di capitale, ha rappresentato uno dei fattori all'origine dell'aumento del benessere in Europa negli ultimi decenni. I mutamenti in atto a livello mondiale, che riflettono le innovazioni tecnologiche e l'ingresso di nuove economie nel mercato internazionale, offrono anch'essi eccellenti opportunità di innalzamento del tenore di vita. Per tradurre tali opportunità in risultati concreti, una maggiore flessibilità dei mercati del lavoro e dei beni e servizi sarebbe di grande beneficio per l'Europa e consentirebbe di accelerare la necessaria transizione da settori produttivi in contrazione ad altri in espansione e di minimizzare i costi di aggiustamento. L'Europa trarrebbe considerevoli vantaggi anche da un contesto economico in grado di stimolare maggiormente la capacità di innovazione, investimento e creazione di nuove imprese. Inoltre, un mercato interno dell'UE pienamente operativo, anche per i servizi, offre grandi possibilità. Le iniziative prese per rilanciare la strategia di Lisbona costituiscono un apprezzabile passo avanti nella giusta direzione.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo presenta i principali aspetti concettuali riguardanti la prevedibilità della politica monetaria della BCE, ed esamina come una strategia di politica monetaria trasparente e un'attività di comunicazione costante abbiano permesso alla BCE di conseguire un elevato livello di prevedibilità complessiva. Il secondo illustra gli elementi più importanti del comparto degli *hedge fund*, soffermandosi sulla dimensione europea, e fornisce una visione d'insieme dei recenti sviluppi del settore e del dibattito in corso sulla sua regolamentazione.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo relativamente vigoroso, con un'attività economica particolarmente intensa negli Stati Uniti e in Asia. Nell'ultima parte del 2005 l'inflazione è diminuita in vari paesi. Nell'insieme, le prospettive per il contesto esterno e la domanda estera dell'area dell'euro rimangono favorevoli.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a espandersi a un ritmo relativamente vigoroso, con un'attività economica particolarmente intensa negli Stati Uniti e in Asia. I risultati delle indagini indicano che al momento l'attività mondiale è sostenuta soprattutto dal settore dei servizi, mentre l'andamento della produzione nel settore manifatturiero è tornato a indebolirsi in alcuni paesi, specialmente negli Stati Uniti. Riflettendo in parte la flessione del prezzo del petrolio dopo il picco causato dagli uragani negli Stati Uniti, alla fine del 2005 l'inflazione è lievemente calata in varie economie (cfr. figura 1). Nei paesi dell'OCSE, l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa in novembre al 2,6 per cento sui dodici mesi, dopo il massimo del 3,3 per cento di settembre. L'inflazione al netto dei beni alimentari ed energetici è tuttavia salita lievemente, all'1,9 per cento.

STATI UNITI

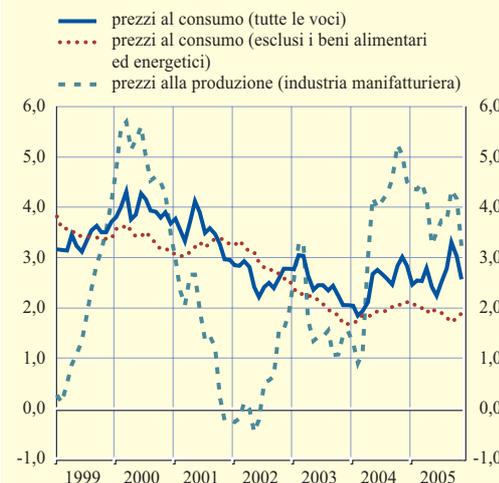
Negli Stati Uniti il ritmo di espansione dell'attività economica è stato vivace nel terzo trimestre: la crescita del PIL in termini reali è salita al 4,1 per cento in ragione d'anno, dal 3,3 del trimestre precedente. Il maggior contributo all'accelerazione è venuto dai consumi privati, dagli investimenti delle imprese in attrezzature e software e dalla spesa del governo federale. L'interscambio netto con l'estero ha invece fornito un contributo lievemente negativo poiché le esportazioni hanno rallentato mentre le importazioni sono tornate a crescere.

Gli indicatori recenti dell'attività mostrano che l'espansione economica prosegue a ritmi sostenuti. Secondo gli ultimi dati disponibili, la produzione industriale ha pienamente recuperato le perdite subite a causa degli uragani. Analogamente, l'attività manifatturiera si è mantenuta abbastanza robusta, anche se di recente potrebbe aver lievemente rallentato. Le condizioni dell'occupazione sembrano in progressivo miglioramento, dopo una breve fase di debolezza riconducibile in larga misura alla perdita di posti di lavoro nelle regioni colpite dagli uragani.

La spesa per consumi privati ha continuato a crescere rapidamente, grazie al miglioramento delle condizioni dell'occupazione, mentre la dinamica degli investimenti fissi delle imprese, soprattutto di quelli in attrezzature e software, è rimasta sostenuta. In novembre l'inflazione complessiva è calata ulteriormente, al 3,5 per cento sui dodici mesi, a causa della forte flessione dei prezzi dell'energia, mentre quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta al 2,1 per cento.

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

Le prospettive per la crescita del PIL restano positive, anche se per la fine del 2005 emergono segnali di un calo del ritmo vivace di crescita dell'attività economica. In particolare, tassi di interesse più elevati e una possibile moderazione dei prezzi delle abitazioni potrebbero frenare la spesa per consumi privati nel contesto di un elevato livello di indebitamento delle famiglie e di un tasso di risparmio personale negativo. A fronte di attese di inflazione che rimangono contenute, le spinte sui prezzi dovrebbero continuare ad attenuarsi, purché l'aumento del grado di utilizzo delle risorse non determini un'intensificazione della dinamica salariale e un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

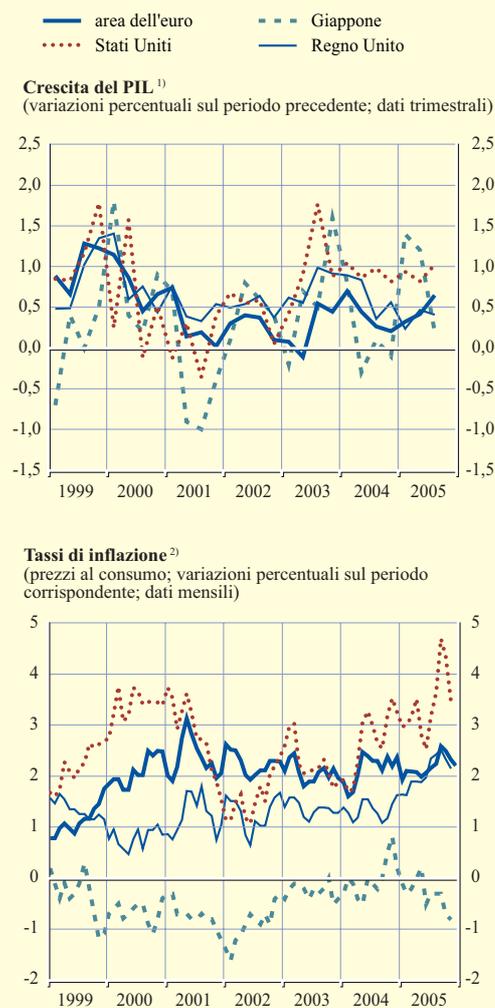
Per quanto concerne la politica monetaria, il Federal Open Market Committee ha deciso il 13 dicembre di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la tredicesima volta consecutiva, al 4,25 per cento. Inoltre, nella dichiarazione successiva alla riunione, ha comunicato che "il Comitato ritiene che, al fine di mantenere in equilibrio i rischi per il conseguimento di una crescita economica sostenibile e della stabilità dei prezzi, sarà probabilmente necessario proseguire, in qualche misura, la fase di restrizione della politica monetaria".

GIAPPONE

In Giappone continua la graduale ripresa dell'economia, mentre la deflazione sui prezzi al consumo si sta attenuando. Ciò nonostante, i dati rivisti di contabilità nazionale confermano che nel terzo trimestre la crescita è stata piuttosto modesta, con un incremento del PIL in termini reali pari allo 0,2 per cento sul trimestre precedente. La correzione al ribasso della stima iniziale (0,4 per cento) è in gran parte riconducibile al minore contributo della spesa pubblica e delle scorte nel settore privato.

Più di recente, tuttavia, l'indagine Tankan di dicembre condotta dalla Banca del Giappone ha mostrato un ulteriore miglioramento nella valutazione delle condizioni di mercato da parte delle imprese nipponiche. Benché relativamente modesto, il miglioramento è stato piuttosto generalizzato nei vari settori produttivi e tra le diverse classi dimensionali delle imprese intervistate. In particolare, è aumentata la percentuale netta di grandi imprese manifatturiere che hanno fornito una valutazione positiva delle condizioni di mercato; ciò costituisce un segnale favorevole poiché

Figura 2 | 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.

la valutazione di tali imprese ha storicamente rappresentato un indicatore affidabile delle condizioni del ciclo economico generale.

Per quanto concerne i prezzi, in novembre il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPC al netto degli alimentari freschi è diventato lievemente positivo (0,1 per cento) per la prima volta in due anni, mentre l'indice complessivo ha continuato a flettere (-0,8 per cento). Nei prossimi mesi i prezzi al consumo dovrebbero tornare a crescere, all'attenuarsi delle pressioni deflazionistiche.

Nella riunione del 16 dicembre 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, ha ribadito che – ove la domanda di liquidità risultasse eccezionalmente debole per motivi riconducibili a fattori tecnici – potrebbe consentire che tale saldo scenda al di sotto del limite inferiore dell'intervallo obiettivo.

REGNO UNITO

Rispetto all'anno precedente, nel 2005 l'attività economica del Regno Unito è rimasta relativamente modesta: nei primi tre trimestri il PIL è cresciuto in termini reali a tassi compresi fra lo 0,3 e lo 0,5 per cento sul trimestre precedente. I consumi delle famiglie hanno lievemente accelerato nel terzo trimestre e le vendite al dettaglio sono aumentate a un ritmo vigoroso in ottobre e novembre. Gli investimenti delle imprese, invece, sono stati modesti nel terzo trimestre se raffrontati al periodo precedente. Inoltre, la crescita sostenuta delle importazioni e la contrazione delle esportazioni hanno determinato un contributo negativo al PIL dell'interscambio netto con l'estero. In prospettiva la crescita dovrebbe riprendere slancio, sebbene a un ritmo ancora incerto.

L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è diminuita in novembre per il secondo mese consecutivo (al 2,1 per cento), soprattutto a causa del calo dei prezzi del carburante e dei lubrificanti. Emergono inoltre alcune indicazioni di ripresa del mercato immobiliare, dopo una prolungata fase di moderazione nella crescita sui dodici mesi dei prezzi degli immobili residenziali.

ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto si è intensificata o è rimasta vigorosa nel terzo trimestre e le prospettive per l'economia sono ancora favorevoli. L'inflazione misurata sullo IAPC ha subito un lieve calo generalizzato in novembre, a causa delle minori pressioni esercitate dai prezzi dei prodotti energetici.

In Danimarca e Svezia la crescita del PIL in termini reali sul trimestre precedente si è ulteriormente rafforzata nel terzo trimestre (rispettivamente, all'1,4 e all'1,0 per cento). In entrambi i paesi la composizione della dinamica del prodotto sembra equilibrata, con contributi sia della domanda interna sia di quella estera netta. Nonostante l'aumento dei prezzi all'importazione l'inflazione è rimasta moderata in tutte e due le economie, riflettendo l'intensa concorrenza nel settore delle vendite al dettaglio, i moderati incrementi salariali e la robusta crescita della produttività. In novembre l'inflazione misurata sullo IAPC è rimasta stabile in Danimarca, all'1,9 per cento sui dodici mesi, mentre è lievemente aumentata in Svezia, all'1,2 per cento.

Nel terzo trimestre i tre principali nuovi Stati membri hanno continuato a registrare ritmi di crescita elevati grazie soprattutto all'andamento favorevole delle esportazioni e al graduale miglioramento della domanda interna. Nella Repubblica Ceca il PIL è aumentato del 4,9 per cento sul periodo corrispondente, riflettendo principalmente il contributo positivo della domanda estera. In Ungheria l'inc-

mento è stato del 4,4 per cento, riconducibile in particolare alla dinamica degli investimenti, mentre in Polonia la crescita si è portata al 3,7 per cento, soprattutto grazie al rafforzamento della domanda interna. In novembre l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa nella Repubblica Ceca e in Polonia, rispettivamente, al 2,2 e 1,1 per cento sui dodici mesi, riflettendo in parte l'andamento favorevole dei prezzi dei beni alimentari e il rallentamento di quelli dei prodotti energetici, mentre in Ungheria è salita lievemente, al 3,3 per cento, a causa degli aumenti dei prezzi dei prodotti alimentari e dei servizi.

PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nei paesi asiatici escluso il Giappone l'attività ha continuato a crescere a ritmi sostenuti alla fine del 2005. La dinamica delle esportazioni si è ulteriormente intensificata in gran parte delle principali economie della regione, eccetto la Cina. Allo stesso tempo, la domanda interna ha continuato a espandersi nella maggior parte dei paesi nonostante gli elevati corsi petroliferi e l'inasprimento della politica monetaria. In novembre le pressioni inflazionistiche sono state generalmente piuttosto moderate.

In Cina prosegue la rapida espansione dell'economia, sostenuta in misura crescente dalla domanda interna a fronte di una dinamica più moderata delle esportazioni. In novembre le vendite al dettaglio e gli investimenti fissi nelle zone urbane sono aumentati rispettivamente del 12 e 29 per cento sui dodici mesi. La crescita delle esportazioni, invece, è calata in novembre e dicembre, portandosi al di sotto del 20 per cento sui dodici mesi per la prima volta in quasi due anni. Nel 2005 l'avanzo commerciale ha raggiunto un massimo, a circa 102 miliardi di dollari statunitensi. Per quanto concerne i prezzi, le spinte inflazionistiche restano moderate e in novembre l'inflazione misurata sull'IPC è salita lievemente, all'1,3 per cento sui dodici mesi. Il 20 dicembre, dopo la prima indagine economica estesa all'intero paese, l'Istituto nazionale di statistica della Cina ha rivisto al rialzo il PIL nominale per il 2004 (di 2.300 miliardi di renminbi, pari al 16,8 per cento del dato comunicato in precedenza). La revisione è dovuta principalmente al fatto che, grazie a una migliore misurazione, le dimensioni del settore dei servizi sono risultate superiori di quasi il 50 per cento rispetto al calcolo precedente.

Le prospettive economiche per i paesi asiatici escluso il Giappone restano favorevoli, grazie all'espansione costante della domanda interna e alla persistente ripresa delle esportazioni. Gli elevati corsi petroliferi e le conseguenti pressioni sull'inflazione complessiva continuano a rappresentare un rischio al ribasso per le prospettive favorevoli della regione.

AMERICA LATINA

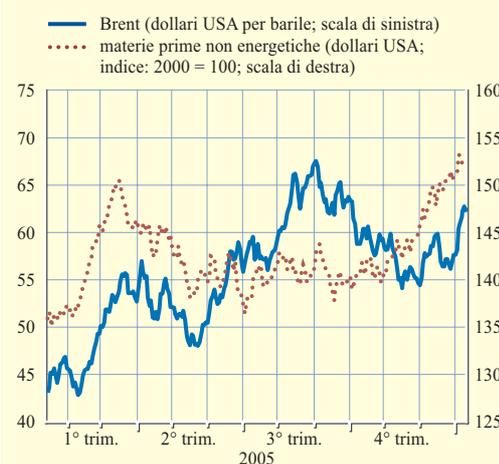
Benché le prospettive per l'insieme dell'America latina restino generalmente favorevoli, il ritmo di espansione delle singole economie appare maggiormente differenziato. Per quanto riguarda il Brasile, nel terzo trimestre il PIL si è ridotto in termini reali dell'1,2 per cento sul periodo precedente, la prima flessione in due anni, nel contesto di un andamento modesto dell'attività industriale. A metà dicembre la banca centrale ha abbassato il tasso di riferimento ufficiale di ulteriori 50 punti base, al 18 per cento. In Messico, invece, la crescita è stata particolarmente vigorosa e nel terzo trimestre il PIL è aumentato in termini reali del 3,3 per cento sul periodo corrispondente, grazie in parte alla dinamica di consumi e investimenti. In dicembre anche la Banca del Messico ha abbassato i tassi di interesse di ulteriori 50 punti base, all'8,25 per cento. In Argentina, infine, l'espansione economica è rimasta vivace, con una crescita nel terzo trimestre del 2005 pari al 9,2 per cento sul periodo corrispondente. Si riscontrano alcuni segnali preliminari di un'ulteriore prosecuzione di tale tendenza, in presenza di un incremento della produzione industriale in ottobre e novembre compreso fra il 9 e il 10 per cento sui dodici mesi. Nell'insieme, le prospettive per la regione restano favorevoli poiché il graduale rafforzamento della domanda interna dovrebbe compensare la prevista attenuazione di quella estera.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

In dicembre e all'inizio di gennaio i corsi petroliferi sono tornati a salire e l'11 gennaio il greggio di qualità Brent è stato quotato a 62,2 dollari. Tale livello è inferiore di appena l'8 per cento circa ai picchi del periodo immediatamente successivo agli uragani che hanno colpito la costa statunitense del Golfo del Messico agli inizi di settembre, ma resta comunque superiore del 56 per cento rispetto agli inizi del 2005. Data la natura temporanea della relativa debolezza della domanda nella seconda metà dello scorso anno, l'Agenzia internazionale per l'energia prevede che nel 2006 la domanda di petrolio registri una ripresa e continui a sostenere i prezzi. L'offerta mondiale di greggio è aumentata notevolmente in ottobre e novembre, trainata da una parziale ripresa della produzione statunitense. Nel contempo anche la produzione dei paesi dell'OPEC è cresciuta, seppur in misura soltanto marginale. Nella riunione del 12 dicembre i delegati dell'OPEC si sono dichiarati soddisfatti del prezzo corrente del petrolio e dell'equilibrio fra domanda e offerta e hanno pertanto deciso di mantenere invariate le quote di produzione. Nel comunicato finale hanno affermato che il massimale di 28 milioni di barili al giorno concordato a giugno del 2005 "è sufficiente a mantenere in equilibrio il mercato nel primo trimestre di quest'anno"; hanno tuttavia aggiunto che – tenuto conto delle prospettive per l'equilibrio fra domanda e offerta nel secondo e terzo trimestre quando, per motivi stagionali, la domanda è inferiore – l'OPEC potrebbe considerare la possibilità di ridurre la produzione nel prossimo futuro. Agli inizi di gennaio i timori per la sicurezza delle forniture di gas dalla Russia all'Europa hanno esercitato ulteriori pressioni al rialzo sui prezzi, forse soltanto temporanee. Il ridotto margine di capacità inutilizzata lungo tutta la catena di approvvigionamento e, di conseguenza, la notevole sensibilità a variazioni inattese dell'equilibrio fra domanda e offerta manterranno le quotazioni petrolifere relativamente elevate e volatili nel breve periodo (cfr. il riquadro 1 *Fattori sottostanti i rincari petroliferi*).

Dopo essersi mantenuti sostanzialmente stabili nei sei mesi precedenti, in novembre e dicembre i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati al crescere dei prezzi delle materie prime industriali e dei beni alimentari. In dicembre i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori di circa il 15 per cento rispetto a un anno prima.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

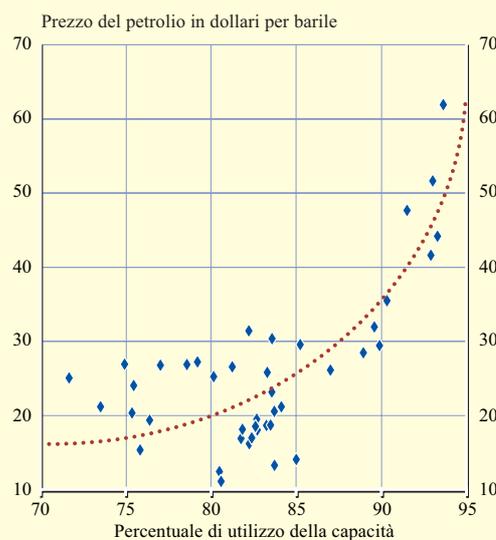
Riquadro 1

FATTORI SOTTOSTANTI I RINCARI PETROLIFERI

Le quotazioni del petrolio hanno subito un'impennata a partire dagli inizi del 2004, riflettendo le condizioni più tese dei mercati petroliferi divenuti molto sensibili agli shock. Il prezzo del greggio di qualità Brent (che funge da riferimento) è aumentato dai circa 30 dollari di gennaio 2004 al massimo storico di 67,5 dollari del settembre 2005. Successivamente è sceso solo in misura modesta, collocandosi l'11 gennaio 2006 a 62,2 dollari. Questo forte aumento dei corsi petroliferi

Figura A Grado di utilizzo della capacità produttiva dell'OPEC e prezzi del petrolio

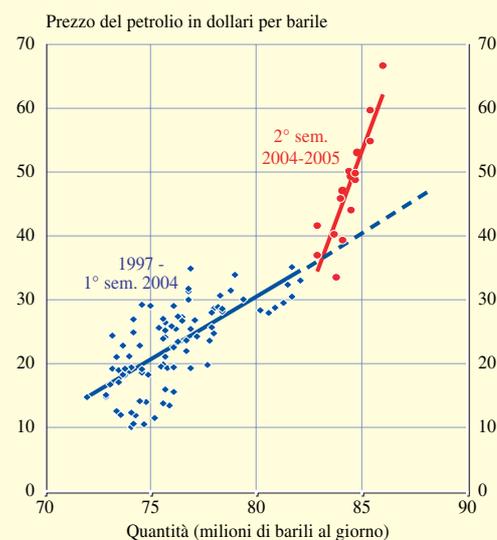
(dati trimestrali; 1° trim. 1995-3° trim. 2005)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Figura B Offerta totale di petrolio e prezzi

(dati mensili; gennaio 1997-ottobre 2005)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

è attribuibile in larga misura all'erosione della capacità inutilizzata e all'emergere di strozzature lungo la catena di approvvigionamento a seguito di una domanda inaspettatamente sostenuta. Il presente riquadro evidenzia che, in tale contesto, dal 2004 paiono essere mutate alcune relazioni storiche fra le determinanti fondamentali del mercato del petrolio (ossia offerta, domanda, scorte, capacità produttiva) e le sue quotazioni.

Un aspetto degno di nota è che i recenti rincari petroliferi sembrano riflettere delle non linearità nella relazione fra quotazioni e quantità immessa sul mercato. Infatti, aumenti marginali dei volumi di petrolio prodotto e consumato sono attualmente associati a incrementi più cospicui dei prezzi corrispondenti, in quanto le capacità produttive stanno raggiungendo il proprio limite. Dal momento che spesso occorrono anni per creare ulteriore capacità estrattiva e di raffinazione, il prezzo del petrolio è divenuto più sensibile alla quantità offerta in quanto ci si avvicina alla piena capacità produttiva.

La capacità inutilizzata dell'OPEC serve ad assorbire l'impatto di inattese interruzioni dei rifornimenti o di impennate impreviste della domanda. Come mostra la figura A, la curva che mette in relazione l'utilizzo della capacità dell'OPEC e i corsi petroliferi tende a divenire molto più inclinata con l'avvicinarsi al 100 per cento del tasso di utilizzo. L'inatteso vigore della domanda, cresciuta nel 2004 al ritmo più sostenuto degli ultimi trent'anni, ha eroso la capacità inutilizzata lungo l'intera catena di approvvigionamento petrolifero, in quanto gli investimenti delle compagnie petrolifere erano stati effettuati in base a proiezioni di un ritmo "normale" di crescita della domanda.

Rappresentando graficamente la relazione fra i quantitativi totali di forniture petrolifere e i prezzi corrispondenti (cfr. figura B), si può suddividere il periodo 1997-2005 in due fasi: dal 1997 alla prima metà del 2004 e dalla seconda metà del 2004 a settembre 2005. L'inclinazione della linea

Figura C Premio per la qualità del Brent rispetto al Dubai Fateh

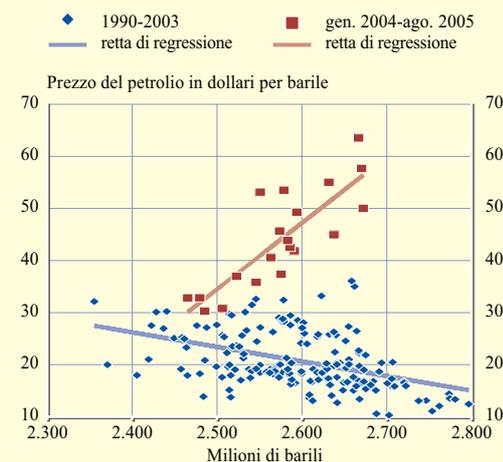
(dollari per barile; medie mobili di 30 giorni)



Fonte: Bloomberg.

Figura D Scorte di petrolio detenute dall'industria nei paesi OCSE e prezzi del petrolio

(dati mensili)



Fonti: International Energy Agency e Bloomberg.

di interpolazione per la fase più recente si è considerevolmente accentuata rispetto al passato, in linea con l'ipotesi che vincoli di capacità produttiva nell'industria petrolifera abbiano indotto delle non linearità nel rapporto fra quantità e prezzi.

Inoltre, l'inatteso vigore della domanda ha eroso non solo la capacità produttiva inutilizzata bensì anche la capacità di raffinazione inutilizzata. La flessibilità dell'industria petrolifera nella raffinazione di diversi tipi di greggio è diminuita di conseguenza e il premio sui greggi leggeri (come il Brent) rispetto ai greggi pesanti (come il Dubai) è sensibilmente aumentato dalla metà del 2004 (cfr. figura C).

Il cambiamento nel funzionamento dei mercati petroliferi può essere altresì illustrato da una discontinuità nel rapporto fra le scorte petrolifere e i prezzi. Prima del 2004 corsi petroliferi più elevati erano generalmente associati a scorte inferiori accumulate nel settore, dal momento che quanto più alte erano le quotazioni del petrolio tanto più costoso risultava detenerne scorte. Dal 2004 è venuto meno il rapporto storicamente negativo fra i livelli delle scorte petrolifere detenute dal settore e i prezzi del greggio. Gli accresciuti timori sulla sicurezza degli approvvigionamenti petroliferi potrebbero aver indotto un maggiore accumulo di scorte per assorbire l'impatto di eventuali turbative all'offerta, nonostante i prezzi in aumento (cfr. figura D). In tale contesto, l'andamento dei prezzi potrebbe essere stato interpretato come un segnale di rincari futuri.

Affinché i mercati petroliferi diventino meno sensibili agli shock è necessario che si allentino i vincoli di capacità produttiva emersi lungo la catena di approvvigionamento. Investimenti aggiuntivi consentirebbero alla capacità utilizzata di ritornare su livelli in linea con un normale funzionamento dei mercati petroliferi. Andrebbero anche incoraggiate le iniziative tese a promuovere un impiego più efficiente delle fonti energetiche¹⁾.

1) Cfr. anche la dichiarazione dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali dei paesi del G7 (Londra, 2-3 dicembre 2005), nonché il comunicato stampa della riunione del Consiglio per gli Affari economici e finanziari (Bruxelles, 6 dicembre 2005).

I.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono nell'insieme favorevoli. L'andamento robusto degli utili e le condizioni di finanziamento positive dovrebbero continuare a sostenere la spesa per investimenti delle imprese. Questo quadro incoraggiante è sostenuto dal fatto che il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è salito ulteriormente in novembre, per il settimo mese consecutivo. L'ulteriore aumento delle quotazioni petrolifere in risposta ai timori per la sicurezza delle forniture di energia dalla Russia evidenzia come i mercati del petrolio continuino a costituire un rischio per l'economia mondiale. Un importante rischio è rappresentato anche dal persistere degli squilibri economici a livello mondiale.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Pur mantenendosi su un livello elevato, pari al 7,6 per cento, la crescita sui dodici mesi di M3 ha mostrato un'ulteriore lieve diminuzione in novembre, quando i segnali emersi in ottobre di una ripresa dell'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio sono divenuti più evidenti. Le dinamiche sottostanti della moneta e del credito, tuttavia, sono rimaste vigorose, e il basso livello prevalente dei tassi di interesse ha continuato ad essere la principale determinante dell'espansione monetaria. Il perdurare di tali dinamiche nel contesto di una liquidità già abbondante comporta rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo periodo. Questi andamenti rendono inoltre necessario tenere sotto stretta osservazione la dinamica dei prezzi delle attività, che potrebbero essere interessati da disallineamenti.

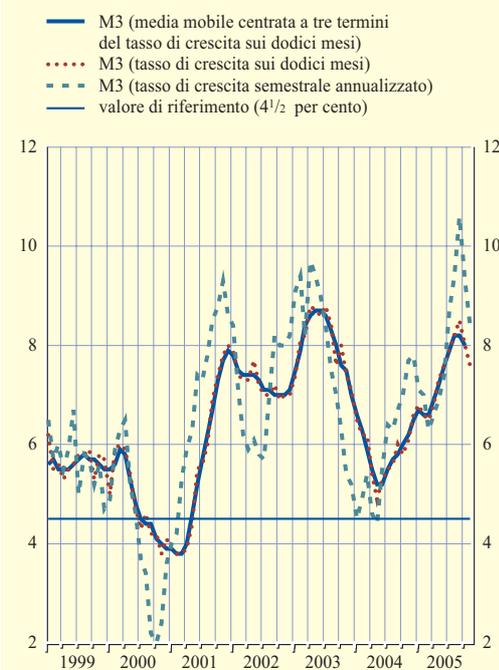
AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 7,6 per cento in novembre, dall'8,0 di ottobre. Nel periodo settembre-novembre la media a tre mesi si è portata all'8,0 per cento, dall'8,2 del periodo agosto-ottobre. Il calo sui dodici mesi di novembre riflette i modesti tassi di crescita sul mese precedente registrati per due mesi consecutivi, dopo una serie di aumenti relativamente significativi nel corso dell'estate. Di conseguenza, in novembre il tasso di variazione sui sei mesi di M3 espresso in ragione d'anno, che in settembre aveva raggiunto il livello più elevato dall'avvio della Terza fase dell'UEM, è diminuito ulteriormente, mantenendosi tuttavia al di sopra del tasso sui dodici mesi (cfr. figura 4).

I dati di novembre indicano che il basso livello prevalente dei tassi di interesse è rimasto la principale determinante della dinamica sostenuta di M3. A conferma di ciò vi è il fatto che le componenti più liquide di M3 contenute nell'aggregato ristretto M1 hanno continuato a contribuire fortemente alla crescita monetaria sui dodici mesi e che la robusta domanda di prestiti delle IFM da parte del settore privato si è ulteriormente rafforzata. Nel contempo andamenti riflettenti una possibile inversione delle scorse ricomposizioni di portafoglio, che non si osservava dal periodo fra la metà del 2003 e la metà del 2004, hanno esercitato un effetto di contenimento sulla crescita di M3¹⁾. I segnali di una ripresa di tale inversione, già rilevati in ottobre, sono divenuti più evidenti con gli ultimi dati disponibili.

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

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



Fonte: BCE.

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.

Data la sostenuta crescita di M3 negli ultimi trimestri, la liquidità nell'area dell'euro rimane abbondante. Ciò comporta crescenti rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, specie se una parte significativa di questa 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 della moneta e del credito in un contesto di liquidità abbondante rende necessario tenere sotto attenta osservazione gli andamenti dei prezzi delle attività, che potrebbero essere interessati da disallineamenti.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Al lieve rallentamento di M3 in novembre hanno contribuito pressoché tutte le sue componenti. Per quanto concerne M1, sebbene tale aggregato abbia continuato ad espandersi ad un ritmo sostenuto, i tassi di incremento sia del circolante sia dei depositi a vista hanno segnato una moderazione in novembre. Nonostante ciò, M1 ha continuato a fornire il maggiore contributo complessivo alla crescita di M3. Nel mese in esame il tasso di variazione dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. tavola 1); l'attuale vigore della domanda di questi depositi riflette probabilmente il basso costo opportunità di detenere tali attività in un contesto di bassi tassi di interesse.

La crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 ha registrato un lieve calo in novembre, in gran parte riconducibile al rallentamento delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. L'andamento di queste ultime attività, utilizzate dalle famiglie e dalle imprese come forme di investimento temporaneo nei periodi di maggiore incertezza, conforta l'opinione secondo cui l'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio potrebbe aver riacquisito un certo vigore negli ultimi mesi.

In novembre è ulteriormente diminuito il tasso di variazione dei depositi a breve e dei contratti pronti contro termine detenuti dal settore privato presso le IFM (escluso l'Eurosistema), che insieme costituiscono la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale sono disponibili dati per set-

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

Fonte: BCE.

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

tore detentore. Dopo essere notevolmente aumentato dalla metà del 2004, il contributo fornito dagli intermediari finanziari diversi dalle IFM all'andamento di questo aggregato è diminuito in ottobre e novembre. Per contro, è proseguita la tendenza crescente del corrispondente contributo fornito dalle società non finanziarie.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, in novembre il tasso di crescita dei prestiti delle IFM al settore privato è salito ulteriormente, al 9,0 per cento, dall'8,9 di ottobre. Il protrarsi della forte espansione dei prestiti delle IFM, che ha interessato pressoché tutti i settori, è ascrivibile all'effetto di stimolo del basso livello dei tassi di interesse e, presumibilmente, anche al migliore clima di fiducia in taluni comparti dell'economia.

Alla crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a contribuire soprattutto il dinamismo dei mutui per l'acquisto di abitazioni, aumentati in novembre a un tasso dell'11,2 per cento, contro il 10,9 di ottobre (cfr. tavola 2). Il forte indebitamento per l'acquisto di abitazioni rispecchia il contesto di bassi tassi sui mutui ipotecari nell'insieme dell'area dell'euro e il vigore del mercato degli immobili residenziali in diverse regioni. Anche la crescita del credito al consumo ha mostrato un ulteriore incremento, raggiungendo un tasso dell'8,0 per cento in novembre. L'espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, rafforzata dagli inizi del 2004, è ulteriormente aumentata nel mese in esame, riflettendo una maggiore domanda di prestiti con scadenze a medio-lungo termine.

In novembre si sono ulteriormente rafforzate entrambe le principali componenti del credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro. La crescita del credito alle amministrazioni pubbliche è notevolmente aumentata, per effetto della domanda di titoli diversi dalle azioni, e l'espansione del credito al settore privato è rimasta robusta.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di incremento delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve), pur restando sostenuto, è diminuito lievemente in novembre,

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 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 ott.	2005 nov.
Società non finanziarie	41,1	5,1	5,7	6,1	6,9	7,3	7,5
Fino a 1 anno	30,6	1,6	3,2	4,6	5,8	5,9	5,2
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	5,8	6,7	6,4	6,3	7,4	7,7
Oltre 5 anni	52,0	7,0	6,9	7,0	7,9	8,1	8,8
Famiglie²⁾	50,5	7,9	8,1	8,2	8,6	9,0	9,2
Credito al consumo ³⁾	13,2	6,2	6,4	6,7	6,8	7,7	8,0
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	69,3	9,9	10,1	10,2	10,7	10,9	11,2
Altri prestiti	17,4	1,9	2,2	2,1	2,2	3,1	3,0
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	14,4	23,0	14,4	16,5	24,0	37,3
Altri intermediari finanziari non monetari	7,5	10,2	10,6	11,4	15,7	15,6	12,9

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.

al 9,4 per cento dal 9,7 di ottobre. La robusta domanda di questa classe di attività risulta evidente sia dalla dinamica dei titoli di debito con scadenza originaria superiore a due anni, sia da quella dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni. Il perdurare di questa forte domanda conferma la propensione mostrata dal settore detentore di moneta dell'area dell'euro a investire in strumenti a più lungo termine dell'area.

Il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM è diventato negativo in novembre, per la prima volta dal dicembre del 2001. Nei dodici mesi fino a novembre è stato registrato per l'area dell'euro un deflusso netto pari a 2 miliardi di euro, contro un afflusso netto di 51 miliardi nel mese precedente (cfr. figura 5). Il calo sui dodici mesi ha rispecchiato una serie di deflussi netti mensili da agosto 2005. Sulla scorta delle ultime evidenze, benché gli investimenti dall'estero siano stati il fattore principale all'origine dell'andamento delle attività nette sull'estero delle IFM, gli investimenti effettuati all'estero dai residenti nell'area dell'euro paiono aver riacquisito slancio negli ultimi mesi.

Sintetizzando le informazioni ricavabili dalle contropartite di M3, il basso livello prevalente dei tassi di interesse ha alimentato il crescente dinamismo dei prestiti delle IFM al settore privato, il che ha continuato a sostenere la vigorosa espansione della moneta. Al tempo stesso, la forte domanda di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM e gli andamenti recenti della posizione netta sull'estero di quest'ultimo settore hanno contribuito a moderare la dinamica monetaria.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

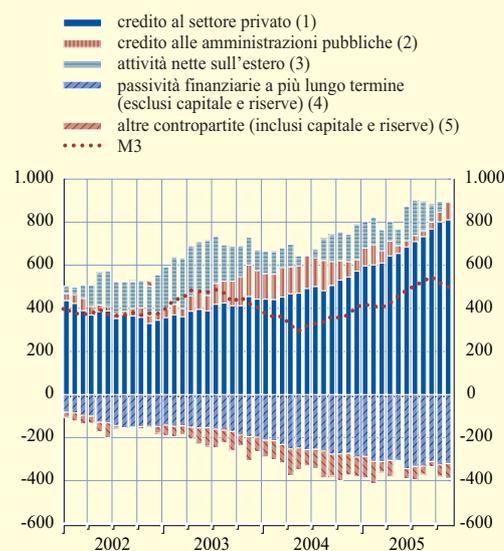
In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostenuto. Il tasso relativo ai titoli emessi da società non finanziarie dell'area si è lievemente rafforzato rispetto al basso livello del mese precedente. Al contempo il tasso di variazione dei titoli di debito emessi dalle IFM ha continuato a collocarsi su livelli sostenuti, così come quello relativo alle azioni quotate emesse da residenti nell'area, rimasto sui valori elevati registrati da luglio scorso. Su quest'ultimo dato, tuttavia, ha inciso in larga misura una revisione statistica.

TITOLI DI DEBITO

In ottobre il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area è aumentato lievemente, al 7,4 per cento. L'andamento continua ad essere in gran parte ascrivibile alla robusta espansione delle emissioni a lungo termine (8 per cento circa), mentre la crescita delle

Figura 5 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.

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro)	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2005	2004	2005	2005	2005	2005
		ott.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	set.
Emissione di titoli di debito:	10.160	7,2	7,6	7,7	7,6	7,3	7,4
IFM	4.087	9,9	10,1	9,8	10,0	9,4	9,4
Società finanziarie non monetarie	852	9,9	11,6	17,2	19,3	20,6	21,0
Società non finanziarie	627	3,1	2,9	4,6	2,2	2,8	3,9
Amministrazioni pubbliche	4.594	5,3	5,5	4,9	4,5	4,2	4,1
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.321	4,8	5,1	4,5	4,0	3,8	3,6
Altre amministrazioni pubbliche	273	14,5	13,7	12,0	11,9	11,5	11,8
Emissione di azioni quotate:	4.651	1,1	1,1	1,0	2,7	3,1	3,1
IFM	752	2,1	2,7	2,2	2,7	3,2	3,2
Società finanziarie non monetarie	473	1,5	1,0	1,0	1,2	1,3	1,3
Società non finanziarie	3.426	0,8	0,8	0,7	2,9	3,3	3,3

Fonte: BCE.

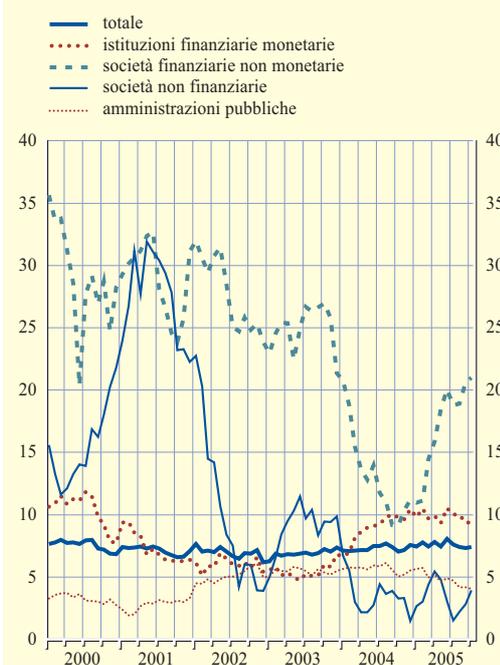
1) Per maggiori dettagli, cfr. le Note tecniche relative alle sezioni 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

emissioni a breve termine è rimasta relativamente moderata, al 2,4 per cento, pur essendo risalita da settembre (cfr. tavola 3). All'espansione relativamente robusta dei titoli di debito a lungo termine ha contribuito principalmente la sostenuta attività di emissione a tasso variabile, mentre le emissioni a tasso fisso sono risultate più modeste.

Considerando l'attività di emissione per settore, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è aumentato in ottobre, al 3,9 per cento dal 2,8 di settembre, pur rimanendo nel complesso basso rispetto ai livelli del 2003 (cfr. figura 6). Questa tendenza al rialzo è confermata dall'analisi dei dati destagionalizzati. Il tasso di variazione sui tre mesi ha mostrato un aumento significativo in ottobre, raggiungendo il livello massimo registrato da aprile. Tali andamenti rivelerebbero un maggiore ricorso da parte delle società non finanziarie ai titoli di debito come forma di finanziamento nella seconda metà del 2005. Nonostante ciò, la dinamica ancora relativamente debole pare legata ad effetti di sostituzione con il finanziamento tramite prestiti e al numero relativamente limitato di fusioni e acquisizioni che hanno interessato le società non finanziarie negli ultimi mesi, malgrado la significativa ripresa di queste operazioni nell'insieme del 2005. In linea con la tendenza generale, le società non finanziarie hanno intensificato la propria attività di emissione, in particolare di titoli a lungo termine finanziati a tasso variabile.

Figura 6 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.

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto invariato rispetto al mese precedente, al 9,4 per cento. Questo sostenuto ritmo di espansione è da ricondurre principalmente alla perdurante e vigorosa emissione di titoli a tasso variabile sia a breve che a lungo termine, che rappresentano circa il 56 per cento del totale, mentre le emissioni a tasso fisso sono rimaste modeste. La forte espansione delle emissioni delle IFM è stata connessa con il fabbisogno di finanziamento di questo settore, determinato dalla crescita alquanto robusta dei prestiti al settore privato, e con l'attività di cartolarizzazione di mutui ipotecari.

Le società non finanziarie e le IFM si avvalgono altresì di società finanziarie non monetarie per la raccolta indiretta di finanziamento esterno. Il tasso di crescita delle emissioni obbligazionarie di queste ultime società è salito lievemente in ottobre, al 21,0 per cento (cfr. figura 6); particolarmente elevato è stato il tasso di incremento registrato in questo settore dalle emissioni di titoli a lungo termine a tasso variabile, pari al 41,6 per cento.

L'espansione dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche non ha segnato variazioni di rilievo nel mese in esame, attestandosi al 4,1 per cento.

AZIONI QUOTATE

In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dai residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato, al 3,1 per cento. Anche considerando unicamente le azioni emesse dalle società non finanziarie, il tasso si mantiene invariato, al 3,3 per cento (cfr. figura 7). Nondimeno, tale tasso ha subito una revisione al rialzo dal luglio 2005, per via di una significativa operazione di ristrutturazione che ha coinvolto un'entità residente nell'area e una non residente. Al netto di questo effetto statistico, il tasso di crescita delle azioni quotate risulterebbe appena più elevato di quelli registrati negli ultimi anni, rispecchiando il moderato impiego di questa forma di finanziamento da parte delle società non finanziarie dell'area dell'euro.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Fra l'inizio di dicembre e l'inizio di gennaio i tassi di interesse del mercato monetario con scadenza a un mese sono lievemente diminuiti, mentre quelli a più lungo termine sono aumentati. Di conseguenza, nel corso del periodo l'inclinazione della curva dei rendimenti si è accentuata.

Nel periodo compreso fra l'inizio di dicembre e l'11 gennaio i tassi del mercato monetario con scadenza a un mese sono calati di 1 punto base, mentre quelli a più lungo termine, rappresentati dalle

Figura 7 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)



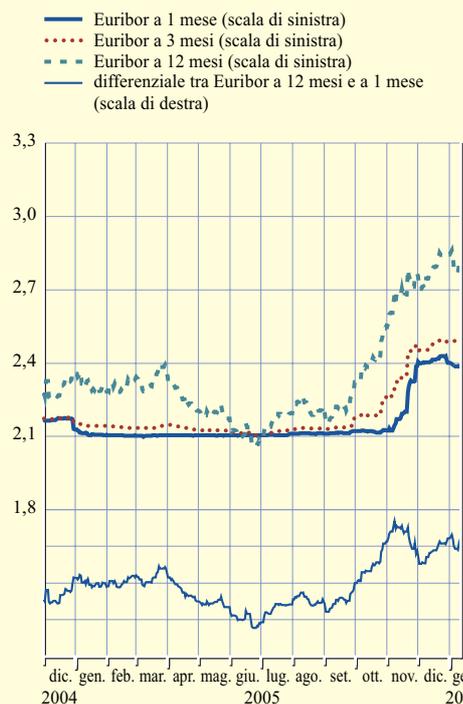
Fonte: BCE.

Note: i tassi di crescita sono calcolati sulla base di transazioni finanziarie. Per i tassi di crescita sul periodo corrispondente in altri settori, cfr. figura F17 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

1) La serie corretta esclude l'effetto di una significativa ristrutturazione societaria che ha coinvolto un'entità residente nell'area dell'euro e una non residente.

Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine

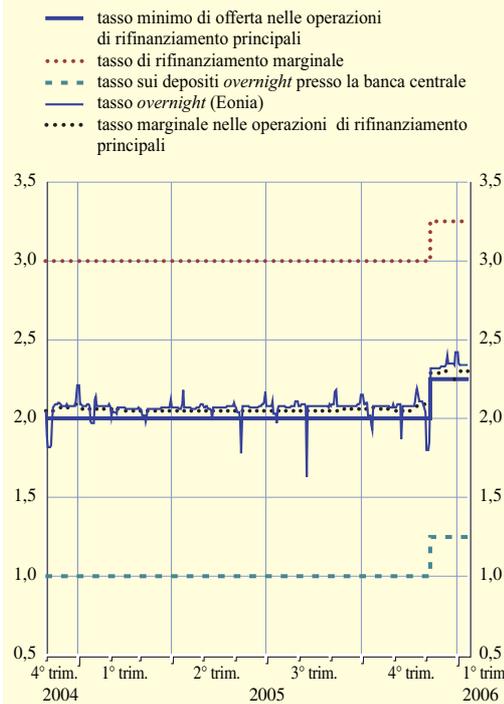
(valori percentuali in ragione d'anno; punti percentuali; dati giornalieri)



Fonte: Reuters.

Figura 9 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight

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



Fonti: BCE e Reuters.

scadenze a tre e a dodici mesi, sono aumentati rispettivamente di 3 e 8 punti base. L'11 gennaio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 2,39, 2,50, 2,64 e 2,83 per cento. Di conseguenza, nel corso del periodo l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario si è accentuata. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese si è ampliato da 35 a 44 punti base da inizio dicembre all'11 gennaio.

L'11 gennaio i tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in marzo, giugno e settembre 2006 erano pari rispettivamente al 2,70, 2,87 e 2,99 per cento, superiori di 4, 7 e 13 punti base rispetto a inizio dicembre.

Il 1° dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare i tassi di riferimento della BCE di 25 punti base, fissando il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema al 2,25 per cento a partire dal 6 dicembre. Verso la fine del periodo di mantenimento terminato il 5 dicembre, l'Eonia ha raggiunto valori prossimi o inferiori al 2 per cento, sotto l'impulso di aspettative di liquidità abbondante alla fine del periodo da parte degli operatori di mercato. Il 5 dicembre, nonostante sia stata condotta un'operazione puntuale (*fine-tuning*) che ha assorbito l'eccesso di liquidità, l'Eonia è sceso all'1,85 per cento. Esso è poi salito al 2,32 per cento all'inizio del nuovo periodo di mantenimento, rispecchiando l'incremento dei tassi di riferimento della BCE. I tassi sono rimasti attorno a tale livello fino alla settimana di Natale, quando sono lievemente aumentati. L'ultimo giorno lavorativo dell'anno il tasso *overnight* è salito al 2,42 per cento, riflettendo il consueto effetto di fine anno. L'entità di tale effetto è stata tuttavia molto modesta rispetto ad anni

precedenti, probabilmente in connessione con il fatto che, come nel 2004, la BCE ha fornito ampia liquidità alle banche in dicembre per contrastare l'incertezza in merito alla liquidità associata al periodo delle festività natalizie.

In dicembre il tasso marginale e quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono aumentati, di riflesso al rialzo dei tassi di riferimento della BCE. La liquidità è stata fornita a un tasso marginale del 2,29-2,30 per cento e a un tasso medio del 2,30-2,31 per cento, tranne che nell'operazione d'asta di fine anno, quando il primo è sceso al 2,25 per cento e il secondo è salito al 2,42 per cento; l'ampio differenziale fra i due tassi è stato ascrivibile all'accresciuta incertezza di fine anno. All'inizio di gennaio l'Eonia è gradualmente diminuito a livelli appena sopra quelli osservati prima di Natale, stabilizzandosi al 2,34 per cento. Di conseguenza, il differenziale tra l'Eonia e il tasso minimo di offerta dell'Eurosistema si è lievemente ampliato rispetto a prima della festività natalizia.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 1° dicembre il tasso marginale e quello medio ponderato sono cresciuti rispettivamente al 2,40 e al 2,41 per cento, 23 e 22 punti base al di sopra dell'operazione precedente, scontando un innalzamento dei tassi di riferimento della BCE. Rispetto al tasso Euribor a tre mesi prevalente a quella data, i tassi d'asta sono risultati inferiori rispettivamente di 7 e 6 punti base. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 22 dicembre, il tasso marginale e quello medio ponderato sono saliti rispettivamente al 2,45 e al 2,46 per cento, in parte a causa di un inconveniente tecnico provocato da un'imprecisione nell'offerta di una banca privata che ha determinato una fornitura di liquidità inferiore alle intenzioni. Tale errore ha reso necessario che venisse condotta un'operazione speciale il giorno successivo per immettere liquidità.

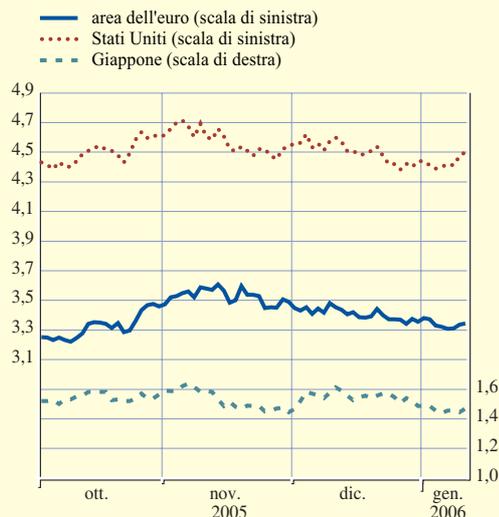
2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

I rendimenti nominali e reali dei titoli di Stato a lungo termine sono calati leggermente nell'area dell'euro e negli Stati Uniti tra la fine di novembre e gli inizi di gennaio. Nell'area dell'euro, tuttavia, i rendimenti nominali e reali a più breve termine sono rimasti sostanzialmente invariati in tale periodo, a indicazione che gli operatori di mercato non hanno rivisto significativamente le proprie aspettative circa le prospettive di crescita per l'economia dell'area nei prossimi anni. I tassi di inflazione di pareggio a lungo termine, che riflettono le aspettative di inflazione degli operatori su un orizzonte temporale lungo, non sono essenzialmente mutati nell'area dell'euro, ma hanno continuato ad attestarsi leggermente negli Stati Uniti. In entrambe le economie la volatilità dei mercati obbligazionari derivata dai prezzi delle opzioni è continuata a calare, raggiungendo livelli estremamente bassi.

I rendimenti dei titoli di Stato decennali, dopo essere cresciuti tra settembre e metà novembre, sono leggermente diminuiti in dicembre e agli inizi di gennaio sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figura 10). Nell'area dell'euro la curva dei rendimenti ha registrato un lieve spostamento verso il basso per tutte le scadenze superiori a due anni (cfr. figura 11), mentre negli Stati Uniti i tassi di interesse sono scesi su tutte le scadenze tranne che nel segmento a brevissimo termine della curva. Nel complesso, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati rispettivamente di 15 e 5 punti base tra la fine di novembre e l'11 gennaio; di conseguenza, il corrispondente differenziale di rendimento fra le due aree è aumentato a circa 115 punti base alla fine del periodo in esame. In Giappone i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente stabili attorno all'1,5 per cento in dicembre e a inizio gennaio, nonostante i risultati delle indagini indicassero un perdurante miglioramento delle condizioni delle imprese. In dicembre l'in-

Figura 10 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 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 riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti *swap*.

certezza degli operatori di mercato circa gli andamenti a breve termine nel segmento a dieci anni del mercato obbligazionario, indicata dalla volatilità implicita derivata dalle opzioni su obbligazioni, si è ridotta sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, mentre è restata immutata in Giappone.

Negli Stati Uniti, dopo lo slittamento verso l'alto della curva nei tre mesi precedenti, si è registrata una minore correlazione dei movimenti dei tassi di interesse sulle diverse scadenze. I rendimenti delle obbligazioni a più breve scadenza sono saliti ulteriormente, sospinti dall'ultimo rialzo di 25 punti base del tasso obiettivo sui *federal funds* del 13 dicembre. Sulle scadenze più lunghe i tassi sono diminuiti, forse in parte perché gli operatori di mercato hanno cominciato a percepire una minore necessità di ulteriori inasprimenti monetari a medio termine, come rispecchiato anche nella dichiarazione rilasciata dal Federal Open Market Committee (FOMC) in seguito alla sua riunione del 13 dicembre.

La diminuzione dei tassi a lungo termine ha determinato un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti, a dispetto di dati macroeconomici e risultati delle indagini indicativi di una vigorosa crescita economica. Il differenziale fra i rendimenti nominali dei titoli di Stato decennali e i tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi, che si era collocato attorno a 180 punti base all'inizio del 2005, è divenuto negativo da metà dicembre, portandosi a -10 punti base alla fine del periodo in esame. Dato che negli Stati Uniti un'inversione nella curva dei rendimenti ha in genere anticipato periodi di bassa crescita economica, ciò potrebbe aver lievemente accresciuto i timori degli agenti economici circa le prospettive di crescita a breve termine dell'economia statunitense. Tuttavia, nell'attuale contesto, l'inclinazione negativa della curva dei rendimenti sembra essere principalmente riconducibile a bassi rendimenti obbligazionari a lungo termine indotti da una serie

di fattori che hanno contribuito a far diminuire e mantenere bassi i premi per il rischio sul segmento a lungo termine della curva²⁾. Il calo dei rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a dieci anni ha interamente rispecchiato la flessione dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate sulla stessa scadenza, a fronte di tassi di inflazione di pareggio sostanzialmente invariati nel periodo in esame (cfr. figura 12).

Come negli Stati Uniti, nell'area dell'euro i tassi di inflazione di pareggio non sono sostanzialmente mutati nel periodo in esame, così che i movimenti della curva dei rendimenti nominali hanno rispecchiato quelli dei rendimenti reali. Nonostante la flessione nel segmento a dieci anni, i rendimenti delle obbligazioni indicizzate sono cresciuti lievemente sulle scadenze più brevi (cfr. figura 12), in linea con pubblicazioni di dati macroeconomici nel complesso superiori alle aspettative e con i segnali positivi contenuti nei risultati delle indagini, a indicazione pertanto che gli operatori di mercato non hanno rivisto significativamente le proprie attese

riguardo alle prospettive di crescita per l'economia dell'area dell'euro nei prossimi anni. Insieme all'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE all'inizio del periodo in esame, ciò spiega il rialzo della curva dei tassi *overnight* a termine impliciti nei tassi *swap* fino al segmento a due anni (cfr. figura 11). Nel complesso, nel 2005 l'area dell'euro ha registrato un notevole appiattimento della curva dei rendimenti. Ad esempio, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato decennali e l'Euribor a tre mesi è calato di quasi 70 punti base da fine dicembre 2004, ma è comunque rimasto chiaramente positivo, collocandosi attorno a 80 punti base l'11 gennaio 2006. Infine, la lieve riduzione dell'incertezza degli operatori di mercato durante il periodo in esame, avvicinata ai minimi del 2005, può aver determinato un'ulteriore diminuzione dei premi per il rischio incorporati nei rendimenti nominali e reali.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

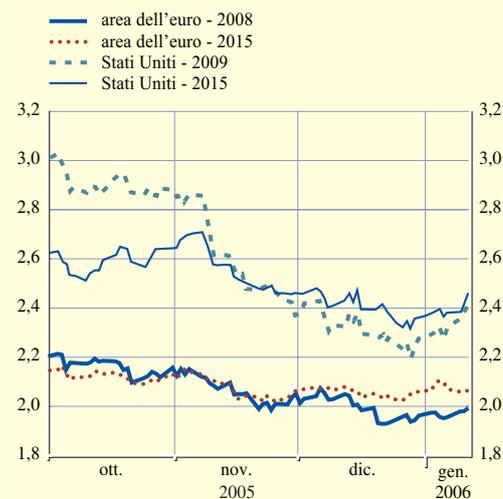
In ottobre i tassi applicati dalle IFM sui depositi e sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie hanno registrato andamenti eterogenei, ma sono variati solo lievemente nel complesso.

In ottobre i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai prestiti a favore sia delle famiglie sia delle società non finanziarie non sono cambiati molto rispetto al mese precedente, con l'unica eccezione dei tassi sui prestiti al consumo erogati alle famiglie, calati di oltre 20 punti base (cfr. tavola 4). In generale, tuttavia, le variazioni a breve dei tassi di quest'ultima categoria vanno interpretate con particolare cautela, dal momento che i loro livelli sono relativamente volatili e che il calo di ottobre è stato probabilmente connesso a un riassorbimento degli aumenti dell'estate.

2) Cfr. il riquadro *Andamenti recenti dei tassi di interesse reali a lungo termine* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

Figura 12 Tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(valori percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

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 ad ottobre 2005		
	2004 3° trim.	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 set.	2005 ott.	2004 ott.	2005 lug.	2005 set.
Tassi di interesse delle IFM sui depositi									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,90	1,95	1,92	1,94	1,97	1,97	6	5	1
con durata prestabilita oltre due anni	2,48	2,31	2,38	2,21	2,06	2,16	-37	-6	10
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,00	2,01	1,96	2,17	2,02	1,96	-5	-20	-6
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,52	2,52	2,47	2,38	2,29	2,27	-25	-7	-2
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie									
	0,89	0,91	0,94	0,92	0,96	0,97	7	2	1
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,00	2,08	2,00	2,01	2,04	2,04	0	2	0
con durata prestabilita oltre due anni	3,52	3,46	3,34	3,63	2,98	3,37	-15	40	39
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	6,89	6,74	6,62	6,61	6,96	6,74	3	19	-22
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,50	3,44	3,42	3,35	3,32	3,32	-16	1	1
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,82	4,50	4,35	4,15	3,99	3,99	-77	-9	0
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie									
	5,38	5,27	5,26	5,13	5,13	5,09	-31	-3	-4
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,99	3,98	3,91	3,88	3,81	3,88	-13	2	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,70	4,44	4,33	4,20	4,04	4,04	-61	-11	0
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,00	3,04	3,01	2,94	2,94	2,91	-8	-5	-3
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,31	4,06	4,04	3,89	3,87	3,78	-41	-7	-9
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,12	2,17	2,14	2,11	2,14	2,20	5	8	6
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,60	2,36	2,49	2,07	2,21	2,45	-2	26	24
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	3,35	2,93	3,08	2,58	2,60	2,85	-33	19	25

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.

I tassi applicati dalle IFM ai depositi a breve termine hanno seguito andamenti molto simili, rimanendo sostanzialmente invariati nel mese in esame.

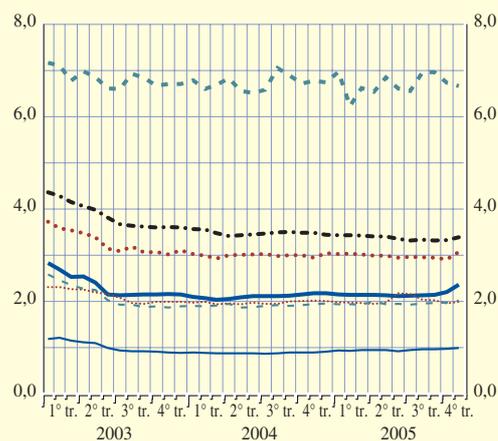
La stabilità dei tassi a breve termine delle IFM si è prodotta in concomitanza ad alcuni lievi aumenti dei tassi a breve del mercato monetario in ottobre. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che tali aumenti si erano verificati principalmente negli ultimi giorni del mese e non si erano pertanto ancora trasmessi ai tassi di interesse praticati dalle IFM.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi a breve termine sui depositi sono rimasti per la maggior parte sostanzialmente invariati da ottobre 2004, in linea con la stabilità dei tassi del mercato monetario nello stesso periodo. Per contro, i tassi a breve termine sui prestiti sono in gran parte

Figura 13 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 ponderati¹⁾)

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



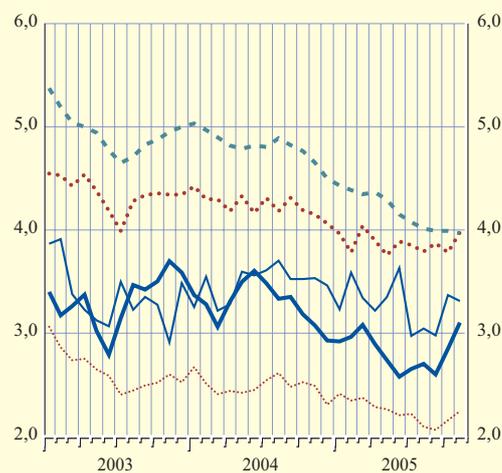
Fonte: BCE.

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 14 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 ponderati¹⁾)

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



Fonte: BCE.

1) 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.

diminuiti di almeno 10 punti base in tale periodo, tranne quelli sui prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo che non hanno subito variazioni.

In ottobre la maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine applicati alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati, con l'unica eccezione rappresentata dai tassi sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore a due anni, cresciuti di circa 10 punti base. Nel contempo i tassi a lungo termine applicati alle società non finanziarie hanno avuto andamenti eterogenei. Quelli sui depositi con durata prestabilita superiore a due anni sono saliti marcatamente, di circa 40 punti base, a causa principalmente di un incremento molto forte in un paese. I tassi a lungo termine sui prestiti concessi a società non finanziarie, invece, sono scesi di alcuni punti base (cfr. figura 14). Nello stesso periodo i rendimenti dei titoli di Stato a due e a cinque anni sono cresciuti di circa 25 punti base.

Da ottobre 2004 i tassi sui prestiti a lungo termine hanno subito cali pronunciati, compresi tra 30 e 80 punti base. I più significativi sono stati registrati per i tassi a lungo termine sui mutui per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti a società non finanziarie fino a 1 milione di euro con periodo di

determinazione iniziale oltre i cinque anni. Nello stesso periodo i tassi sui depositi a lungo termine hanno perso fra i 15 e i 40 punti base, con le flessioni maggiori per quelli delle famiglie (cfr. tavola 4). Tali andamenti sono risultati in linea con quelli dei rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni, diminuiti di circa 35 punti base nel periodo in esame.

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di novembre e l'inizio di gennaio le quotazioni azionarie sono aumentate sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti e hanno continuato a crescere con particolare vigore in Giappone. L'incertezza dei mercati azionari è rimasta nel complesso invariata negli Stati Uniti e nell'area dell'euro, ma è aumentata in Giappone. La redditività, sia corrente che attesa, ha nuovamente fornito sostegno ai corsi azionari dei principali mercati.

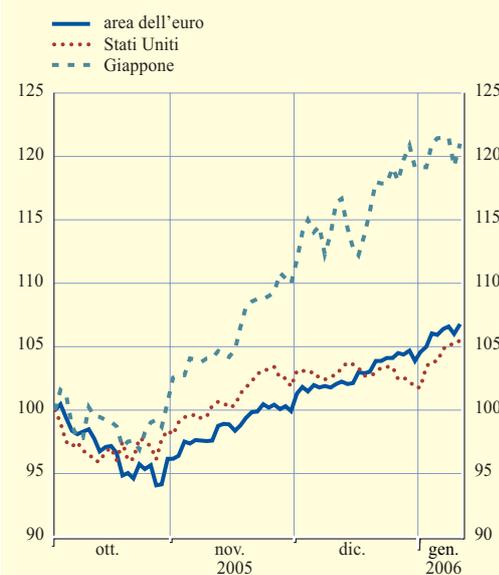
Tra la fine di novembre e l'11 gennaio le quotazioni azionarie sono aumentate sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti (cfr. figura 15). Nello stesso periodo, la tendenza crescente registrata dal mercato azionario giapponese nei mesi precedenti si è ulteriormente accentuata. Nell'area dell'euro l'indice Dow Jones Euro Stoxx è salito di quasi il 7 per cento, mentre l'indice Standard & Poor's 500 negli Stati Uniti è cresciuto del 4 per cento. Nel contempo le quotazioni azionarie giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, sono progredite di circa il 10%. Sull'insieme del 2005 gli indici azionari ampi hanno registrato rialzi del 40 per cento in Giappone, del 22 per cento nell'area dell'euro e del 4 per cento soltanto negli Stati Uniti. Il riquadro 2 presenta sinteticamente le recenti modifiche delle regole contabili delle imprese e il loro potenziale impatto sui corsi azionari.

L'incertezza prevalente nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni, è rimasta pressoché immutata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel periodo in esame, ma è aumentata nettamente in Giappone, collocandosi all'inizio di gennaio lievemente al di sopra del 20 per cento (cfr. figura 16). L'incremento dell'incertezza percepita circa gli andamenti futuri delle azioni nipponiche potrebbe essere collegato a preoccupazioni sulla sostenibilità dei guadagni, dell'ordine del 10 per cento circa, registrati in tre degli ultimi quattro mesi dell'anno e, in parte, sulla solidità dell'attuale ripresa. Se si esclude il picco di breve durata dopo i due uragani di fine estate negli Stati Uniti e l'improvviso aumento in Giappone nel mese di dicembre, nell'insieme del 2005 non si sono avute variazioni di rilievo dell'incertezza nei principali mercati azionari.

Negli Stati Uniti i rialzi delle quotazioni azionarie sono stati in linea con la forte redditività attesa, sia a breve sia a più lungo termine, benché il tasso di crescita degli utili per azione sia lievemente calato nell'ultimo trimestre del 2005.

Figura 15 Indici dei corsi azionari

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



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

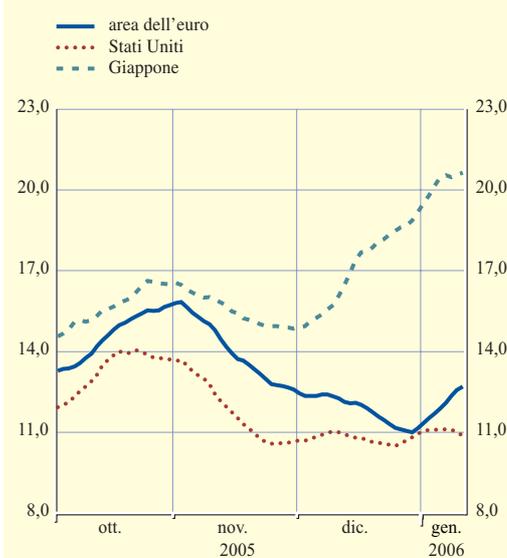
Nota: indice Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia) per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

Per quanto riguarda altre determinanti, i premi per il rischio azionario non sembrano aver svolto un ruolo significativo in dicembre, considerata la stabilità della volatilità implicita del mercato azionario derivata dalle opzioni sull'indice Standard & Poor's 500 (cfr. figura 16). Il deludente risultato delle azioni statunitensi rispetto a quelle dell'area dell'euro ha probabilmente riflesso in parte il minore calo dei tassi di interesse reali a lungo termine in quel paese. Inoltre, sebbene l'inflazione sia rimasta relativamente bassa e le attese di inflazione siano contenute, la dichiarazione rilasciata dal FOMC il 13 gennaio ha indicato rischi di rialzo dell'inflazione derivanti dal grado di utilizzo delle risorse e dagli elevati prezzi energetici, e ciò potrebbe avere contribuito a comprimere le quotazioni azionarie.

Nell'area dell'euro l'aumento dei corsi azionari nel periodo in esame ha probabilmente rispecchiato la riduzione dei tassi di interesse reali a lungo termine e, soprattutto, il mantenimento di una crescita degli utili societari, sia effettivi che attesi, piuttosto solida. L'incremento delle quotazioni è stato generalizzato, ma alcuni settori hanno ottenuto guadagni maggiori, in particolare quelli dell'industria, delle materie prime e quello finanziario. Il settore del petrolio e del gas, che di recente ha registrato forti rialzi, ha conseguito il risultato peggiore in dicembre e a inizio gennaio, malgrado il nuovo rincaro del greggio nel mese. Le quotazioni si sono riprese anche nel comparto dei beni di consumo, sebbene le prospettive in termini di utili delle imprese del settore siano rimaste comparativamente più deboli.

Figura 16 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.

Riquadro 2

LE STOCK OPTION, GLI ACQUISTI DI AZIONI PROPRIE E I LORO EFFETTI SUI MERCATI AZIONARI: EVIDENZE RELATIVE AGLI STATI UNITI

Le modifiche degli obblighi contabili cui sono tenute le società possono incidere sulle valutazioni di queste ultime e, conseguentemente, sui corsi azionari. Informazioni utili sull'argomento possono essere desunte dalle recenti modifiche in materia di obblighi contabili introdotte negli Stati Uniti. Al termine di anni di dibattiti fra autorità di regolamentazione e rappresentanti delle imprese (in particolare quelle appartenenti ai settori trainanti la crescita), è stato approvato un nuovo corpo di norme contabili per il trattamento delle *stock option* (remunerazione erogata al personale sotto forma di opzioni su azioni della società). Le nuove norme contabili, introdotte con la revisione della direttiva n. 123 del Financial Accounting Standards Board, prescrivono alle imprese di riconoscere per intero il valore delle *stock option* come spese alla data di emissione e per tutto il periodo di validità dell'opzione. Tali norme hanno decorrenza dal 2006 per la maggior

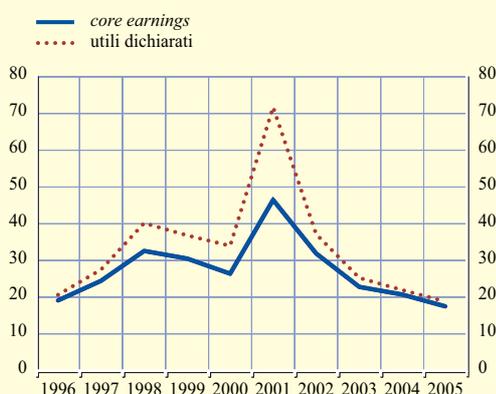
parte delle società, per cui è probabile che i loro effetti sugli utili societari diverranno visibili nei dati pubblicati nei prossimi trimestri. Sebbene nel breve periodo le ripercussioni delle nuove normative sulle quotazioni azionarie potrebbero risultare significative in certi settori, l'impatto complessivo sull'indice ampio sarà probabilmente moderato.

L'esclusione sistematica delle *stock option* dal calcolo dei costi era una caratteristica generale dei cosiddetti utili pro forma ¹⁾. Questi ultimi, insieme all'immagine distorta che tendevano a dare della redditività delle imprese, sono stati indicati come una delle cause della bolla speculativa accumulatasi alla fine degli anni novanta e scoppiata nel 2000, in particolare con riferimento alle società del settore tecnologico. Inoltre, la pubblicazione di utili pro forma ha contribuito a nascondere casi di frode, venuti poi alla luce con gli scandali contabili che hanno coinvolto imprese statunitensi (Enron, Tyco e WorldCom). Sotto la pressione degli investitori preoccupati da questi scandali, un certo numero di società, ancorché limitato, ha iniziato a includere le *stock option* fra le spese.

Ai fini del calcolo degli utili, gli analisti di Standard & Poor's hanno iniziato nel 2001 a includere le *stock option* nel capitolo spese, pubblicando altresì una nuova serie statistica per gli utili delle società comprese nell'indice Standard & Poor's 500, detta dei "*core earnings*" (cfr. figura A). Nel biennio 2000-2001 la differenza fra gli utili pubblicati e i *core earnings* è stata ragguardevole; essa tuttavia si è ridotta considerevolmente negli anni più recenti, quando un numero maggiore di società ha iniziato a tenere conto delle *stock option* e diverse imprese hanno modificato il trattamento retributivo dei propri dipendenti, riducendo in pratica l'uso di *stock option*. Alla fine del 2004, data degli ultimi dati di bilancio ufficiali disponibili, la differenza di valore fra gli utili relativi alle due serie si situava intorno al 6 per cento. Nei prossimi trimestri, pertanto, gli effetti delle nuove normative sugli utili pubblicati, e sull'indice azionario complessivo, non dovrebbero essere significativi. Le serie aggregate tuttavia celano ampie divergenze riguardo alla rilevanza

Figura A Utili dichiarati per azione e *core earnings* delle società comprese nell'indice S&P 500

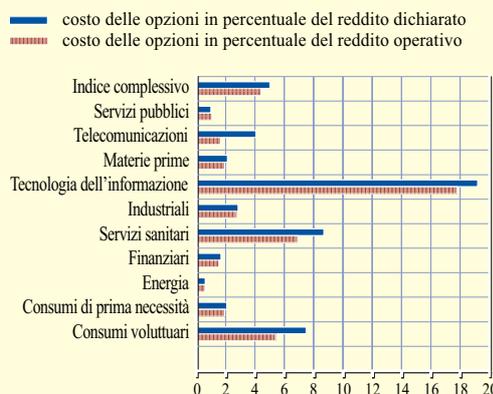
(dati annuali)



Fonte: Standard & Poor's.
Nota: i dati relativi al 2005 sono stimati.

Figura B Impatto delle *stock options* sul reddito delle società dell'indice S&P 500 per settori

(dati relativi all'esercizio fiscale 2004)



Fonte: Standard & Poor's.

1) Si tratta di proiezioni sugli utili basate su una serie di ipotesi che escludono le voci non ricorrenti. Alcune delle voci talvolta escluse sono quelle relative a svalutazioni, avviamento, ammortamenti, deprezzamenti, costi delle ristrutturazioni e delle fusioni, interessi, imposte, pagamenti ai dipendenti basati su azioni e altre spese.

delle *stock option* nei diversi settori. Sebbene non siano disponibili serie temporali relative agli utili per azione a livello settoriale, i costi derivanti dalle opzioni sono compresi fra il 5-6 per cento dei costi operativi totali in settori quali quello dei “beni voluttuari” e dei “servizi per la salute” e circa il 18 per cento del settore delle tecnologie dell’informazione (cfr. figura B).

Gli effetti delle nuove norme contabili sono visibili anche in un’altra importante tendenza che ha caratterizzato di recente il mercato azionario, specie negli Stati Uniti: l’aumento delle operazioni di acquisto di azioni proprie. Quando la differenza fra il prezzo di esercizio di una *stock option* e il prezzo corrente dell’attività sottostante è a favore del titolare, è probabile che quest’ultimo eserciti il suo diritto di opzione. A questo punto, le alternative che si presentano concretamente alla società sono due: emettere nuove azioni e assegnarle al titolare dell’opzione, ovvero acquistare azioni già emesse sul mercato e venderle al titolare dell’opzione al prezzo implicato dal contratto, inferiore al prezzo di mercato. Se la società emette nuove azioni, gli utili per azione diminuiscono per via dell’effetto di diluizione determinato dalla semplice presenza di un numero maggiore di titoli in essere. Per contro, se la società acquista le azioni al prezzo di mercato per rivenderle a un prezzo inferiore, dovrà sopportare una perdita che ridurrà l’utile complessivo. Le ripercussioni monetarie sui profitti di queste due soluzioni non saranno identiche.

Negli ultimi anni le società statunitensi paiono aver fatto maggiormente ricorso alla seconda soluzione, come riflesso dall’andamento crescente delle operazioni di acquisto di azioni proprie osservato negli ultimi trimestri negli Stati Uniti²⁾. Nel quadro delle normative contabili statunitensi, l’acquisto di azioni proprie consente una gestione più “dinamica” delle passività in titoli azionari, poiché le azioni ritirate dal mercato possono essere riutilizzate ove necessario. Un altro motivo che spinge le società ad acquistare le proprie azioni è il fatto di avere una disponibilità di fondi superiore al fabbisogno a breve termine per investimenti, come sembra essere stato il caso negli ultimi anni, caratterizzati da un’attività di investimento relativamente modesta delle imprese statunitensi. Nel complesso, è probabile che il maggiore ricorso all’acquisto di azioni proprie, e il connesso aumento della domanda di azioni societarie, abbia sostenuto le quotazioni azionarie.

In Europa, fatta eccezione per il Regno Unito, sia l’evidenza relativa all’utilizzo di *stock option* come forma di remunerazione dei dipendenti, sia i dati relativi ai programmi di acquisto di azioni proprie sono frammentari. Vi sono tuttavia segnali di un aumento dell’acquisto di azioni proprie anche nell’area dell’euro. In applicazione dei nuovi standard contabili internazionali (*International Financial Reporting Standards*), cui tutte le società dell’UE quotate in borsa devono conformarsi a decorrere dall’esercizio finanziario 2005, sarà obbligatorio imputare al conto economico i pagamenti basati su azioni. L’effetto sugli utili della nuova normativa avrà natura puntuale o più duratura a seconda della misura in cui le *stock option* sono utilizzate come forma retributiva nell’area dell’euro. L’evidenza aneddotica indica che il loro uso è limitato nell’area, anche se risulta diffuso in settori specifici (in particolare quello tecnologico).

2) Cfr. il riquadro *The recent surge in US buy-backs: causes and possible financial stability implications* nel *Financial Stability Review*, BCE, dicembre 2005.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC ha continuato a calare, portandosi al 2,2 per cento in dicembre, principalmente a causa dell'andamento dei corsi petroliferi. Le pressioni sui prezzi all'interno dell'area sono rimaste modeste, in quanto finora i rincari dei beni energetici non hanno avuto evidenti ripercussioni sui prezzi alla produzione dei beni non energetici o sul costo del lavoro. Nel complesso, le prospettive di inflazione rimangono sostanzialmente immutate, con rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi connessi principalmente all'andamento dei corsi petroliferi e a possibili effetti di secondo impatto nel processo di determinazione di salari e prezzi.

3.1 PREZZI AL CONSUMO

STIMA RAPIDA PER DICEMBRE 2005

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in dicembre l'inflazione armonizzata è scesa lievemente al 2,2 per cento (cfr. tavola 5), in linea con l'andamento flettente del tasso di inflazione osservato dal settembre 2005. Benché non siano ancora disponibili dati disaggregati, quest'ulteriore flessione potrebbe essere connessa a un effetto base sui prezzi degli alimentari.

La stima rapida dell'Eurostat viene calcolata sulla base di dati preliminari e pertanto è caratterizzata da un certo grado di incertezza. Tuttavia, come discusso nel riquadro 3 *L'affidabilità della stima rapida dello IAPC dell'area dell'euro effettuata dall'Eurostat*, la stima rapida si è dimostrata un indicatore molto affidabile dell'andamento dell'inflazione armonizzata, con migliori capacità di previsione rispetto ai metodi alternativi.

INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A NOVEMBRE 2005

Dopo l'incremento di settembre, l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è diminuita lievemente negli ultimi mesi, collocandosi al 2,3 per cento in novembre. Questo andamento dell'inflazione è stato causato principalmente dalle variazioni dei prezzi dei beni energetici.

Dopo la flessione delle quotazioni petrolifere in ottobre e novembre, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici è diminuita significativamente, pur rimanendo ancora sostenuta, a un tasso del

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2005 lug.	2005 ago.	2005 set.	2005 ott.	2005 nov.	2005 dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	2,1	.	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2
Beni energetici	4,5	.	11,7	11,5	15,0	12,1	10,0	.
Alimentari non trasformati	0,6	.	0,3	1,0	1,0	1,1	1,5	.
Alimentari trasformati	3,4	.	1,6	1,7	2,3	2,4	2,6	.
Beni industriali non energetici	0,8	.	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	.
Servizi	2,6	.	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	.
Altri indicatori di prezzi e costi								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	.	4,1	4,0	4,4	4,2	4,2	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	48,3	52,0	52,2	49,3	47,9	48,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	9,6	11,9	13,2	17,4	22,5	29,8

Fonti: Eurostat, HWWA ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

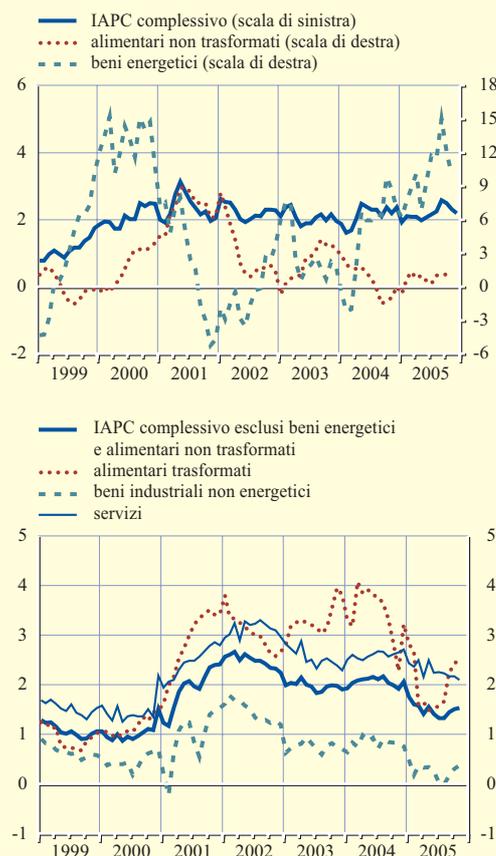
1) L'inflazione armonizzata di dicembre 2005 fa riferimento alla stima rapida dell'Eurostat.

10 per cento. Il rallentamento dei prezzi dei beni energetici è stato indotto principalmente dall'andamento di quelli del combustibile per trasporto e riscaldamento, mentre i prezzi del gas, che tendono a rispondere più lentamente alle variazioni dei corsi petroliferi, hanno continuato ad aumentare. In novembre le pressioni inflazionistiche derivanti dai prodotti alimentari non trasformati sono aumentate, attenuando parzialmente gli effetti della dinamica dei prezzi dei beni energetici.

A differenza dell'inflazione complessiva, la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è rimasta sostanzialmente invariata negli ultimi mesi, collocandosi su un tasso più contenuto, l'1,5 per cento. Questa relativa stabilità, tuttavia, è stata il risultato delle dinamiche opposte delle sue componenti (cfr. figura 17). Dopo la ripresa di settembre, dovuta a un incremento delle imposte sui tabacchi in Germania, il tasso di crescita dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati ha continuato ad aumentare, portandosi al 2,6 per cento in novembre. Nello stesso mese la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è salita allo 0,4 per cento a causa dei rincari dell'abbigliamento dopo i ribassi relativamente consistenti osservati nel periodo dei saldi estivi. Tuttavia, la crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici rimane ben al di sotto della sua media storica, indicando che non si riscontrano ancora effetti indiretti significativi dei precedenti rincari delle materie prime. Sempre in novembre, contrariamente all'evoluzione dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati e dei beni industriali non energetici, l'inflazione nel settore dei servizi è scesa lievemente al 2,1 per cento.

Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

Riquadro 3

L'AFFIDABILITÀ DELLA STIMA RAPIDA DELLO IAPC DELL'AREA DELL'EURO EFFETTUATA DALL'EUROSTAT

La stima rapida dello IAPC dell'area dell'euro effettuata dall'Eurostat fornisce indicazioni molto tempestive circa l'andamento dell'inflazione dell'area. Dal momento che la prima stima rapida è stata diffusa per lo IAPC di ottobre 2001, vi sono ora 50 mesi di dati ufficiali sullo IAPC rispetto ai quali valutare i suoi risultati.

La stima rapida è calcolata dall'Eurostat utilizzando tecniche econometriche che uniscono le informazioni provvisorie nazionali sullo IAPC disponibili con dati preliminari provenienti dal

Bollettino del petrolio settimanale della Commissione europea riguardo ai prezzi di alcuni prodotti energetici. Inoltre, se disponibili, sono considerate anche informazioni relative agli effetti sui prezzi di eventi a tantum, quali le variazioni delle imposte indirette. La stima dell'Eurostat è generalmente diffusa l'ultimo giorno lavorativo del mese di riferimento. Si pubblica soltanto il tasso di crescita sui dodici mesi dello IAPC complessivo per l'area dell'euro. La stima rapida dello IAPC attualmente include stime nazionali preliminari che coprono circa il 65 per cento dello IAPC dell'area dell'euro, laddove nei suoi primi due anni di pubblicazione erano disponibili soltanto i dati sullo IAPC per Germania e Italia e quelli sull'IPC per il Belgio, che rappresentavano poco più del 50 per cento dello IAPC dell'area dell'euro. Nel 2003 e nel 2004, rispettivamente, la Grecia e la Spagna hanno cominciato a produrre informazioni provvisorie sull'inflazione sufficientemente tempestive perché fossero incluse nella stima rapida dello IAPC dell'area dell'euro.

Sintesi dei risultati conseguiti finora

La figura rappresenta graficamente la stima rapida e l'effettivo risultato dello IAPC. Generalmente sembra che la stima rapida si sia dimostrata affidabile. Delle 50 pubblicazioni effettuate finora, 22 erano completamente accurate, 25 si discostavano di 0,1 punti percentuali e tre di 0,2. Inoltre, la stima rapida non ha mai indicato che il tasso di inflazione diminuiva quando in realtà aumentava o viceversa. Infine lo scarto medio fra la stima rapida e l'effettivo risultato dello IAPC – l'errore medio riportato nella tavola A – è esattamente pari a 0,0 punti percentuali. Ciò significa che finora non c'è stata alcuna tendenza verso distorsioni nella stima rapida quale previsore dello IAPC ufficiale.

Un'altra misura che può essere utilizzata per valutare l'affidabilità della stima rapida è lo scarto quadratico medio (*root mean square error*, RMSE). L'RMSE, che fornisce un'indicazione della misura media e della variabilità dello scarto fra la stima rapida e l'effettivo risultato dello IAPC, mostra che la stima rapida ha conseguito risultati nettamente migliori rispetto sia a una previsione *random walk* (vale a dire presupponendo un tasso di inflazione annuale invariato) sia a una previsione basata su un semplice modello autoregressivo dell'inflazione (cfr. tavola A). Ciò indica l'utilità della stima rapida nel fornire informazioni sugli ultimi andamenti dell'inflazione rispetto ad altri semplici indicatori di riferimento.

Stima rapida dell'Eurostat e IAPC realizzato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: Eurostat.

Tavola A Confronto delle statistiche di accuratezza della previsione

(in punti percentuali, salvo diversa indicazione)

	Stima rapida dell'Eurostat	Random walk	Modello autoregressivo
Errore medio	0,00	0,00	-0,01
Scarto quadratico medio	0,09	0,21	0,20
Scarto massimo	0,2	0,5	0,4
Scarto minimo	-0,2	-0,5	-0,6
Grandezza assoluta dello scarto	Numero di realizzazioni	Numero di realizzazioni	Numero di realizzazioni
0,0	22	11	18
0,1	25	15	16
>0,1	3	24	16

Fonte: elaborazioni della BCE.

Possibili fonti dello scarto fra la stima rapida e il risultato dello IAPC

Uno scarto tra la stima rapida e lo IAPC realizzato può derivare da diverse fonti. In primo luogo, lo IAPC è un indice rivedibile e i paesi che hanno fornito informazioni preliminari possono in seguito rivedere i loro dati sulla base di informazioni più complete. In secondo luogo, l'andamento dell'inflazione in paesi che non hanno fornito informazioni provvisorie può evolversi in modo diverso dall'andamento in paesi per cui sono disponibili dati preliminari. Inoltre, la volatilità del profilo stagionale o altri andamenti atipici di alcune componenti dello IAPC possono essere difficili da rilevare utilizzando tecniche econometriche. Infine, lo scarto fra la stima rapida e lo IAPC realizzato può semplicemente riflettere l'arrotondamento degli indici di prezzo impiegati nel calcolo dell'inflazione.

L'analisi suggerisce che andamenti differenti dell'inflazione fra i paesi che hanno e quelli che non hanno fornito informazioni preliminari possono spiegare una piccola parte degli scarti fra la stima rapida e il risultato dello IAPC. Il coefficiente di correlazione fra gli scarti della stima rapida dallo IAPC realizzato e le differenze nell'andamento dell'inflazione fra i paesi che partecipano alla stima rapida e quelli che non vi partecipano è pari a circa 0,2. È inoltre interessante considerare se l'andamento di particolari componenti sia stato associato agli scarti della stima rapida. La tavola B mostra la correlazione delle variazioni sul mese precedente nelle componenti dello IAPC (destagionalizzate) con gli scarti fra la stima rapida e il risultato dello IAPC¹⁾. I risultati indicano che la correlazione più elevata è quella con i movimenti nelle due componenti alimentari (alimentari trasformati e non), allo 0,33 e allo 0,23 rispettivamente. Data l'alta volatilità dell'andamento dei prezzi del petrolio e il loro significativo contributo all'inflazione negli ultimi quattro anni, non è sorprendente che vi sia anche qualche correlazione con la componente energetica. Tuttavia, le informazioni rese disponibili dal Bollettino del petrolio settimanale della Commissione europea possono aver contribuito a limitare l'entità delle deviazioni derivanti dall'evoluzione dei prezzi dei beni energetici. La correlazione relativamente bassa con gli andamenti delle componenti dei beni industriali non energetici e dei servizi suggerisce che tali andamenti sono colti in misura sufficientemente accurata dai dati nazionali disponibili quando viene compilata la stima rapida nonché attraverso le tecniche econometriche usate dall'Eurostat.

Tavola B Coefficienti di correlazione fra variazioni mensili delle componenti dello IAPC e scarti delle stime rapide dallo IAPC realizzato

Componenti dello IAPC	Correlazione
Beni alimentari non trasformati	0,23
Beni alimentari trasformati	0,33
<i>Beni alimentari trasformati e non</i>	<i>0,34</i>
Beni industriali non energetici	0,06
Beni energetici	0,18
Servizi	0,02

Fonte: elaborazioni della BCE.

Complessivamente, sembra che alcuni degli scarti possano essere connessi a profili di inflazione nei paesi che partecipano alla stima rapida differenti da quelli dei paesi che non vi partecipano, nonché a andamenti specifici delle componenti. Anche altri fattori come le convenzioni di arrotondamento applicate per calcolare lo IAPC²⁾ e le revisioni dei dati possono avere svolto un ruolo.

- 1) Dato che la stima rapida è presentata in termini di tasso di variazione sui dodici mesi, gli scarti dal risultato effettivo dello IAPC non dovrebbero essere dovute a "normali" variazioni stagionali. Pertanto, i tassi di variazione sul mese precedente destagionalizzati vengono usati per rilevare andamenti atipici delle componenti individuali.
- 2) Al momento lo IAPC complessivo dell'area dell'euro viene calcolato sulla base di indici nazionali arrotondati a un decimale e viene poi a sua volta arrotondato a un decimale. Di conseguenza, piccoli andamenti specifici a singoli paesi possono talvolta dare luogo a scarti di 0,1 punti percentuali dal risultato sia per le stime fornite dagli Stati membri sia per la stima rapida per l'area dell'euro.

Nondimeno, questa analisi può essere considerata solo in termini indicativi in quanto la stima rapida incorpora informazioni provenienti da diverse fonti e alcuni elementi discrezionali.

Prossimi miglioramenti della stima rapida

In conclusione, la stima rapida dello IAPC dell'area dell'euro effettuata dall'Eurostat ha significativamente migliorato la tempestività di un indicatore economico chiave per l'area e ha conseguito risultati molto soddisfacenti negli ultimi quattro anni. In prospettiva, ci si attende che i risultati della stima rapida migliorino ulteriormente grazie al lavoro svolto dall'Eurostat e dagli istituti nazionali di statistica sui Principali indicatori economici europei.³⁾ Gli istituti nazionali di statistica di Francia, Austria e Finlandia hanno indicato che nel 2006 inizieranno a fornire informazioni preliminari all'Eurostat affinché siano incluse nella stima rapida per l'area dell'euro. Inoltre, anche i Paesi Bassi hanno iniziato a lavorare a una stima rapida nazionale dello IAPC. Di conseguenza, la copertura complessiva dei paesi dell'area dell'euro della stima rapida potrebbe oltrepassare il 95 per cento, incrementandone ulteriormente l'affidabilità.

3) Cfr. anche il riquadro 6 del numero di dicembre 2005 di questo Bollettino intitolato *Ulteriori progressi relativi ai Principali indicatori economici europei*.

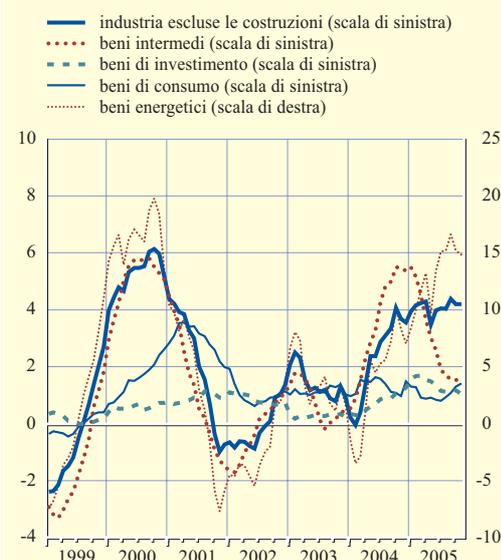
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In novembre l'inflazione alla produzione nel settore industriale è rimasta sostanzialmente stabile. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni industriali al netto delle costruzioni si è mantenuto al 4,2 per cento, sebbene sia lievemente diminuito, rispetto ai mesi precedenti, il contributo dei prezzi dei beni energetici (cfr. figura 18). La crescita relativamente contenuta dei prezzi alla produzione nell'industria a esclusione dei settori delle costruzioni e dell'energia è proseguita anche in novembre, avvalorando l'ipotesi secondo cui il trasferimento dei rincari dei beni energetici ad altri settori dell'economia è stato limitato.

In novembre è proseguito l'aumento, iniziato ad agosto, dell'inflazione alla produzione dei beni di consumo, all'1,4 per cento, ma, in linea con la precedente valutazione, tale evoluzione è stata determinata principalmente dalla dinamica dei prezzi di tabacchi e prodotti alimentari. Inoltre, il tasso di incremento è al di sotto dei livelli massimi toccati in occasione degli scorsi shock sui prezzi delle materie prime. Nel contempo, la crescita sul periodo corrispondente dei prezzi dei beni intermedi potrebbe essersi stabilizzata, dopo un netto calo nella prima metà del 2005, e anche quella dei prezzi dei beni di investimento è rimasta contenuta negli ultimi mesi.

Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

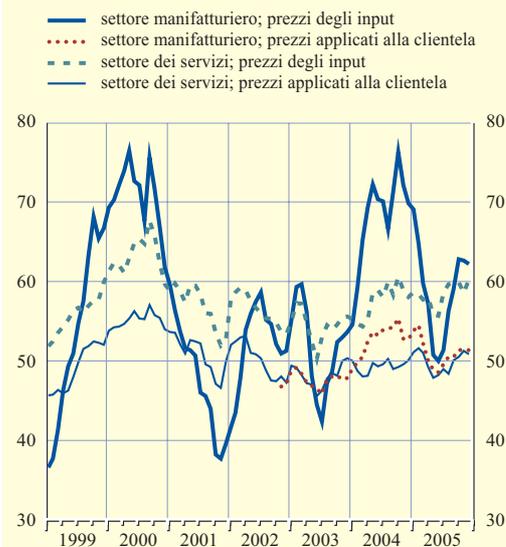
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 19 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

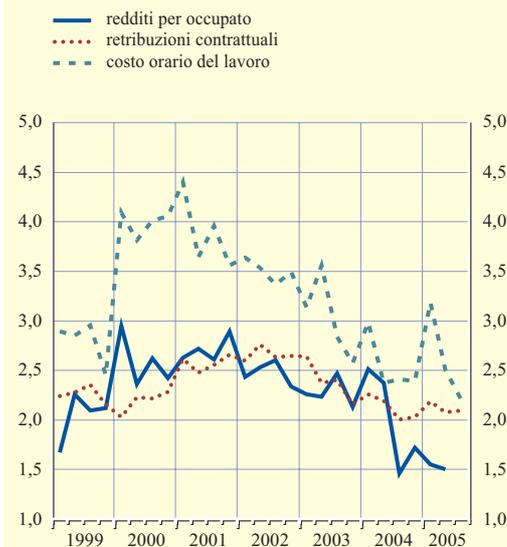
(indici di diffusione; dati mensili)



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

Figura 20 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Rispecchiando la dinamica dei prezzi alla produzione, gli indicatori delle indagini segnalano il protrarsi delle pressioni sui prezzi degli input sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, pur indicando solo un modesto incremento dei prezzi di vendita (cfr. figura 19). Lo Eurozone Input Price Index per il settore manifatturiero rimane elevato, a 62,2, principalmente per effetto degli alti prezzi dei beni energetici e delle materie prime, secondo quanto riportato dalle imprese. In novembre, tuttavia, l'incremento dei prezzi di vendita è stato ancora modesto, a indicazione che l'aumento dei costi degli input non è stato trasferito per intero sui prezzi di vendita, in particolare a causa della forte concorrenza e della debolezza della domanda dei consumatori. Il quadro nel settore dei servizi è sostanzialmente simile: nello stesso periodo il divario tra i prezzi degli input e quelli di vendita si è ampliato, sebbene in misura minore rispetto al settore manifatturiero.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

L'andamento recente degli indicatori del costo del lavoro suggerisce che le pressioni salariali nell'area dell'euro sono rimaste contenute fino al terzo trimestre del 2005 (cfr. figura 20 e tavola 6). In particolare, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali è stato pari al 2,1 per cento nel secondo e nel terzo trimestre. Dopo aver registrato un picco nel primo trimestre, riconducibile principalmente a fattori di natura statistica, la crescita del costo totale del lavoro per ora lavorata è diminuita gradualmente durante l'anno fino a collocarsi al 2,2 per cento nel terzo trimestre. Il calo è stato considerevole nelle componenti non salariali, mentre è rimasto contenuto per i costi salariali. Dopo un incremento alla fine del 2004, anche il tasso di variazione dei redditi per occupato è diminuito nella prima metà del 2005. La flessione è stata più marcata nel settore industriale, ma la dinamica salariale ha subito una contrazione anche nel settore dei servizi (cfr.

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

figura 21). Secondo le informazioni disponibili a livello nazionale, il ritmo moderato della crescita dei redditi per occupato si è protratto nel terzo trimestre.

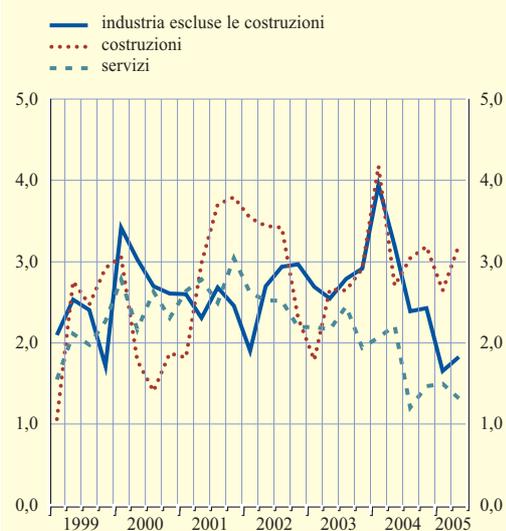
Considerato che la crescita della produttività del lavoro è aumentata di 0,3 punti percentuali nel terzo trimestre e che l'incremento dei redditi per occupato dovrebbe essere rimasto modesto, si stima che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto sia rimasta contenuta nel periodo in esame.

3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel complesso, considerando le più recenti informazioni, le prospettive per l'inflazione sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto alle proiezioni dell'Eurosistema pubblicate all'inizio di dicembre. Il tasso di inflazione, in calo da settembre, potrebbe mostrare una certa volatilità nei primi mesi dell'anno e aumentare lievemente, riflettendo in parte effetti base sfavorevoli nella componente dei prodotti alimentari non trasformati. Inoltre, il quadro nel breve periodo continua a essere fortemente condizionato dall'andamento dei corsi petroliferi. Più in generale, la dinamica salariale dovrebbe rimanere contenuta, a causa delle deboli condizioni del mercato del lavoro, contribuendo al protrarsi della complessiva moderazione delle pressioni sui prezzi interni. Tuttavia, le prospettive per l'inflazione continuano a essere caratterizzate da una serie di significativi rischi al rialzo, connessi in particolare alle quotazioni petrolifere e a possibili effetti di secondo impatto nel processo di determinazione di salari e prezzi. Al riguardo occorre seguire attentamente l'evoluzione degli effetti degli ultimi rincari del petrolio e dei contratti *future* sul greggio. Inoltre, pressioni al rialzo sull'inflazione nell'area dell'euro potrebbero provenire anche da ulteriori aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette.

Figura 21 Redditi per occupato per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Gli ultimi dati pubblicati confermano il quadro di un rafforzamento dell'attività economica nella seconda metà del 2005, indicando che l'economia dell'area dell'euro ha dimostrato una notevole capacità di tenuta di fronte ai rincari del petrolio. Nel complesso, gli indicatori dell'economia reale e i risultati delle indagini continuano a essere coerenti con le attese di una sostenuta crescita economica nel 2006; emergono anche segnali di miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. I rischi al ribasso per le prospettive economiche sono principalmente connessi agli attuali squilibri a livello mondiale e alle incertezze sull'andamento dei corsi petroliferi.

4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Le prime stime dei dati di contabilità nazionale per il terzo trimestre del 2005, riportate nel numero di dicembre 2005 di questo Bollettino, hanno confermato che il PIL dell'area dell'euro è aumentato in termini reali dello 0,6 per cento sul periodo precedente, in linea con la stima rapida. Questo dato, considerata la crescita registrata nel secondo trimestre del 2005 (0,4 per cento) e nel primo (0,3), conferma il quadro di un rafforzamento dell'attività (cfr. figura 22). L'economia dell'area ha pertanto mostrato una considerevole capacità di tenuta di fronte al mercato rincaro del greggio.

I contributi della domanda interna e delle esportazioni nette sono stati entrambi positivi. Il primo di questi è connesso a una lieve accelerazione dei consumi privati e a un forte incremento degli investimenti, che ha fornito il suo più elevato apporto alla crescita del PIL dal primo trimestre del 2000. Sia le esportazioni nette sia gli investimenti hanno contribuito in misura sostanziale alla ripresa, fin dal suo inizio nel terzo trimestre del 2003.

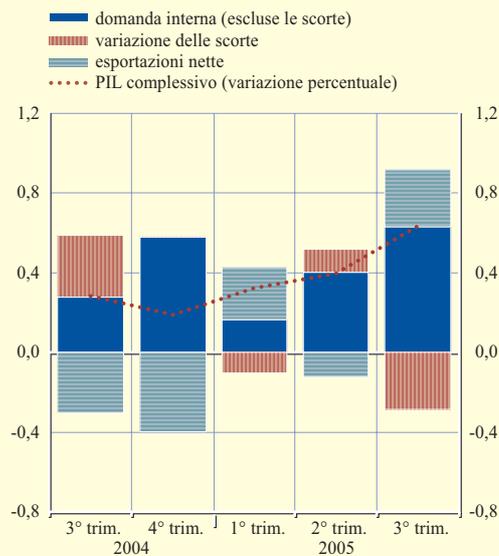
Pur se la dinamica dell'attività economica si è recentemente rafforzata, la crescita potenziale nell'area dell'euro rimane purtroppo bassa. Gli Stati membri dell'UE hanno recentemente presentato programmi nazionali di riforma volti a raggiungere una più elevata partecipazione alle forze di lavoro e un aumento dell'occupazione, nonché a dare un impulso alla crescita della produttività del lavoro e alla competitività. Il riquadro 4 esamina le principali misure strutturali previste dai paesi dell'area nei loro programmi.

PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

In termini di composizione settoriale della crescita nell'area, i dati del valore aggiunto in termini reali (riportati nel numero di dicembre 2005 di questo Bollettino) hanno mostrato che sia il settore industriale sia quello dei servizi hanno apportato un contributo positivo alla crescita. Il valore aggiunto nel settore industriale è aumentato a un ritmo poco più elevato rispetto a quello dei servizi.

Figura 22 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.

Riquadro 4

**I PROGRAMMI NAZIONALI DI RIFORMA PER IL PERIODO 2005-2008 PRESENTATI
DAI PAESI DELL'AREA DELL'EURO NEL QUADRO DELLA STRATEGIA DI LISBONA**

La riunione del Consiglio europeo del marzo 2005 ha rilanciato la strategia di Lisbona incentrandola sulla crescita e l'occupazione¹⁾. Nel contempo, per migliorare l'attuazione delle riforme strutturali, sono stati introdotti numerosi cambiamenti al sistema di *governance* della strategia. Specificatamente, la Commissione europea ha proposto un pacchetto di Orientamenti integrati, costituito da una nuova serie di Indirizzi di massima per le politiche economiche e di Orientamenti in materia di occupazione. Nel luglio 2005 il Consiglio Ecofin ha adottato gli Orientamenti integrati relativi al periodo 2005-2008²⁾. Gli Orientamenti integrati resteranno validi per tre anni, offrendo così una continuità della politica economica in tale periodo.

In risposta agli Orientamenti integrati, gli Stati membri dell'UE hanno presentato nell'autunno 2005 i Programmi nazionali di riforma (PNR), dopo aver consultato i principali soggetti coinvolti nell'attuazione della strategia di Lisbona, quali i parlamenti nazionali, le autorità regionali e locali nonché le parti sociali³⁾. I PNR fissano una strategia triennale esaustiva per attuare a livello nazionale gli Orientamenti integrati. Essi presentano le principali sfide relativamente a ciascun paese e delineano iniziative di politica economica nonché misure concrete in risposta alle sfide individuate a livello di UE. Come parte integrante degli accordi esistenti in materia di sorveglianza multilaterale, il Consiglio Ecofin, assistito dal Comitato per la politica economica dell'UE, ha avviato una revisione preliminare dei PNR⁴⁾. Inoltre, la Commissione presenterà a fine gennaio 2006 una propria valutazione dei PNR sotto forma di una prima relazione annuale sullo stato di avanzamento dei lavori della strategia di Lisbona.

Il presente riquadro passa in rassegna le principali misure strutturali decise o pianificate dai paesi dell'area dell'euro nei rispettivi PNR per il periodo 2005-2008. I PNR vertono su riforme tese a conseguire una maggiore partecipazione alla forza lavoro e una crescita dell'occupazione più sostenuta nonché a favorire la crescita della produttività del lavoro e la competitività. A questo scopo, i PNR contemplano misure volte a promuovere l'innovazione, continuare il completamento del mercato interno dell'UE, creare il giusto contesto per gli imprenditori e assicurare la sostenibilità a lungo termine nonché la qualità dei conti pubblici.

Quanto alle riforme del mercato del lavoro, incentivare la partecipazione alle forze di lavoro e l'occupazione costituisce una sfida fondamentale per la politica economica. È essenziale offrire maggiori incentivi a rimanere o a entrare nel mercato del lavoro nonché aumentare il tasso di occupazione, in particolare delle donne, dei giovani e dei lavoratori in età avanzata. Pertanto, le misure riguardanti il mercato del lavoro nei PNR sono mirate in via prioritaria a questi gruppi. In alcuni paesi sono state annunciate misure per sviluppare le strutture di assistenza all'infanzia al fine di facilitare un incremento dell'occupazione femminile. Le misure volte

1) Cfr. l'articolo *La strategia di Lisbona cinque anni dopo* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

2) Cfr. il riquadro *Gli Orientamenti integrati per la crescita e l'occupazione per il 2005-2008* nel numero di agosto 2005 di questo Bollettino.

3) Nel luglio 2005 è stato adottato dalla Commissione un Programma comunitario di Lisbona parallelo per integrare i PNR con l'azione da intraprendere a livello europeo.

4) Cfr. le conclusioni del Consiglio Ecofin del 6 dicembre 2005 e la Relazione sui Programmi di riforma nazionali nel quadro della strategia di Lisbona per il 2005 presentata nel novembre 2005 dal Comitato per la politica economica.

ad aumentare i tassi di occupazione dei lavoratori in età avanzata consistono principalmente nell'aumentare gli incentivi finanziari a rimanere nel mercato del lavoro (ad esempio offrendo la possibilità di percepire contemporaneamente una pensione e uno stipendio), nel limitare le possibilità di prepensionamento (ad esempio abolendo gli incentivi fiscali per i regimi di prepensionamento) o nell'adattare la struttura degli incentivi alle imprese affinché queste assumano lavoratori in età avanzata introducendo un contratto di lavoro più flessibile. Infine, le misure volte a ridurre la disoccupazione giovanile contemplano prevalentemente sgravi fiscali per i salari più bassi al fine di ridurre il costo del lavoro e misure tese a sviluppare il capitale umano migliorando il sistema dell'istruzione e della formazione. Al contrario, in gran parte dei paesi dell'area poco o nulla è stato fatto per rendere meno rigida la legislazione in materia di tutela dell'occupazione o aumentare la flessibilità salariale. Queste rimangono questioni importanti che vanno affrontate, soprattutto in relazione alle prospettive di occupazione per i lavoratori non qualificati.

Quanto alle misure volte a potenziare la crescita della produttività del lavoro e la competitività, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha deciso di incrementare considerevolmente gli investimenti in ricerca e sviluppo. Tuttavia, mentre sono state annunciate azioni specifiche per promuovere gli investimenti pubblici in questo ambito, le misure tese ad aumentare quelli privati spesso si incentrano su un rafforzamento degli incentivi fiscali. In aggiunta, alcuni paesi intendono incrementare la cooperazione con il settore privato per conseguire questo obiettivo.

Per quanto concerne le riforme mirate ad aumentare il grado di concorrenza nei mercati dei beni e dei servizi, i PNR sarebbero stati migliori se fossero stati maggiormente incentrati su misure concrete decise o previste. Sebbene si siano registrati progressi negli anni scorsi, si devono compiere ulteriori sforzi in materia, soprattutto nel settore dei servizi, comprese le industrie di rete. Nel giugno 2005 nove paesi dell'area dell'euro non avevano raggiunto l'obiettivo dell'UE di ridurre il deficit di recepimento delle direttive sul mercato interno a un livello inferiore all'1,5 per cento, e tre di essi registravano i peggiori risultati dei 25 Stati membri dell'UE a tale riguardo.

Per quanto concerne le misure relative ai bilanci pubblici, i PNR interessano due vaste aree di riforme strutturali, ovvero: (i) la sostenibilità delle finanze pubbliche soprattutto in considerazione dell'invecchiamento della popolazione nell'UE; (ii) la composizione della spesa pubblica e l'efficienza economica dell'imposizione fiscale e della spesa. Nell'ambito della sostenibilità dei conti pubblici, secondo le proiezioni l'invecchiamento demografico avrebbe considerevoli ripercussioni sui bilanci, soprattutto per il suo impatto sulla spesa pubblica per pensioni, sanità e cure a lungo termine. Alla luce di tali proiezioni, diversi paesi dell'area dell'euro hanno attuato negli ultimi anni riforme pensionistiche al fine di rendere finanziariamente sostenibili i propri sistemi pensionistici pubblici. In particolare, è stata rafforzata la solidità finanziaria dei sistemi pensionistici pubblici a ripartizione, anche attraverso misure tese a elevare l'età effettiva di pensionamento e a ridurre le prestazioni. Nel contempo è stato rafforzato il ruolo dei pilastri pensionistici a capitalizzazione. Le intenzioni relative a riforme pensionistiche future tendono a orientarsi nella stessa direzione. Nel complesso, tuttavia, in diversi paesi andrebbero compiuti ulteriori sforzi per assicurare la sostenibilità finanziaria dei regimi pensionistici pubblici.

Diversi programmi descrivono riforme programmate o in corso relative al problema delle pensioni sui conti pubblici dei sistemi sanitari nazionali indotte dall'invecchiamento demografico.

Sebbene tali riforme siano generalmente mirate a sanare attuali inefficienze, esse contribuirebbero altresì a preparare i sistemi alle sfide future.

Alcuni PNR presentano piani concreti per aumentare l'efficienza dell'imposizione fiscale e della spesa pubblica nonché per rafforzare le istituzioni preposte alla gestione e al controllo dei bilanci. La progettazione di sistemi di agevolazione fiscale rappresenta un collegamento diretto fra l'esigenza di assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche, da un lato, e la struttura di incentivi per l'intera economia, in particolare nell'ambito della domanda e dell'offerta di lavoro, dall'altro. Numerosi programmi riconoscono gli effetti disincentivanti che derivano da elevate aliquote fiscali marginali effettive dovute alla perdita dei trasferimenti sociali per i lavoratori che tornano a lavorare dopo un periodo di disoccupazione. Oltre a ridurre l'imposizione complessiva sul lavoro, alcuni paesi hanno introdotto, o prevedono di farlo, una riduzione delle aliquote fiscali sui redditi bassi in modo che sia vantaggioso lavorare. Ulteriori misure a tale riguardo hanno riguardato il mantenimento della titolarità di alcune prestazioni sociali per i dipendenti a basso reddito e l'introduzione di tasse sul reddito negative. Tali sforzi sono mirati in particolare a elevare gli incentivi al lavoro per i destinatari di sussidi di disabilità.

Nel complesso, i PNR paiono dimostrare un più incisivo impegno politico nel processo di riforma nel contesto della strategia di Lisbona. Tutti i governi dell'area dell'euro riconoscono la necessità di ulteriori riforme e i benefici che deriverebbero dalla loro attuazione. Tuttavia, nonostante importanti progressi in alcuni settori, i PNR sarebbero stati ancora più pregnanti se fossero stati maggiormente incentrati su misure concrete per affrontare le sfide individuate.

In prospettiva, sarà importante comunicare, tenere sotto osservazione e valutare l'attuazione del processo di riforma con efficacia. È probabile che in alcuni settori i paesi dell'area dell'euro dovranno andare oltre le riforme presentate nei PNR per conseguire gli obiettivi della strategia di Lisbona entro il 2010. La presentazione di un aggiornamento dei PNR nell'autunno 2006, che comprenderà una valutazione degli sforzi di attuazione dell'anno precedente, dovrebbe offrire altresì l'opportunità di rivedere in certa misura le strategie e gli impegni nazionali pur salvaguardando la continuità della politica economica per il periodo 2005-2008.

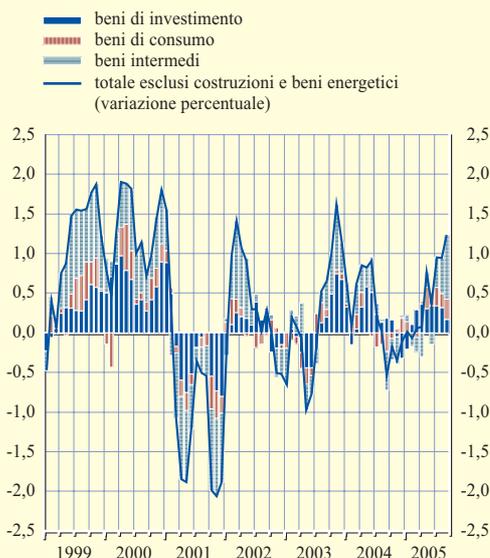
La produzione industriale dell'area (al netto delle costruzioni) è diminuita in ottobre dello 0,8 per cento sul mese precedente; la media mobile a tre mesi, tuttavia, mostra per settembre un tasso di incremento dello 0,5 per cento, sostanzialmente stabile dal secondo trimestre. La media mobile a tre mesi della produzione industriale al netto di energia e costruzioni ha continuato a mostrare la tendenza al rialzo evidenziata durante tutto il 2005 (cfr. figura 23), con la crescita più forte registrata in settembre nel settore dei beni intermedi (1,5 per cento).

RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I dati delle indagini per i settori manifatturiero e dei servizi nell'area dell'euro continuano a fornire segnali di miglioramento. Per il settore manifatturiero, l'indice del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea è aumentato di due punti a dicembre, dopo essere rimasto stabile in novembre e aver mostrato un leggero incremento in ottobre. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al settore manifatturiero è cresciuto in dicembre per il quarto mese consecutivo, raggiungendo il più alto livello da agosto 2004. L'aumento del PMI è stato generalizzato nelle diverse componenti e nei vari paesi, confermando che il miglioramento cominciato a maggio 2005 è proseguito su ritmi sostenuti nel quarto trimestre. Nel complesso, gli incrementi di dicembre dell'indice del clima di fiducia delle imprese e del PMI forniscono un segnale positivo per il quarto trimestre e l'inizio del 2006 (cfr. figura 24).

Figura 23 Crescita della produzione industriale e contributi

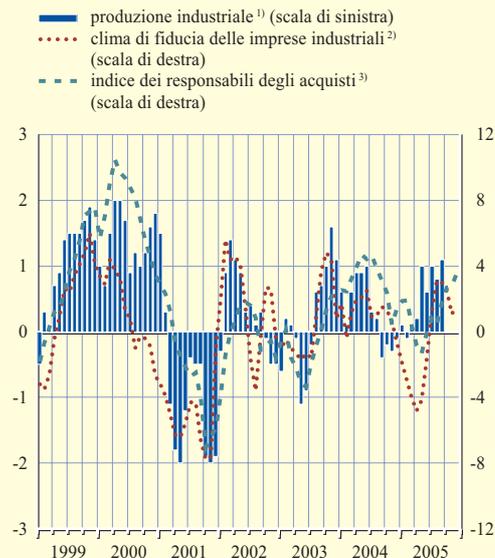
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati destagionalizzati)



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 24 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 Economics 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.

Per quanto riguarda il settore dei servizi, l'indice del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea è calato lievemente a dicembre, pur rimanendo prossimo al suo valore più elevato nel 2005. Nello stesso mese, l'indice di attività delle imprese nel settore dei servizi fornito dall'indagine PMI è aumentato. Anche gli indici dell'occupazione e dell'attività inevasa sono cresciuti, raggiungendo i valori più elevati da oltre quattro anni. Complessivamente, dalle informazioni delle indagini disponibili per il settore dei servizi emergono segnali positivi per l'ultimo trimestre del 2005 e l'inizio del 2006.

INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

La crescita dei consumi privati nell'area dell'euro ha continuato a rafforzarsi nel terzo trimestre del 2005, pur rimanendo moderata. I consumi privati sono aumentati dello 0,3 per cento sul trimestre precedente, dopo un incremento dello 0,2 per cento nel secondo trimestre e dello 0,1 nel primo. I contributi delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture nel terzo trimestre sono cresciuti.

Il volume delle vendite al dettaglio è sceso in novembre dello 0,1 per cento sul mese precedente dopo un aumento dello 0,2 in ottobre, facendo così registrare approssimativamente gli stessi tassi di crescita di maggio e giugno. Il calo di novembre è riconducibile a un rallentamento delle vendite al dettaglio degli alimentari. In una prospettiva di medio termine, la dinamica delle vendite al dettaglio è rimasta modesta. Per quanto concerne altri indicatori della spesa delle famiglie, le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite dello 0,9 per cento sul mese precedente in novembre dopo un calo dell'1,1

in ottobre. In termini di media mobile a tre mesi, le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite in ottobre dello 0,8 per cento.

Il quadro di una modesta ripresa della crescita dei consumi è coerente con il recente andamento dell'indice del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea, che a dicembre 2005, dopo un graduale miglioramento nei mesi precedenti, ha raggiunto la sua media di lungo periodo (cfr. figura 25).

4.2 MERCATO DEL LAVORO

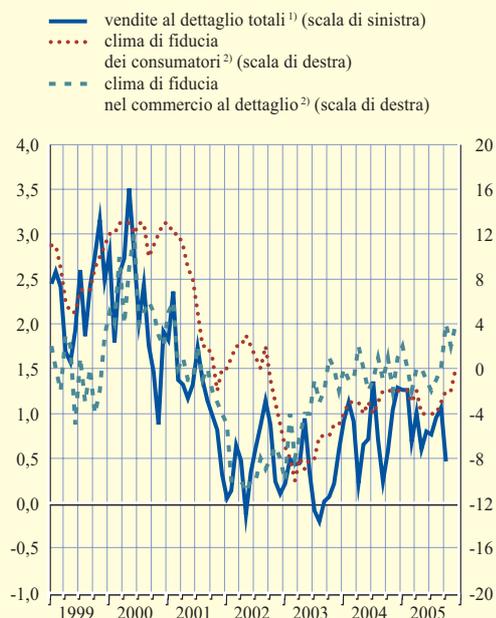
Gli ultimi indicatori suggeriscono il protrarsi del miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro iniziato nella prima metà del 2005. Le aspettative di occupazione per i settori industriale e dei servizi sono migliorate in dicembre, segnalando prospettive positive per le condizioni del mercato del lavoro nel quarto trimestre del 2005 e all'inizio del 2006.

DISOCCUPAZIONE

In novembre il tasso di disoccupazione dell'area è rimasto invariato all'8,3 per cento per il terzo mese consecutivo (cfr. figura 26). Il numero di disoccupati è cresciuto per la prima volta da marzo

Figura 25 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)

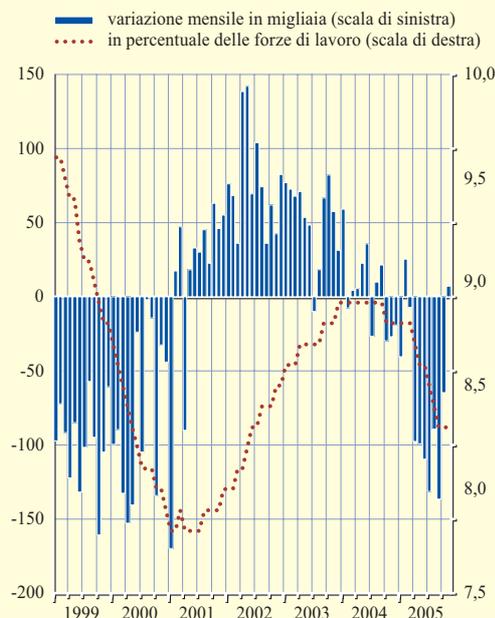


Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

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 per effetto di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

2005, ma il dato sembra riflettere innanzi tutto l'andamento in Germania, dove recenti cambiamenti metodologici e istituzionali rendono la tendenza sottostante difficile da valutare (cfr. riquadro 5). Per contro, il numero totale di disoccupati è calato in novembre in tutti i paesi dell'area dell'euro per cui sono disponibili dati, ad esclusione della Germania. Le nuove informazioni, pur non segnalando di per sé un'espansione dell'occupazione, considerate congiuntamente ad altri dati sulla dinamica effettiva e attesa dell'occupazione suggeriscono un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

OCCUPAZIONE

Nel terzo trimestre del 2005 l'occupazione è aumentata dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo un incremento dello 0,2 per cento nel secondo trimestre e una crescita nulla nel primo (cfr. tavola 7). L'incremento nel terzo trimestre rispetto al secondo è stato determinato soprattutto dall'aumento dell'occupazione nel settore dei servizi. Il principale contributo alla forte dinamica dell'occupazione nel settore dei servizi nei primi tre trimestri del 2005 è venuto dal comparto dei servizi finanziari e alle imprese e dalla pubblica amministrazione.

I dati delle indagini sono coerenti con un quadro di graduale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. L'indice sull'occupazione nel settore dei servizi fornito dall'indagine PMI è aumentato in dicembre, al valore più elevato da oltre quattro anni. Anche l'indice PMI sull'occupazione nel settore manifatturiero ha mostrato un andamento positivo. Le attese di occupazione dell'indice del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea sono migliorate ulteriormente in dicembre per i settori industriale e dei servizi. Le aspettative di occupazione nell'industria sono al livello più alto dalla metà del 2001.

L'andamento dell'occupazione nell'area dell'euro durante gli ultimi anni riflette in parte l'attuazione di riforme del mercato del lavoro. Tali riforme potrebbero anche aver determinato cambiamenti nella composizione dell'occupazione di cui si dovrebbe tenere conto nell'interpretazione dei dati sull'occupazione. In tali dati, inoltre, sono stati introdotti alcuni importanti cambiamenti metodologici e statistici in diversi paesi dell'area. Il riquadro 5 discute queste problematiche, concludendo che, pur se è necessaria cautela nell'interpretare le recenti dinamiche dei mercati del lavoro nell'area dell'euro, le ultime informazioni disponibili segnalano un miglioramento delle condizioni.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 5

ALCUNI FATTORI NAZIONALI ALLA BASE DEL RECENTE ANDAMENTO DELL'OCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

I dati sull'occupazione nell'area dell'euro indicano un graduale miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. Secondo i dati di contabilità nazionale, l'occupazione nell'area, misurata in termini di occupati, è aumentata in media dello 0,2 per cento sul periodo precedente tra l'inizio del 2004 e il terzo trimestre del 2005, mentre nel 2002 e nel 2003 era cresciuta dello 0,1 per cento. Tuttavia, nell'interpretare i recenti dati sull'occupazione si devono tenere in considerazione alcuni importanti fattori che riguardano singoli paesi. Questo riquadro evidenzia i possibili effetti di varie riforme del mercato del lavoro, nonché modifiche metodologiche e statistiche, introdotte in alcuni tra i maggiori paesi dell'area e si conclude con un'analisi del recente andamento dell'occupazione nel complesso dell'area alla luce di tali fattori.

Le riforme del mercato del lavoro hanno influenzato l'andamento dell'occupazione in diversi paesi dell'area. In Germania, i contratti di impiego a tempo indeterminato sono divenuti meno frequenti negli ultimi anni, mentre il lavoro autonomo e quello a tempo parziale hanno acquisito crescente rilevanza¹⁾. Questi cambiamenti riflettono l'esigenza di maggiore flessibilità sia nelle imprese sia nelle famiglie e sono stati recentemente rafforzati da ulteriori misure introdotte nel quadro della normativa volta a modernizzare i servizi a sostegno del mercato del lavoro (cosiddetta riforma Hartz). Tali misure includono: i) l'introduzione di contributi finanziari per disoccupati che avviano nuove iniziative imprenditoriali; ii) la promozione di attività lavorative a tempo parziale con retribuzioni mensili fino a 400 euro; e iii) la promozione dall'inizio del 2005 dei cosiddetti lavori "da un euro", destinati specificamente ai disoccupati da lungo tempo e remunerati fino a due euro all'ora in aggiunta ai sussidi di disoccupazione. Per effetto di tali modifiche, i dati sull'occupazione in termini di occupati risultano nettamente migliori rispetto a quelli basati sulle ore lavorate. Con riferimento alla Francia, per stimolare l'occupazione nel settore privato, nell'agosto del 2005 è stato introdotto un contratto speciale di due anni che consente alle imprese con meno di 20 dipendenti di licenziare neoassunti senza sostenere costi. In Italia, la nuova normativa adottata nel 2003 (nota come Legge Biagi) ha introdotto alcune misure per rendere più flessibile il mercato del lavoro, principalmente attraverso contratti di lavoro più flessibili per lavoratori interinali atipici o a tempo parziale. Nei Paesi Bassi, la legge sull'estensione della remunerazione salariale durante i periodi di malattia ha disposto che dal gennaio 2005 le imprese devono accordare un anno supplementare di aspettativa per malattia prima che i dipendenti possano ricevere il sussidio d'invalidità. Ciò ha determinato un aumento nei dati sull'occupazione, in quanto i lavoratori sono considerati occupati fin quando ricevono il sussidio di malattia dai datori di lavoro.

Inoltre, in alcuni paesi dell'area sono state introdotte modifiche statistiche e metodologiche. In Spagna, i dati rivisti del periodo 1996-2004, pubblicati nel marzo 2005, hanno mostrato un aumento sia nei livelli sia nei tassi di crescita dell'occupazione. Queste revisioni al rialzo sono ascrivibili all'imputazione di un numero maggiore di lavoratori immigrati rispetto alle precedenti compilazioni dei dati. In particolare, a causa di questo fattore il livello dell'occupazione nel quarto trimestre del 2004 è aumentato di 965.000 unità. La correzione dei tassi di crescita

1) Per una rassegna completa, cfr. l'articolo *Rapid change in paid employment*, nel numero di luglio 2005 del Bollettino mensile della Deutsche Bundesbank, pagg. 13-15.

annuali rispecchia il fatto che la popolazione di immigrati negli ultimi anni è aumentata più di quanto sia stato inizialmente registrato. Inoltre, nell'aprile 2005 l'istituto nazionale di statistica ha introdotto ulteriori importanti modifiche metodologiche per allineare il questionario delle indagini sulle forze di lavoro ai requisiti dell'Unione europea²⁾. In Italia, le leggi finanziarie per il 2003 e il 2004 hanno introdotto misure tese a regolarizzare la posizione degli immigrati che lavorano nell'economia sommersa e quella delle persone che hanno continuato a lavorare dopo il pensionamento. Poiché i dati di contabilità nazionale già includono una stima dell'occupazione nell'economia informale, tali misure comportano solo una redistribuzione dei lavoratori tra economia ufficiale e sommersa, senza incidere sui dati dell'occupazione totale.

Nel complesso, i dati recenti sull'occupazione in alcuni tra i maggiori paesi nell'area hanno risentito delle riforme del mercato del lavoro e di modifiche metodologiche e statistiche, influenzando a loro volta i dati relativi all'intera area dell'euro. Benché sia molto difficile valutare le dimensioni dell'impatto sui dati per l'area, gli effetti in alcuni paesi non sembrano trascurabili, suggerendo una certa cautela nell'interpretare il recente andamento dell'occupazione nell'area. Dati più dettagliati sull'occupazione, ad esempio quelli sulle ore lavorate, consentirebbero di valutare meglio le ripercussioni di questi fattori che riguardano singoli paesi. Nondimeno, anche tenendo conto di tali elementi, sembra emergere un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, come indicato dal numero crescente di impieghi disponibili e dall'evoluzione favorevole delle attese sull'occupazione evidenziata da varie indagini.

2) Per una spiegazione più approfondita, cfr. gli articoli *La revisión de las cifras de la EPA* nel numero di aprile 2005 del Bollettino economico del Banco de España, pagg. 14-15 e *EPA 2005: Resumen de los cambios metodológicos* nel numero di maggio 2005 della stessa pubblicazione, pag. 32.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

I dati disponibili dall'inizio di dicembre tendono a confermare lo scenario di un rafforzamento e ampliamento della ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro. Le nuove informazioni mostrano che l'occupazione ha continuato a rafforzarsi nell'area; vi sono anche segnali di un ulteriore miglioramento della fiducia di consumatori e imprese. Questo scenario di proseguimento della crescita è in linea con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate all'inizio di dicembre nonché con le previsioni delle organizzazioni internazionali e del settore privato. I rischi al ribasso per questo scenario sono connessi principalmente agli attuali squilibri a livello mondiale e alle incertezze sull'andamento dei prezzi del petrolio.

5 I TASSI DI CAMBIO E LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo un periodo di debolezza in novembre, a dicembre l'euro è rimasto relativamente stabile e agli inizi di gennaio si è moderatamente apprezzato. Il rafforzamento dell'euro in termini effettivi nominali ha rispecchiato soprattutto l'apprezzamento nei confronti del dollaro statunitense e, in misura inferiore, del renminbi cinese e della sterlina britannica, parzialmente controbilanciato dalla flessione sullo yen giapponese e su alcune valute dei nuovi Stati membri.

DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo il calo piuttosto consistente di novembre, l'euro si è apprezzato moderatamente rispetto al dollaro statunitense in dicembre e in misura più sensibile agli inizi di gennaio (cfr. figura 27). Sugli andamenti del tasso di cambio con il dollaro hanno influito in particolare le attese degli operatori circa l'orientamento futuro della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. L'effetto congiunto delle notizie favorevoli sull'economia dell'area dell'euro e del cambiamento nella comunicazione delle decisioni di politica monetaria da parte della Federal Reserve ha teso a indebolire le aspettative di un ulteriore ampliamento del differenziale di tasso di interesse fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. I timori per il nuovo massimo storico raggiunto dal disavanzo commerciale statunitense sono stati parzialmente fugati dalle notizie di elevatissimi afflussi per investimenti di portafoglio. Nell'insieme, l'11 gennaio l'euro si collocava a 1,21 dollari, un valore superiore del 2,7 per cento a quello di fine novembre e inferiore del 2,8 per cento alla media del 2005.

YEN GIAPPONESE/EURO

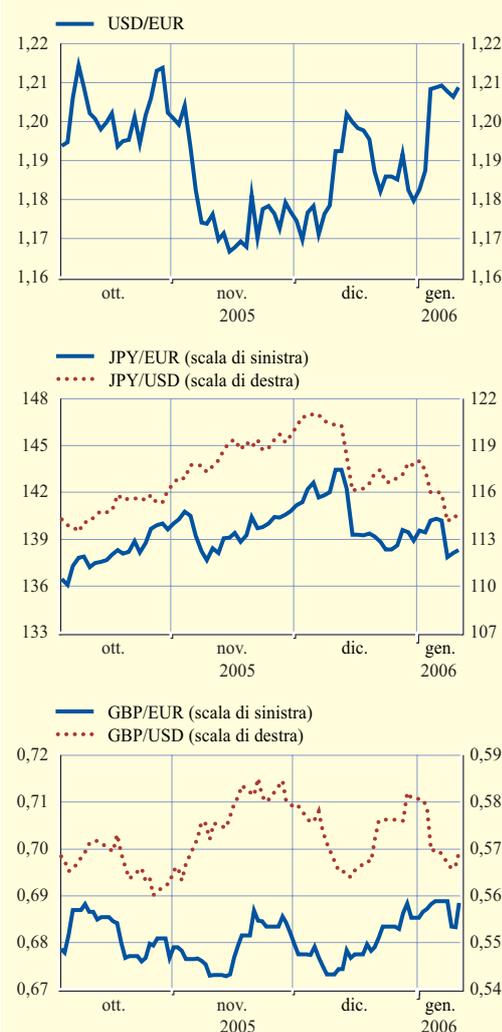
Dopo essersi indebolito sostanzialmente rispetto alle valute principali negli ultimi mesi, durante la seconda metà di dicembre lo yen ha evidenziato un apprezzamento relativamente cospicuo e generalizzato. La ripresa potrebbe essere riconducibile a fattori tecnici, in quanto gli investitori hanno dichiarato di aver chiuso consistenti posizioni corte sulla valuta accumulate in precedenza. L'11 gennaio l'euro è stato quotato a un livello inferiore dell'1,8 per cento a quello di fine novembre e superiore dell'1,1 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 27).

VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

A dicembre e agli inizi di gennaio gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta su livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive

Figura 27 Tassi di cambio

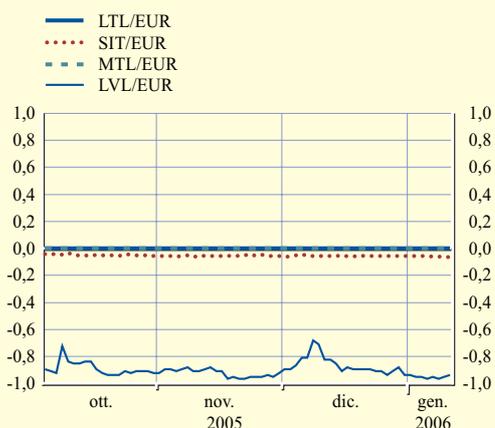
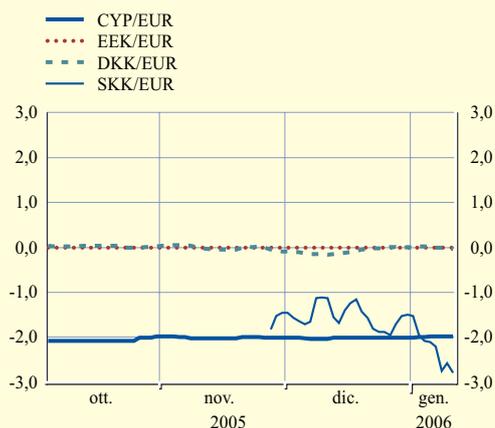
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Figura 28 Tassi di cambio negli AEC II

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

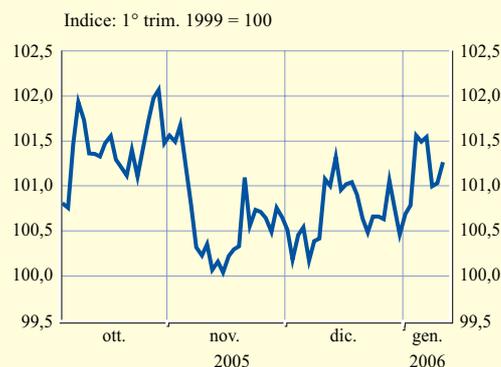


Fonte: BCE.

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 cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard di ± 15 per cento.

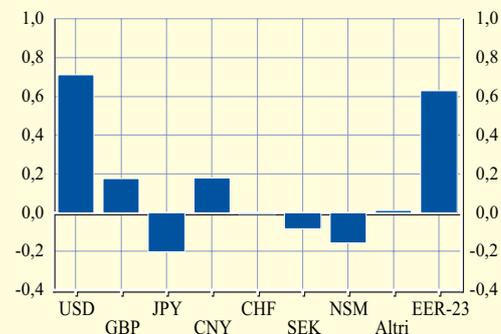
Figura 29 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti¹⁾

(dati giornalieri)



Contributi alle variazioni del tasso di cambio effettivo nominale²⁾

Dal 30 novembre 2005 all'11 gennaio 2006 (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.

parità centrali (cfr. figura 28). Come alcune altre divise dell'Europa centrale e orientale, la corona slovacca si è apprezzata (dell'1,4 per cento) sull'euro e l'11 gennaio era quotata a un livello superiore del 2,8 per cento alla rispettiva parità nella fascia superiore della banda degli AEC II. Per quanto riguarda le valute di altri Stati membri dell'UE, l'euro si è apprezzato sulla sterlina britannica e l'11 gennaio era quotato a 0,69 sterline, un livello superiore dello 0,9 per cento a quello di fine novembre e dello 0,7 per cento alla media del 2005. La moneta unica europea si è invece deprezzata (dell'1,9 per cento) sulla corona svedese, che nel periodo in esame ha registrato una ripresa piuttosto sostenuta, e sulla corona ceca, lo zloty polacco e il fiorino ungherese (rispettivamente dello 0,6, 3,4 e 1,1 per cento).

ALTRE VALUTE

Dalla fine di novembre l'euro si è mantenuto stabile nei confronti del franco svizzero, mentre ha guadagnato lo 0,7 per cento sulla corona norvegese, il 2,4 sul dollaro canadese, lo 0,9 sul dollaro australiano e il 2,6 sul renminbi cinese e si è deprezzato del 2,4 per cento rispetto al won sudcoreano.

TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

L'11 gennaio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era superiore dello 0,6 per cento al livello di fine novembre e inferiore dell'1,6 alla propria media del 2005 (cfr. figura 29). Il moderato rafforzamento dell'euro in termini effettivi nominali a dicembre e all'inizio di gennaio rispecchia soprattutto l'aumento sul dollaro statunitense e, in misura inferiore, sul renminbi cinese e sulla sterlina britannica, in parte controbilanciato dalla flessione nei confronti dello yen giapponese e delle valute di alcuni nuovi Stati membri.

5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

I dati sulla bilancia dei pagamenti fino a ottobre 2005 indicano che i flussi commerciali con l'esterno dell'area dell'euro hanno continuato a crescere vigorosamente in termini di valore. Se nel caso delle importazioni tale rapido incremento è in larga parte riconducibile all'aumento dei prezzi all'importazione, per le esportazioni esso rispecchia principalmente la dinamica robusta dei volumi. La maggiore crescita dei valori importati rispetto a quelli esportati è alla base dell'inversione di segno del saldo su dodici mesi del conto corrente dell'area, che a ottobre evidenziava un disavanzo di quasi 9 miliardi di euro a fronte di un avanzo di 43 miliardi un anno prima. Con riferimento al conto finanziario, nei dodici mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 60 miliardi, contro flussi netti pressoché bilanciati nel periodo fino a maggio. Tale andamento riflette i forti investimenti in titoli azionari dell'area.

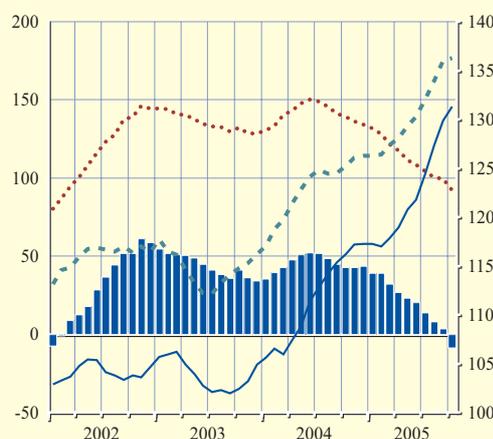
INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

I dati più recenti sulla bilancia dei pagamenti relativi a ottobre confermano che l'interscambio di beni e servizi con l'esterno dell'area dell'euro continua a crescere vigorosamente in termini di valore, seppur a ritmi lievemente inferiori rispetto ai mesi precedenti (cfr. figura 30). La media mobile a tre mesi delle esportazioni è salita del 3,2 per cento rispetto a luglio (cfr. tavola 8), grazie al forte aumento delle esportazioni di beni (3,9 per cento) a fronte di un incremento modesto di quelle di servizi (1,1 per cento). Nello stesso periodo le importazioni hanno continuato

Figura 30 Saldo di conto corrente e saldo della bilancia commerciale dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

- saldo di conto corrente (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- saldo della bilancia commerciale (saldi cumulati sui dodici mesi; scala di sinistra)
- - - - - esportazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)
- importazioni di beni e servizi (media mobile di 3 mesi; scala di destra)



Fonte: BCE.

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 set.	2005 ott.	2005 gen.	2005 apr.	2005 lug.	2005 ott.	2004 ott.	2005 ott.
Conto corrente (saldo)	-3,3	-9,0	1,9	1,8	-0,8	-5,8	42,6	-8,7
Beni (saldo)	5,3	0,2	6,8	6,7	5,6	2,6	110,1	65,4
Esportazioni	105,8	103,0	96,0	97,0	100,6	104,6	1.109,4	1.194,6
Importazioni	100,5	102,7	89,1	90,3	95,0	102,0	999,3	1.129,2
Servizi (saldo)	2,5	2,6	2,2	2,5	2,0	2,4	29,1	27,0
Esportazioni	31,7	32,1	30,3	31,1	31,4	31,7	356,3	373,4
Importazioni	29,2	29,6	28,1	28,6	29,4	29,3	327,2	346,4
Redditi (saldo)	-4,9	-7,4	-1,4	-2,9	-4,0	-5,5	-39,8	-41,4
Trasferimenti correnti (saldo)	-6,2	-4,4	-5,7	-4,5	-4,4	-5,3	-56,8	-59,7
Conto finanziario (saldo) ¹⁾	26,0	-6,6	12,3	-1,3	18,5	4,7	-23,3	102,8
Investimenti diretti e di portafoglio	16,5	-6,1	-5,5	-4,9	38,4	-8,0	-1,5	60,3
Investimenti diretti	2,2	-0,9	-6,7	-7,0	-27,1	-4,6	-38,6	-136,1
Investimenti di portafoglio	14,3	-5,1	1,2	2,2	65,5	-3,4	37,1	196,4
Azioni	5,9	-12,5	14,7	-16,1	53,4	4,5	-4,1	169,6
Strumenti di debito	8,5	7,4	-13,5	18,3	12,1	-7,9	41,2	26,8

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.

a crescere più rapidamente delle esportazioni (5,5 per cento), per effetto del rapido incremento nella componente dei beni in presenza di una sostanziale stazionarietà di quella dei servizi.

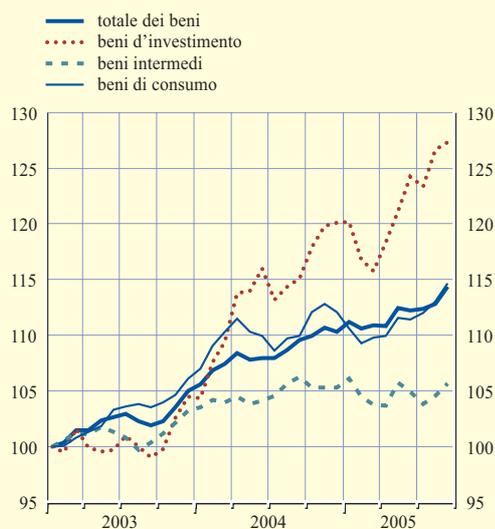
I dati forniti dall'Eurostat sulla scomposizione in volumi e prezzi dei flussi commerciali con l'estero dell'area aggiornati a settembre 2005 indicano che l'attuale aumento di valore delle esportazioni va ricondotto principalmente alla forte crescita dei volumi. Nel terzo trimestre i volumi esportati in Asia (soprattutto in Cina) e nei nuovi Stati membri dell'UE hanno registrato una vigorosa espansione. Tale andamento riflette sia la crescita sostenuta delle importazioni in questi paesi sia i guadagni di competitività di prezzo delle esportazioni dell'area, parzialmente riconducibili al deprezzamento dell'euro nel secondo e terzo trimestre dello scorso anno. Con riferimento alle singole categorie merceologiche, nel terzo trimestre le esportazioni di beni di investimento sono cresciute in volume molto più rapidamente di quelle di beni intermedi e di consumo.

Allo stesso tempo il recente aumento delle importazioni di beni si spiega soprattutto con la forte crescita dei prezzi all'importazione, benché anche i volumi abbiano continuato ad accelerare. L'aumento dei prezzi all'importazione nel terzo trimestre va ricondotto principalmente al rincaro del petrolio e – in misura inferiore – dei prodotti dell'industria manifatturiera. Quest'ultimo andamento potrebbe riflettere sia il deprezzamento dell'euro sia i maggiori costi alla produzione per i fornitori di importazioni verso l'area a seguito degli aumenti nelle quotazioni petrolifere.

L'accelerazione dei volumi importati iniziata nel secondo trimestre è proseguita nel terzo, per motivi in parte riconducibili all'intensificarsi della crescita del PIL dell'area nel periodo e alla forte espansione delle categorie di spesa ad alta intensità di beni di importazione, quali gli investimenti e le esportazioni. In tale contesto, la ripresa delle importazioni dell'area è principalmente ascrivibile ai significativi incrementi delle importazioni di beni di investimento (cfr. figura 31), mentre dagli inizi del 2005 i volumi di beni di consumo importati sono cresciuti a ritmi moderati e quelli di beni intermedi sono rimasti pressoché stabili.

Figura 31 Importazioni dall'esterno dell'area dell'euro in volume per alcuni beni

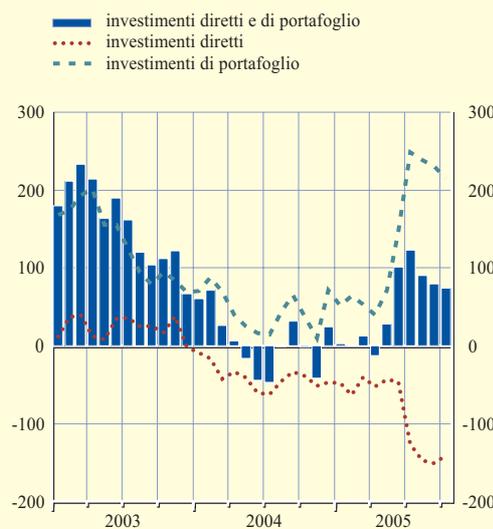
(indici: gennaio 2003=100; dati destagionalizzati; medie mobili di tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: gli ultimi dati si riferiscono a settembre 2005.

Figura 32 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



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

Per effetto delle suddette tendenze, in ottobre l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto dei beni è sceso a circa 65 miliardi di euro. Assieme al calo dell'avanzo dei servizi e all'aumento del disavanzo dei redditi e dei trasferimenti correnti, questo ha portato nel mese il conto corrente cumulato in disavanzo per circa 9 miliardi di euro (equivalente a meno dello 0,1 per cento del PIL) a fronte di un avanzo di 43 miliardi un anno prima.

CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti mensili medi pari a 8 miliardi di euro (cfr. tavola 8), poiché i deflussi netti per investimenti diretti (4,6 miliardi) e strumenti di debito (7,9 miliardi) hanno più che controbilanciato gli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari (4,5 miliardi). I flussi netti in uscita per strumenti di debito osservati in settembre e ottobre vanno ricondotti ai consistenti acquisti netti di titoli di debito esteri da parte di residenti dell'area, che potrebbero essere connessi ai più ampi differenziali di tasso di interesse fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro.

Per quanto riguarda i saldi cumulati su dodici mesi, in ottobre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme afflussi netti per 60 miliardi di euro (cfr. figura 32 e tavola 8). In particolare, gli investimenti netti in titoli azionari dell'area sono saliti a 170 miliardi di euro da un sostanziale pareggio nell'anno precedente, riflettendo in parte il finanziamento di una consistente operazione di investimento diretto dell'area all'estero in luglio. Ciò nonostante, anche se corretti per gli effetti di tale operazione, gli investimenti netti in titoli azionari dell'area hanno comunque rappresentato gran parte degli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio nei dodici mesi cumulati. Su questo sfondo, le indagini di mercato segnalavano anche un interesse degli investitori esteri verso i titoli azionari dell'area alla luce della loro maggiore attrattiva in termini di prezzo.

LA PREVEDIBILITÀ DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Secondo la migliore prassi corrente, l'attività della banca centrale dovrebbe essere caratterizzata da un alto grado di prevedibilità della politica monetaria. Tuttavia, è necessaria una chiara distinzione fra il breve e il lungo periodo. Se la prevedibilità a breve termine può essere definita, in senso stretto, come la capacità del pubblico di anticipare correttamente le decisioni di politica monetaria di una banca centrale su orizzonti temporali limitati, il concetto più ampio e significativo di prevedibilità a più lungo termine presuppone anche la comprensione del quadro di riferimento adottato dalla banca centrale per la conduzione della politica monetaria, ossia dei suoi obiettivi e comportamenti sistematici in risposta a diverse circostanze e contingenze. In questa accezione più vasta, la prevedibilità è anche strettamente connessa con la credibilità della banca centrale. L'articolo presenta i principali aspetti concettuali riguardanti la prevedibilità, a breve e a più lungo termine, ed esamina come una strategia di politica monetaria trasparente e una costante attività di comunicazione abbiano permesso alla BCE di conseguire un elevato livello di prevedibilità complessiva. Viene, inoltre, fornita evidenza descrittiva del fatto che i mercati finanziari sono stati capaci di anticipare le decisioni di politica monetaria della BCE con un grado di precisione simile a quello riscontrato per altre importanti banche centrali. La BCE conferma il suo impegno a favorire una reale comprensione della sua politica monetaria da parte del pubblico e dei mercati finanziari, contribuendo in tal modo a incrementarne il già elevato livello di prevedibilità.

I INTRODUZIONE

La migliore prassi corrente nell'attuazione della politica monetaria, che trova espressione nel quadro di riferimento adottato dalla BCE, consiglia un elevato livello di prevedibilità delle decisioni della banca centrale. È possibile distinguere fra orizzonti a breve e a più lungo termine. La prevedibilità di breve periodo viene conseguita quando il pubblico è in grado di anticipare correttamente le prossime decisioni di politica monetaria della banca centrale ¹⁾. Un aspetto di maggiore valenza della prevedibilità concerne, tuttavia, la sua dimensione a più lungo termine, che richiede una reale comprensione da parte del pubblico del quadro di riferimento adottato dalla banca centrale e della sua azione nel corso del tempo. Un'elevata prevedibilità delle decisioni sui tassi di interesse è il risultato di una politica monetaria condotta in modo credibile e trasparente, nonché adeguatamente spiegata al pubblico. Di conseguenza, sebbene in senso lato non costituisca un obiettivo in sé, la prevedibilità accresce l'efficacia della politica monetaria e contribuisce a creare il contesto entro cui la banca centrale rende conto del proprio operato dinanzi alla collettività.

L'articolo prende in esame i principali aspetti concettuali ed empirici relativi alla prevedibilità

e illustra come il quadro di riferimento scelto dalla BCE concorra a rendere più intuibile la politica monetaria unica, sia a breve che a più lungo termine. La sezione 2 discute la prevedibilità in senso generale e il ruolo che essa svolge nella conduzione pratica della politica monetaria. La sezione 3 presenta l'impostazione adottata dalla BCE per rendere più anticipabili le sue decisioni, mentre la sezione 4 fornisce evidenza empirica relativa alla prevedibilità di breve periodo della politica monetaria della BCE rispetto a quella di altre importanti banche centrali. Nella sezione 5 vengono, infine, esposte alcune osservazioni conclusive.

2 LA PREVEDIBILITÀ E LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

La prevedibilità della banca centrale viene spesso intesa nella definizione più ristretta, ossia come la capacità dei mercati finanziari di anticipare correttamente le prossime decisioni di politica monetaria. Tuttavia, il concetto non andrebbe limitato a questa accezione di breve periodo, poiché essa non tiene in conto in modo appropria-

1) Cfr. l'articolo *La trasparenza della politica monetaria della BCE* nel numero di novembre 2002 di questo Bollettino.

Figura 1 Prevedibilità della politica monetaria



to dell'adeguatezza delle decisioni in vista del conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Una definizione più significativa riguarda, pertanto, la dimensione a più lungo termine e verte sulla rigorosa adesione della banca centrale ai suoi obiettivi istituzionali, nonché sull'uso coerente e trasparente degli strumenti di cui dispone per realizzarli. L'azione a più lungo termine è anticipabile se gli obiettivi sono trasparenti e credibili, e se questi vengono perseguiti con coerenza attraverso le decisioni di politica monetaria. Ciò, a sua volta, consentirà al pubblico di comprendere il comportamento della banca centrale e, in particolare, le sue risposte sistematiche a diverse circostanze e contingenze (cfr. figura 1).

Pertanto, la prevedibilità a breve termine non dovrebbe essere meccanicamente considerata un indicatore del grado di trasparenza della politica monetaria. Un livello elevato di prevedibilità nel breve periodo andrebbe piuttosto inteso come l'esito naturale del perseguimento coerente della strategia di politica monetaria da parte della banca centrale, unitamente a un'attività di comunicazione tesa a spiegarne gli obiettivi e la valutazione della situazione economica. In questo senso, la prevedibilità a breve termine delle decisioni sui tassi di interesse costituisce un riscontro osservabile della comprensione complessiva da parte del pubblico del quadro di riferimento adottato per la conduzione della politica monetaria.

In un orizzonte di più lungo periodo, la prevedibilità accresce l'efficacia della politica monetaria soprattutto attraverso il suo contributo alla formazione delle attese sull'evoluzione economica, che rappresenta un elemento fondamentale nella trasmissione della politica monetaria. In un'economia di mercato, la banca centrale può influire direttamente solo sui tassi di interesse a breve termine. Tuttavia, le decisioni di consumo e di investimento e, pertanto, gli andamenti dei prezzi nel medio periodo sono ampiamente influenzati dai tassi di interesse a più lungo termine, che a loro volta dipendono dalle aspettative degli operatori privati sulle decisioni future della banca centrale e sull'inflazione. Di conseguenza, è importante che il settore privato sia in grado di anticipare correttamente l'orientamento generale della politica monetaria nel medio periodo.

Riducendo l'incertezza sui tassi di interesse, la prevedibilità facilita il processo di determinazione dei prezzi delle attività finanziarie e diminuisce i premi per il rischio; ciò contribuisce a sua volta all'efficienza allocativa del mercato. Le imprese possono quindi effettuare una migliore gestione dei propri bilanci, sono meno vulnerabili agli shock economici e devono sostenere costi inferiori per la gestione del rischio, beneficiando pertanto delle condizioni adeguate per assumere decisioni di investimento.

La comprensione della strategia di politica monetaria da parte del pubblico aiuta, inoltre, a indirizzare il processo di formazione dei prezzi e dei salari coerentemente con gli obiettivi della banca centrale. Ciò è realizzabile a condizione che quest'ultima attui la propria strategia di politica monetaria in modo coerente e credibile. Se il settore privato non ha una chiara comprensione della risposta della banca centrale agli andamenti economici, la percezione di un impegno inadeguato nel mantenere la stabilità dei prezzi a medio termine può risultare in una scarsa prevedibilità e generare aspettative di inflazione non coerentemente ancorate agli obiettivi della banca centrale. Le variazioni dei livelli di inflazione e del prodotto nel breve periodo potrebbero risultare più persistenti per effetto del processo di formazione dei salari e dei prezzi, con il rischio

di causare fluttuazioni economiche ingiustificate e perdite in termini di benessere.

Sebbene una conoscenza approfondita dei comportamenti sistematici della banca centrale generi di norma un elevato livello di prevedibilità a breve termine, quest'ultima potrebbe non essere conseguibile in senso assoluto nel caso di una politica monetaria orientata al raggiungimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Per risultare perfettamente prevedibile nel breve termine, la banca centrale potrebbe infatti, molto banalmente, eseguire in modo automatico le aspettative del mercato, ma questo approccio non sarebbe adeguato. Poiché le attese degli operatori dei mercati finanziari sui futuri livelli dei tassi di interesse a breve riflettono in ampia misura le opinioni correnti riguardo alle imminenti decisioni di politica monetaria, l'attuazione meccanica di tali aspettative le porterebbe ad "autorealizzarsi", pur non corrispondendo necessariamente a un orientamento monetario adeguato per il mantenimento della stabilità dei prezzi. Per contro, una banca centrale che segue una politica orientata alla stabilità dei prezzi è in grado di guidare le aspettative sui tassi di interesse fornendo con frequenza una valutazione indipendente e completa della situazione economica e monetaria corrente e futura. In alternativa, la banca centrale potrebbe conseguire una perfetta prevedibilità preannunciando in modo sistematico gli interventi sui tassi di interesse, per poi attuarli indipendentemente dalle circostanze. Tuttavia, l'assunzione di un impegno incondizionato riguardo alla futura evoluzione dei tassi di riferimento ridurrebbe la flessibilità dell'assetto operativo della politica monetaria, diminuendone la capacità di reagire prontamente a cambiamenti repentini della situazione economica. Talvolta, la necessità di una risposta tempestiva potrebbe anche limitare le possibilità di preparare i mercati con anticipo e completezza a una decisione di politica monetaria. Di conseguenza, sebbene le banche centrali non intendano cogliere di sorpresa i mercati, occorre considerare che ogni indicazione sull'orientamento di politica monetaria deve essere interpretata alla luce dei nuovi dati rilevanti nella valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi.

Una tradizione di affidabilità nella conduzione della politica monetaria è requisito indispensabile per la comprensione del comportamento della banca centrale da parte del pubblico. Va, tuttavia, rilevato come tale traguardo non possa essere raggiunto applicando in modo meccanico una semplice regola di politica monetaria basata su una connessione perfettamente prevedibile fra i tassi di riferimento e un insieme ristretto di indicatori²⁾. Spesso le variazioni dei fattori fondamentali che incidono sull'orientamento di politica monetaria sono soggette a notevoli revisioni e a relazioni strutturali incerte. Inoltre, una politica monetaria definita sulla base di pochi indicatori non garantirebbe necessariamente il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. Nel rispondere a uno shock o a rischi per la stabilità dei prezzi, una banca centrale deve soppesare numerosi fattori, quali la natura e la tipologia dello shock, la posizione ciclica corrente, gli squilibri accumulati nell'economia, la stabilità del sistema finanziario e gli andamenti dei prezzi delle attività.

La comunicazione svolge un ruolo fondamentale ai fini della prevedibilità, in quanto consente al pubblico di capire le decisioni di politica monetaria. Poiché queste non possono essere assunte in modo meccanico, ma devono necessariamente basarsi su una valutazione, non è pensabile che possano risultare del tutto ovvie per il pubblico. Spetta, pertanto, alla banca centrale comunicare in modo aperto e trasparente gli obiettivi di politica monetaria e le motivazioni alla base delle sue decisioni. Essa non deve formulare previsioni incondizionate sui tassi di riferimento a medio e lungo termine, ma fornire al pubblico gli strumenti per comprendere come la politica monetaria reagisca con sistematicità a diverse situazioni economiche e monetarie e agli sviluppi imminenti. L'adozione di obiettivi trasparenti e di un processo decisionale coerente, spiegati in modo credibile attraverso una comunicazione convincente, creano pertanto una continuità di azione, che costituisce il presupposto per un'elevata prevedibilità della politica monetaria.

2) Per una trattazione approfondita, cfr. l'articolo *Alcune questioni riguardanti le regole di politica monetaria* nel numero di ottobre 2001 di questo Bollettino.

3 IL QUADRO DI RIFERIMENTO E LA PREVEDIBILITÀ DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Per migliorare la prevedibilità della propria politica monetaria, ogni banca centrale deve definire l'impostazione che le permetterà di "far coincidere le parole con i fatti". L'impostazione scelta è indissolubilmente legata alla storia della banca stessa e al contesto economico e istituzionale in cui opera. Anche se nel 1999 la BCE, quale nuova istituzione, poteva avvalersi dell'esperienza delle banche centrali nazionali (BCN) dell'Eurosistema, essa non aveva ancora una tradizione propria nella conduzione di una politica monetaria coerente. Al tempo stesso, doveva far fronte a un elevato grado di incertezza derivante dai dati, dai parametri strutturali e dalla necessità di individuare un modello opportuno di analisi per l'economia dell'area dell'euro. Questo insieme di circostanze rendeva il compito di attuare una politica monetaria prevedibile una vera sfida.

Sin dagli inizi, la BCE ha attribuito massima priorità alla messa a punto di una strategia volta a rendere credibile e prevedibile il corso della sua politica monetaria³⁾. In primo luogo, nell'annunciare la strategia alla fine del 1998, il Consiglio direttivo della BCE ha quantificato l'obiettivo della stabilità dei prezzi, conformemente al proprio mandato. Così facendo, ha stabilito un valore di riferimento per la politica monetaria, rendendo così più facilmente verificabile dal pubblico il suo operato e fornendo un valore centrale rispetto al quale formulare le aspettative di inflazione nel lungo periodo⁴⁾. Sebbene la misurazione empirica di tali aspettative richieda una certa cautela, gli indicatori disponibili, derivati dalle obbligazioni indicizzate e dalle indagini condotte fra gli operatori, suggeriscono che la BCE è stata in grado di ancorare le aspettative di inflazione nell'area dell'euro⁵⁾.

In secondo luogo, la BCE ha mantenuto un orientamento di medio periodo nella definizione della sua strategia di politica monetaria. Se, da un lato, la risposta di politica monetaria dipende dagli shock che colpiscono l'economia nonché dalla struttura delle aspettative, dall'altro, la banca

centrale deve tener presente che, nel formulare le proprie attese, i mercati finanziari e il vasto pubblico cercano di cogliere l'indirizzo generale della politica monetaria. Tale indirizzo potrebbe essere più facilmente individuabile se la banca centrale operasse con una certa gradualità, anziché voler regolare puntualmente gli andamenti economici, considerati soprattutto i problemi di misurazione dello stato dell'economia e degli sfasamenti temporali di lunga e variabile durata con cui quest'ultima reagisce alle decisioni di politica monetaria⁶⁾. L'orientamento a medio termine della politica monetaria adottato dalla BCE aiuta il pubblico a meglio comprendere la sua risposta alle tendenze economiche generali, contribuendo a ridurre la volatilità complessiva ed evitando le turbolenze generate da una politica erratica di fissazione dei tassi.

La BCE si è inoltre dimostrata proattiva nel comunicare con il pubblico in modo trasparente e costante. In questo contesto la trasparenza può essere definita come un *modus operandi* in virtù del quale la banca centrale fornisce al pubblico e ai mercati in maniera aperta, chiara e tempestiva tutte le informazioni rilevanti riguardo al suo mandato, alla sua strategia, alle valutazioni che effettua e alle decisioni di politica monetaria⁷⁾. Per la BCE la trasparenza non costituisce solo un obbligo a garanzia della responsabilità democratica di dar conto del proprio operato, ma anche un'opportunità per comunicare informazioni volte ad agevolare i processi di apprendimento e formazione delle aspettative nel settore privato⁸⁾. In

3) Cfr. BCE (2004), *La politica monetaria della BCE*.

4) Cfr. Levin, A. T., F. M. Natalucci e J. M. Piger (2004), *Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes*, Working Paper della BCE n. 383.

5) Cfr. in particolare l'intervento di Jean-Claude Trichet, Presidente della Banca centrale europea, dal titolo *Monetary policy and 'credible alertness'*, in occasione del dibattito tra esperti che si è svolto nel quadro della Jackson Hole Conference del 27 agosto 2005.

6) Cfr. Issing, O. et al. (2003), *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, BCE.

7) Cfr. l'articolo *La trasparenza della politica monetaria della BCE* nel numero di novembre 2002 di questo Bollettino. Cfr. inoltre Issing, O. (2005), *Communication, transparency, accountability: Monetary policy in the Twenty-First Century*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 87 (2, Part 1), pp. 65-83.

8) Cfr. l'articolo *La comunicazione esterna della Banca centrale europea* nel numero di febbraio 2001 di questo Bollettino.

particolare, il suo approccio sistematico alla politica monetaria è stato ulteriormente chiarito in una serie di discorsi, studi e articoli del Bollettino mensile. Al tempo stesso, questa ricerca di trasparenza e prevedibilità richiede che le informazioni trasmesse al pubblico siano adeguatamente strutturate e organizzate. In caso contrario, si rischiano confusione ed effetti controproducenti per l'efficienza del processo di formazione delle aspettative.

La collegialità delle decisioni assunte dal Consiglio direttivo si riflette nella dichiarazione introduttiva pronunciata alla conferenza stampa che si tiene nei giorni di riunione del Consiglio, durante la quale le decisioni di politica monetaria vengono spiegate al pubblico quasi in tempo reale. La ricerca empirica suffraga, inoltre, l'idea che la comunicazione dell'Eurosistema sulla situazione economica e sull'orientamento di politica monetaria sia stata generalmente omogenea⁹⁾.

4 LA PREVEDIBILITÀ DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE: EVIDENZA EMPIRICA

Sebbene l'area dell'euro sia stata istituita in tempi piuttosto recenti, una serie di studi empirici hanno valutato il grado di prevedibilità della politica monetaria della BCE. Per motivi principalmente connessi con la misurabilità e la fattibilità delle analisi empiriche, la maggior parte di questi studi si è incentrata sulla nozione più ristretta di prevedibilità a breve termine. Nonostante una certa diversità nelle metodologie e nei dati utilizzati, nel complesso la conclusione è stata che i mercati finanziari hanno generalmente previsto in modo corretto le decisioni di politica monetaria della BCE. In questa sezione sono presentati e aggiornati alcuni risultati di tali studi¹⁰⁾.

Non esiste una metodologia unica per la misurazione della prevedibilità di breve periodo; a seconda dell'approccio adottato, i risultati degli studi empirici possono, pertanto, mostrare un certo grado di variazione. Le misure di prevedibilità possono basarsi, ad esempio, su informazioni ricavate dai prezzi di diverse attività del

mercato monetario o dalle indagini condotte fra gli operatori dei mercati finanziari. Anche l'intervallo di tempo considerato è rilevante: la scelta di un orizzonte più breve incentra l'analisi empirica sulle decisioni di politica monetaria assunte in una data specifica e include le informazioni di cui la banca centrale dispone in quel momento; se si considera un periodo più lungo si possono invece integrare informazioni aggiuntive sul futuro indirizzo della politica monetaria.

Il metodo più comunemente utilizzato per misurare la prevedibilità di breve periodo si basa sulle variazioni dei tassi di interesse del mercato monetario in prossimità dell'annuncio delle decisioni di politica monetaria¹¹⁾. Poiché i mercati finanziari seguono molto da vicino le decisioni della banca centrale, questi tassi contengono tutte le informazioni a disposizione degli operatori sulle prospettive economiche e sull'orientamento di politica monetaria in un determinato momento. Le variazioni dei tassi di mercato in corrispondenza dell'annuncio delle decisioni di politica monetaria sono, pertanto, interpretabili come un indicatore dell'elemento di "sorpresa" contenuto in queste ultime. Sia una modifica imprevista del tasso di riferimento, sia l'astensione da un intervento atteso costituiscono una sorpresa. Sulla base di tali informazioni è possibile calcolare la percentuale di decisioni correttamente previste ("tasso di anticipazione"), data dal rap-

- 9) Cfr. Ehrmann, M. e M. Fratzscher (2005), *Communication and decision-making by central bank committees: Different strategies, same effectiveness?*, Working Paper della BCE n. 488.
- 10) L'analisi presentata in questa sezione segue fedelmente l'impostazione definita in Wilhelmsen, B.-R. e A. Zaghini (2005), *Monetary policy predictability in the euro area: An international comparison*, Working Paper della BCE n. 504, con una copertura dei dati fino al 12 dicembre 2005. Una comparazione internazionale si trova anche in altri studi recenti, fra i quali Connolly, E. e M. Kohler (2004), *News and interest rate expectations: A study of six central banks*, in Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper, e Ehrmann e Fratzscher (2005). Per un elenco completo si vedano i riferimenti citati in queste pubblicazioni.
- 11) L'articolo si incentra su indicatori relativamente semplici e illustrativi della prevedibilità a breve termine, facilmente comparabili fra le aree valutarie. Tali indicatori sono stati utilizzati per la prima volta al fine di misurare la prevedibilità della politica monetaria della BCE in Sicilia, J. e G. Pérez-Quirós (2002), *Is the European Central Bank (and the United States Federal Reserve) predictable?*, Working Paper della BCE n. 192. Più recentemente sono stati applicati ai dati di altre banche centrali in Wilhelmsen e Zaghini (2005).

porto fra il numero di giornate in cui l'elemento di sorpresa è stato inferiore a una certa soglia e il numero totale di giornate in cui sono state assunte decisioni di politica monetaria (cfr. figura 2). A valori più elevati di tale indicatore corrisponde una maggiore prevedibilità. Le date di adozione delle decisioni di politica monetaria si riferiscono sia alle riunioni programmate degli organi competenti, sia a quelle straordinarie durante le quali vengono prese decisioni sui tassi. Nel caso della BCE, sono incluse le riunioni mensili del Consiglio direttivo in cui viene normalmente discussa l'azione di politica monetaria¹².

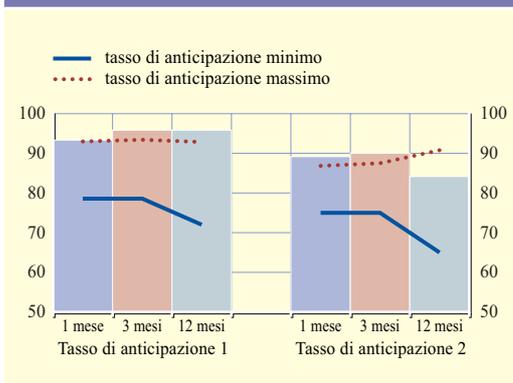
Nell'esercizio presentato in questo articolo, sono stati utilizzati due valori soglia per calcolare diverse misure del tasso di anticipazione. Il primo è definito come una variazione giornaliera di 12,5 punti base, corrispondente a una probabilità del 50 per cento che sia effettuata una modifica di 25 punti base del tasso di riferimento (tasso di anticipazione 1), mentre il secondo è pari al doppio della normale volatilità delle variazioni giornaliere (tasso di anticipazione 2). Pur essendo in certa misura arbitrari, i due valori soglia e i connessi tassi di anticipazione costituiscono un

utile strumento di comparazione della prevedibilità a breve termine fra grandi banche centrali. I tassi di anticipazione sono calcolati sulla base dei tassi di interesse delle attività del mercato monetario su tre diverse scadenze (uno, tre e dodici mesi). Come mostra la figura 2, i tassi di anticipazione riferiti a scadenze e valori soglia differenti indicano un alto grado di prevedibilità delle decisioni della BCE. In termini assoluti, essi registrano infatti valori elevati, compresi fra l'84 e il 96 per cento, collocandosi sistematicamente in prossimità del limite superiore degli intervalli relativi a un gruppo di importanti banche centrali. Fra le due misure del tasso di anticipazione, che forniscono informazioni analoghe, la seconda permette una verifica leggermente più rigorosa della prevedibilità di breve periodo.

La figura 3 illustra gli andamenti del tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema e le variazioni giornaliere del tasso Euribor a un mese. I punti chiari vicino allo zero (scala di destra) indicano le date in cui la variazione giornaliera dei tassi di mercato in termini assoluti è stata inferiore a 12,5 punti base, corrispondente a una corretta previsione delle decisioni di politica monetaria da parte dei mercati finanziari. I punti scuri all'esterno della fascia segnalano, invece, le giornate in cui i mercati finanziari sono stati sorpresi dalle decisioni.

A ulteriore conferma dell'elevata prevedibilità dell'azione della BCE nel breve periodo, la figura mostra che i mercati finanziari sono stati in grado di anticipare la maggior parte delle decisioni di politica monetaria: su un totale di 120 giornate in cui si è riunito il Consiglio direttivo, i mercati sono stati colti di sorpresa, secondo la definizione data, soltanto in otto occasioni. Fra queste, la più rilevante si è verificata il 17 settembre 2001 quando, in risposta agli eventi eccezionali dell'11 settembre, la BCE ha ridotto i tassi di interesse nel corso di una riunione

Figura 2 Tasso di anticipazione della BCE rispetto a quello di altre importanti banche centrali



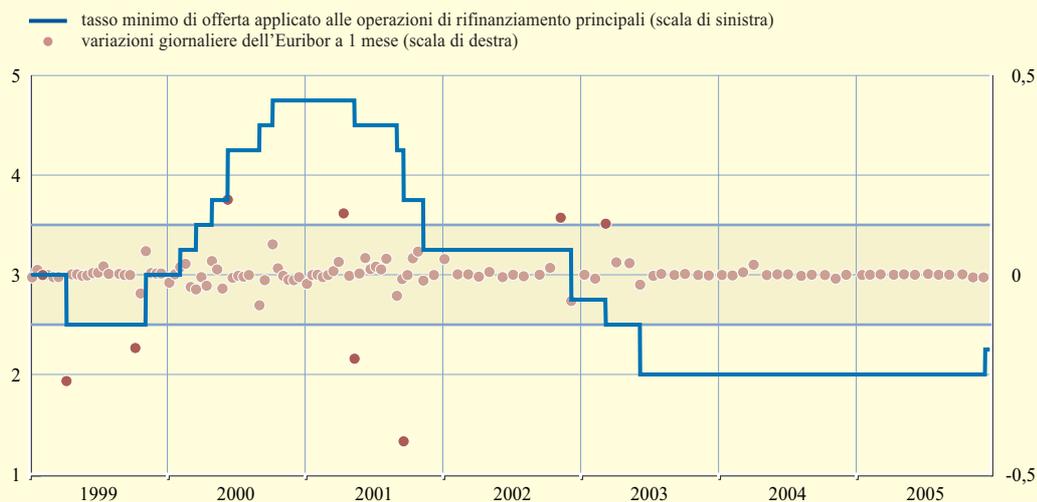
Fonte: elaborazioni della BCE basate su dati Reuters, BRI e Global Financial Data.

Note: le barre indicano i tassi di anticipazione della BCE, le linee l'intervallo dei tassi di anticipazione di un gruppo di importanti banche centrali: il Federal Reserve System degli Stati Uniti, la Bank of England, la Bank of Canada, la Reserve Bank of Australia, la Swiss National Bank e la Reserve Bank of New Zealand. Per i dettagli sulla metodologia cfr. Wilhelmsen e Zaghini (2005). Il periodo campionario va dall'1 gennaio 1999 al 12 dicembre 2005 (a seguito della indisponibilità di dati, l'ampiezza del campione per alcune attività relative al gruppo internazionale di confronto è leggermente inferiore). I dati originali sono basati sui tassi interbancari a differenti scadenze (tassi Euribor per quello che riguarda l'area dell'euro).

12) Fino a novembre 2001 tali riunioni si tenevano due volte al mese. In aggiunta al calendario regolare, va inoltre calcolata la decisione di ridurre i tassi di interesse assunta nella riunione straordinaria del 17 settembre 2001.

Figura 3 Il tasso minimo di offerta e le variazioni giornaliere dell'Euribor a 1 mese

(percentuale per anno; punti percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: le linee sottili indicano valori soglia pari a $\pm 12,5$ punti base. I punti rappresentano variazioni giornaliere dell'Euribor a 1 mese nei giorni in cui sono state adottate decisioni di politica monetaria.

ne straordinaria. Le reazioni di sorpresa sono state osservate in maniera pressoché equa sia successivamente a decisioni di modificare che a quelle di lasciare invariati i tassi. Peraltro, in questi ultimi casi si è sistematicamente registrata una modifica il mese seguente; ciò indica che la componente di sorpresa è riferibile ai tempi esatti della decisione. È altresì probabile che tale componente abbia talvolta riguardato l'entità dell'intervento, ciò vale in particolare per le reazioni osservate durante prolungati periodi di graduale inasprimento o allentamento dei tassi di riferimento (come agli inizi del 2000 e del 2003 rispettivamente). Infine le più marcate indicazioni di sorpresa si sono registrate nei primi tre anni dell'Unione economica e monetaria, inducendo a ritenere che la prevedibilità di breve periodo della BCE si possa essere accresciuta nel tempo. Tale evidenza potrebbe riflettere il fatto che i mercati finanziari hanno progressivamente compreso il quadro di riferimento per la conduzione della politica monetaria e la strategia di comunicazione della BCE¹³.

L'annuncio delle decisioni di politica monetaria della BCE è seguito da una conferenza stampa

durante la quale il Presidente espone in dettaglio le prospettive economiche dell'area dell'euro e i rischi per la stabilità dei prezzi. Questa comunicazione è tesa a migliorare la comprensione, da parte del pubblico, delle decisioni assunte e della possibile evoluzione dei tassi di riferimento. Pertanto, un'analisi separata della volatilità dei tassi di interesse di mercato considerando brevi finestre temporali in prossimità dell'annuncio e della conferenza stampa costituisce un utile punto di partenza per misurare l'impatto di questi ultimi sui mercati finanziari. L'evidenza presentata nel riquadro 1 suggerisce che la volatilità dei prezzi dei contratti *future* su titoli obbligazionari a lungo termine aumenta in corrispondenza degli annunci e delle conferenze stampa sulla politica monetaria della BCE, segnalando che entrambi hanno un importante

13) La Banca dei regolamenti internazionali documenta un generale miglioramento della prevedibilità delle decisioni di importanti banche centrali a partire dalla metà degli anni ottanta; cfr. BRI (2004), *Relazione annuale*. Per quanto riguarda la BCE, la maggiore prevedibilità può essere anche associata al fatto che tra novembre 2001 e dicembre 2005 le decisioni di politica monetaria sono state adottate soltanto una volta al mese.

contenuto informativo per i mercati obbligazionari. L'aumento della volatilità risulta, tuttavia, relativamente modesto e di breve durata, in linea con l'interpretazione secondo cui le decisioni della BCE e le sue comunicazioni sono state, nel complesso, prevedibili¹⁴.

14) Per un'analisi dell'impatto distinto degli annunci di politica monetaria e dell'attività di comunicazione nel caso del *Federal Reserve System* statunitense, cfr. Gürkaynak, R., B. Sack e E. T. Swanson (2005), *Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements*, in *International Journal of Central Banking* 1(1), pp. 55-93. Evidenze complementari basate sulla comunicazione svolta dalla BCE nei periodi tra le riunioni sono disponibili in Ehrmann e Fratzscher (2005).

Riquadro I

GLI ANNUNCI E LE COMUNICAZIONI SULLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE: EFFETTI SUI MERCATI DEI TITOLI OBBLIGAZIONARI A LUNGO TERMINE

I tassi di interesse a lungo termine riflettono, tra gli altri fattori, il parere degli operatori circa la futura evoluzione dei tassi di riferimento. Attraverso le decisioni di politica monetaria e l'attività di comunicazione al riguardo, la banca centrale può quindi esercitare un impatto significativo sul loro andamento. Il riquadro esamina la misura in cui gli annunci e le comunicazioni sulla politica monetaria effettuati dalla BCE tendono a influenzare la dinamica del mercato dei titoli obbligazionari a lungo termine nell'area dell'euro. A tal fine, viene valutata la volatilità di prezzo dei contratti *future* sui Bund (titoli di Stato tedeschi) con scadenza a 10 anni considerando finestre temporali infragiornaliere di breve durata, in corrispondenza della dichiarazione della BCE sulle decisioni di politica monetaria e della conferenza stampa in cui il Presidente ne illustra le motivazioni.

La volatilità di prezzo dei contratti *future* sui Bund indica se, e in quale misura, questi interventi pubblici contengono "notizie" tali da indurre gli operatori a rivedere le proprie aspettative circa il futuro corso della politica monetaria. Qualora essi avessero un impatto sulle attese del mercato, la volatilità dovrebbe aumentare rispetto ai periodi che ne sono relativamente privi. Anche se la politica monetaria fosse ampiamente prevedibile, si dovrebbero comunque riscontrare alcune reazioni da parte dei mercati, con un conseguente aumento della volatilità. In primo luogo, le banche centrali potrebbero trasmettere messaggi di tono diverso rispetto a quelli veicolati nel corso di interventi pubblici precedenti. In secondo luogo, anche se una decisione o una comunicazione di politica monetaria fosse pienamente anticipata o compresa dagli operatori, gli interventi pubblici della BCE potrebbero indurre ricomposizioni di portafoglio da parte di coloro che si erano discostati da anticipazioni mediamente corrette. Tuttavia, qualsiasi incremento della volatilità del mercato dovrebbe essere relativamente contenuto e di breve durata. In altri termini, se le decisioni e le comunicazioni sulla politica monetaria tendono a essere ampiamente anticipate e adeguatamente comprese, non dovrebbero determinare il persistere di una maggiore incertezza nei mercati finanziari.

Per valutare l'andamento della volatilità in corrispondenza degli interventi pubblici sulla politica monetaria, è stata calcolata la media del valore assoluto della variazione percentuale dei prezzi relativa a cinque finestre temporali consecutive di 10 minuti in prossimità di ciascun intervento pubblico effettuato tra gennaio 1999 e agosto 2005. La prima finestra copre i 10 minuti precedenti all'annuncio, mentre la seconda riguarda i 10 minuti immediatamente successivi; le ultime tre finestre indicano, invece, la volatilità media fino a 40 minuti dopo l'annuncio. Queste medie sono quindi utilizzate per costruire il rapporto tra la volatilità registrata nelle date delle riunioni sulla politica monetaria e quella osservata in corrispondenti giornate non caratterizzate da tali eventi. Un valore superiore a 1 significa che gli annunci e le comunicazioni di politica monetaria

hanno determinato oscillazioni dei mercati più pronunciate rispetto a quelle che si sarebbero potute considerare “normali” nel caso in cui questi non fossero stati effettuati. Maggiore il contenuto informativo innovativo, più marcata dovrebbe essere la reazione dei mercati finanziari. La figura mostra i risultati complessivi per il periodo preso in esame.

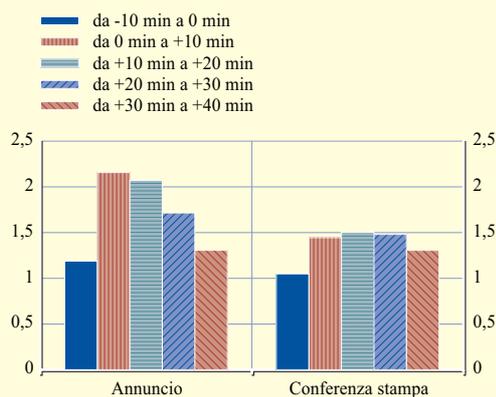
L'impatto esercitato sul mercato in seguito all'annuncio delle decisioni di politica monetaria della BCE (cfr. istogramma corrispondente ai 10 minuti successivi) si riflette in un incremento della volatilità, che resta su un livello superiore alla norma nel terzo intervallo (dai 10 ai 20 minuti seguenti), ma tende a riportarsi su valori normali subito dopo. Ciò suggerisce che gli annunci di politica monetaria nel periodo di riferimento includevano nuove informazioni rilevanti per il mercato e che gli investitori hanno avuto bisogno di un certo tempo per adeguarsi pienamente a queste ultime. Tuttavia, sebbene l'incremento immediato della volatilità sia significativo in termini statistici, il suo impatto può ritenersi relativamente contenuto e tende a essere di breve durata.

Analogamente, dopo la conferenza stampa si può osservare una volatilità superiore alla media, che resta elevata anche nel terzo intervallo, per poi registrare una graduale diminuzione. La notevole variazione della volatilità in prossimità della conferenza stampa potrebbe essere in parte ascrivibile alla contestuale pubblicazione di dati macroeconomici.

Nel complesso, le decisioni di politica monetaria della BCE e le relative conferenze stampa sono state accompagnate da una volatilità dei mercati obbligazionari superiore alla media, riconducibile al fatto che gli investitori integrano nei prezzi le nuove informazioni contenute nelle comunicazioni della BCE. Tuttavia, l'aumento della volatilità appare moderato e di breve durata, confortando l'idea che le azioni di politica monetaria intraprese dalla BCE sono state piuttosto prevedibili.

Più in generale, pur essendo influenzata da una serie di fattori, la volatilità dei prezzi delle attività, quando valutata su orizzonti temporali più lunghi, fornisce anche una misura del livello complessivo di perdurante incertezza nei mercati finanziari, che potrebbe essere in parte riconducibile a una scarsa comprensione del quadro di riferimento della politica monetaria. A tale riguardo, le variazioni nel tempo della volatilità dei mercati possono altresì fornire informazioni su possibili cambiamenti del grado

Volatilità di prezzo dei titoli obbligazionari a lungo termine in prossimità dell'annuncio delle decisioni di politica monetaria e della conferenza stampa della BCE



Fonti: Tick Data Inc. ed elaborazioni della BCE.

Note: le barre rappresentano il rapporto tra la volatilità media di prezzo dei titoli obbligazionari a lungo termine in prossimità dell'annuncio delle decisioni di politica monetaria e della conferenza stampa della BCE e la volatilità registrata in corrispondenti giornate non caratterizzate da tali eventi.

di prevedibilità della politica monetaria nella sua dimensione ampia e di più lungo periodo. Il riquadro 2 presenta evidenza di un recente calo dell'incertezza dei mercati e suggerisce l'ipotesi che questo potrebbe essere indicativo di una maggiore prevedibilità della BCE.

In sintesi, l'evidenza mostrata in questa sezione riguardo alla prevedibilità di breve periodo suffraga la conclusione secondo cui i mercati finanziari hanno generalmente previsto in modo

corretto le decisioni di politica monetaria della BCE nel breve termine. Essa indica altresì che, oltre all'impatto dell'annuncio di politica monetaria, la comunicazione svolta dalla BCE nel giorno delle decisioni influenza i mercati finanziari, nella misura in cui fornisce loro informa-

zioni aggiuntive sulle decisioni di politica monetaria correnti e future. Infine, la minore volatilità dei mercati riscontrata negli ultimi anni fornisce supporto all'idea che la comprensione del quadro di riferimento per la conduzione della politica monetaria della BCE sia migliorata nel tempo.

Riquadro 2

LA PREVEDIBILITÀ DELLA BANCA CENTRALE E LA VOLATILITÀ IMPLICITA RICAVATA DAI PREZZI DELLE OPZIONI SUI CONTRATTI *FUTURE* SUI TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE

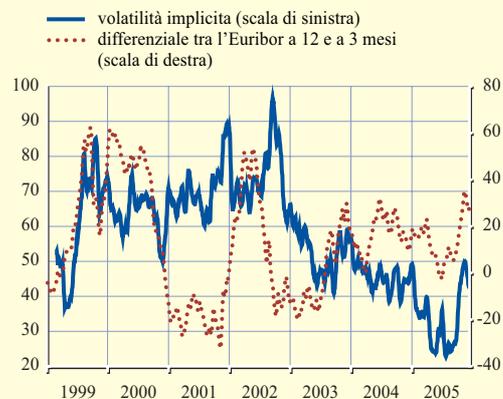
Una banca centrale può ridurre l'incertezza circa i livelli futuri dei tassi di interesse a breve termine accrescendo la prevedibilità delle sue prossime azioni. Una misura del grado di incertezza ampiamente utilizzata è la volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sui tassi di interesse a tre mesi del mercato monetario. Il riquadro esamina gli andamenti della volatilità implicita desunta dai contratti *future* sull'Euribor a tre mesi.

Assumendo ipotesi adeguate, la volatilità implicita viene normalmente derivata mediante modelli per la determinazione del prezzo delle opzioni, che consentono di stimare la dispersione attesa delle future variazioni dei tassi di interesse a breve termine, espressa come percentuale annua. Tuttavia, questa stima diretta può celare livelli assai diversi di volatilità dei tassi di interesse impliciti nei contratti *future*, poiché dipende dal valore del tasso implicito stesso. Si effettua, pertanto, una ponderazione della volatilità implicita indicata come percentuale annua per tenere conto del livello del tasso di interesse implicito. Ad esempio, una volatilità implicita del 20 per cento equivale a una deviazione annualizzata attesa di 40 punti base delle variazioni dei tassi di interesse se il tasso di interesse implicito nei contratti *future* è del 2 per cento. Il riquadro utilizza una misura a vita residua costante, ottenuta mediante interpolazione di una curva per scadenza della volatilità implicita, ponderata con una misura corrispondente del tasso di interesse implicito¹⁾.

La volatilità implicita su scadenze a sei mesi ricavata dai contratti *future* sull'Euribor è stata pari, in media, a 58 punti base nel periodo compreso fra febbraio 1999 e dicembre 2005 (cfr. figura). Tra la seconda metà del 1999 e la fine del 2002 ha oscillato intorno a 70 punti base, mentre nella prima metà del 2003 si è ridotta a circa 50 punti base. Va notato che il livello dei tassi di riferimento della BCE è ri-

Volatilità implicita su scadenze a 6 mesi ricavata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a 3 mesi

(punti base; media mobile a 10 giorni)



Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

1) Per un approfondimento dell'analisi della volatilità implicita su periodi più lunghi, cfr. il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte dai prezzi delle opzioni sui contratti future sui tassi di interesse a breve termine* nel numero di maggio 2002 di questo Bollettino.

masto invariato tra giugno 2003 e novembre 2005. Nel 2005 la volatilità implicita si è collocata in media a 33 punti base.

Nel complesso, un'elevata volatilità è spesso associata a periodi caratterizzati da una significativa variazione della pendenza della curva dei rendimenti del mercato monetario, come indicato dal differenziale tra tassi di interesse a dodici e a tre mesi. In particolare, nel 2002 le marcate oscillazioni della pendenza della curva dei rendimenti sono state accompagnate da livelli elevati di volatilità implicita. Le variazioni registrate nel 2004 e 2005 sono comparabili con episodi precedenti, osservati per la maggior parte del 2001 e del 2003. Tuttavia, il livello di volatilità implicita è stato significativamente inferiore ai valori di tali periodi. L'aumento della volatilità implicita in atto da ottobre 2005 riflette in ampia misura l'incertezza circa il futuro andamento dei tassi di interesse. Ciò nonostante, rispetto al precedente incremento dei tassi di interesse, che si era registrato alla fine del 1999, il livello di volatilità implicita resta molto contenuto. Nell'insieme, tale evoluzione fornisce supporto all'idea di una crescente prevedibilità della BCE nel corso del tempo, anche se il calo della volatilità potrebbe essere altresì riconducibile al contesto macroeconomico.

5 CONCLUSIONE

Una sfida notevole che la BCE, quale nuova istituzione, ha dovuto affrontare nel 1999 è stata quella di realizzare il quadro di riferimento per la conduzione della politica monetaria e di impostare un'attività di comunicazione in grado di promuoverne la prevedibilità. Alla fine del 1998 essa ha, pertanto, annunciato una strategia di politica monetaria orientata al medio periodo, comprendente una definizione quantitativa del suo obiettivo di stabilità dei prezzi e uno schema analitico che ne avrebbe guidato le decisioni. La BCE ha, inoltre, avviato una regolare attività di comunicazione tesa a spiegare la propria valutazione della situazione economica, i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo e il modo in cui tali fattori influenzano sistematicamente le decisioni di politica monetaria.

I primi sette anni di conduzione della politica monetaria per l'area dell'euro hanno confermato che, in tal modo, la BCE ha conseguito un alto grado di prevedibilità nel breve periodo. Questo è il naturale esito di una strategia di politica monetaria che attribuisce grande importanza a un'elevata prevedibilità dell'azione della banca centrale, sostenuta da una comunicazione trasparente, tempestiva e di ampio respiro. Per gli anni a venire, la BCE ribadisce l'impegno a favorire una reale comprensione della sua politica monetaria. Tale requisito, essenziale affinché quest'ultima risulti efficace, contribuisce a creare il contesto entro cui la banca centrale rende conto del proprio operato dinanzi alla collettività. Va, tuttavia, riconosciuto che la prevedibilità di breve periodo non costituisce in sé un obiettivo della politica monetaria e che vi sono limiti per quanto concerne la possibilità di anticipare le imminenti decisioni di politica monetaria.

HEDGE FUND: SVILUPPI E IMPLICAZIONI SUL PIANO DELLE SCELTE DI POLICY

Il quasi fallimento di Long-Term Capital Management (LTCM) nel 1998 ha messo in luce la rilevanza del settore degli hedge fund per l'insieme del sistema finanziario internazionale. Da allora questo settore ha continuato a crescere ininterrottamente per dimensioni e complessità, restando al centro dell'attenzione delle autorità e della comunità finanziaria. Con particolare riferimento alla dimensione europea, in questo articolo si descrivono i principali aspetti e gli sviluppi più recenti. Viene inoltre fornita una panoramica del dibattito attualmente in corso riguardo alla regolamentazione del settore degli hedge fund, dibattito imperniato attorno alle implicazioni per il sistema finanziario della crescente rilevanza di tali fondi e alle misure che i settori pubblico e privato potrebbero adottare per farvi fronte.

I INTRODUZIONE

Il quasi fallimento di Long-Term Capital Management (LTCM) nel settembre del 1998 e le ripercussioni che ha avuto sul sistema finanziario mondiale hanno proiettato con veemenza gli *hedge fund* sotto i riflettori sia delle autorità sia della comunità finanziaria. Il caso LTCM, tuttavia, si è rivelato essere un ostacolo solo temporaneo nell'espansione a lungo termine di questo settore, che da allora è proseguita ininterrottamente. Nel periodo compreso tra dicembre 1998 e settembre 2005 le risorse complessivamente gestite dagli *hedge fund* sono cresciute a un tasso del 28% annuo e si stima abbiano superato i mille miliardi di dollari ¹⁾. Se in origine questi fondi erano riservati agli investitori con ingenti disponibilità, oggi essi sono divenuti un importante veicolo alternativo di investimento accessibile sia agli investitori istituzionali sia, direttamente o indirettamente, agli investitori al dettaglio.

Scopo di questo articolo è quello di fornire una panoramica dello sviluppo del settore degli *hedge fund* e del dibattito che ne è scaturito sul piano delle scelte di *policy*. Sebbene il settore in parola sia per sua natura essenzialmente globale, ove possibile è stata considerata anche la sua dimensione specificamente europea. A tal fine, l'articolo si compone di sette sezioni, di cui le prossime due forniscono elementi fattuali sul settore degli *hedge fund*, mentre le tre successive trattano delle questioni di *policy* attualmente discusse.

La sezione 2 esamina gli elementi che caratterizzano gli *hedge fund* e cosa li differenzia dai fondi di investimento tradizionali. La sezione 3 passa in rassegna i principali sviluppi che hanno

interessato il settore negli ultimi anni. Le implicazioni per il sistema finanziario più in generale, specie nell'ottica della stabilità finanziaria, sono affrontate nella sezione 4. La sezione 5 presenta invece il dibattito sulla possibile regolamentazione degli *hedge fund*, per via diretta, ovvero attraverso le loro interazioni con le banche. La sezione 6 sviluppa ulteriormente questo argomento analizzando le implicazioni per la vigilanza bancaria nell'ambito delle procedure di gestione del rischio e dell'adeguatezza patrimoniale. Nella sezione finale si traggono alcune conclusioni sul piano delle decisioni di *policy*.

2 CARATTERISTICHE DEGLI HEDGE FUND

DEFINIZIONE

Il termine inglese *hedge fund* (letteralmente "fondo di copertura") deriva dall'attività svolta dalle prime istituzioni di questo tipo agli inizi della seconda metà del secolo scorso ²⁾. Esse infatti acquistavano e vendevano allo scoperto titoli azionari allo scopo di eliminare ("coprire", appunto) il rischio di oscillazioni generali del mercato. Da allora gli *hedge fund* sono divenuti

- 1) Il dato non comprende i conti amministrati privati gestiti dagli stessi gestori di *hedge fund* utilizzando strategie simili a quelle impiegate per tali fondi. Secondo Tremont Capital Management, a fine giugno del 2005 le attività totali di questi conti ammontavano a 325 miliardi di dollari USA.
- 2) Alfred Winslow Jones viene spesso considerato come il precursore degli *hedge fund*, avendo istituito nel 1949 uno dei primi fondi di questo tipo in forma societaria (o più precisamente di *private partnership*). Il suo fondo utilizzava una strategia caratterizzata da vendite allo scoperto (ossia vendite di attività prese in prestito, di cui il cedente non detiene la proprietà) ed effetto leva (ottenuto tramite il ricorso all'indebitamento e all'investimento in strumenti che richiedono solo il versamento di un margine) per contrastare i movimenti del mercato azionario.

sempre più sofisticati, avvalendosi di un'ampia gamma di altre strategie di investimento non necessariamente collegate a operazioni di copertura. Per questo motivo non vi è oggi una definizione generalmente accettata di cosa sia esattamente un *hedge fund*. Inoltre, sono stati talvolta utilizzati termini alternativi – come “*leveraged investment fund*”, “istituzioni ad alto grado di leva” (*highly leveraged institutions*) e “sofisticati organismi alternativi di investimento” (*sophisticated alternative investment vehicles*) – per i quali si ripropongono gli stessi problemi definitivi.

Una possibilità per definire gli *hedge fund* è quella di andare per esclusione, scartando nell'ambito dell'universo dei fondi vari tipi di veicoli di investimento comuni, piuttosto che cercare di individuarne le caratteristiche propriamente distintive. In base a questo approccio si escluderebbero i fondi di investimento tradizionale (come gli OICVM³⁾) e altri fondi alternativi (come quelli immobiliari, di *venture capital* e di *private equity*). I fondi restanti potrebbero essere etichettati come *hedge fund*. Tuttavia, un

siffatto approccio non sarebbe soddisfacente ai fini statistici o giuridici e in definitiva non contribuirebbe granché a chiarire la questione.

Un esame delle caratteristiche degli *hedge fund* (tavola 1) permette di comprendere meglio alcune delle differenze rispetto ad altri organismi di investimento collettivo. Esso conforta in generale l'idea che gli *hedge fund* costituiscano un modello operativo flessibile piuttosto che una classe alternativa di investimento.

Da questa analisi emerge come la principale differenza fra *hedge fund* e altri organismi di investimento collettivo sia che i primi sono caratterizzati da mandati di investimento generalmente vasti, da limitati vincoli regolamentari o inesistenti quanto al tipo di strumenti o di strategie utilizzabili e dall'ampio ricorso alla vendita allo scoperto, alla leva finanziaria e agli strumenti derivati. La possibilità di perseguire strategie di investimento non vincolate e ad alto

3) Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari.

Tavola 1 Caratteristiche tipiche degli *hedge fund*

Strategie di investimento	Assunzione di posizioni su un'ampia varietà di mercati. Libertà di scegliere vari strumenti e tecniche di investimento, incluse la vendita allo scoperto e l'utilizzo della leva e degli strumenti derivati.
Obiettivi di rendimento	Rendimenti positivi assoluti in qualunque situazione di mercato. Di norma i gestori investono anche proprie risorse, da cui l'importanza attribuita alla preservazione del capitale.
Struttura degli incentivi	Tipicamente una commissione di gestione del 2% e una commissione di performance del 20%. Molto spesso sono previsti un meccanismo “di <i>high watermark</i> ” (cioè la commissione di performance è percepita solo se la performance cumulata compensa tutte le eventuali perdite precedenti) e/o determinate soglie di rendimento che devono essere superate prima che i gestori possano ricevere la commissione di performance. Fenomeni di <i>moral hazard</i> derivanti dalla struttura asimmetrica delle commissioni di performance sono in un qualche modo limitati dalle clausole di <i>high watermark</i> e dal coinvestimento di proprie risorse da parte dei gestori.
Sottoscrizioni/Rimborsi	Periodicità predefinite con sottoscrizioni e rimborsi trimestrali o mensili. Presenza di periodi di <i>lock-up</i> con durata anche di diversi anni prima di poter ottenere il primo rimborso. Alcuni <i>hedge fund</i> si riservano il diritto di sospendere i rimborsi in circostanze eccezionali.
Domicilio	Centri finanziari <i>offshore</i> con bassa fiscalità e sistemi di vigilanza “leggeri” nonchè alcuni centri finanziari <i>onshore</i> .
Struttura legale	<i>Investment partnership</i> che offrono un trattamento fiscale <i>pass-through</i> ovvero società di investimento <i>offshore</i> .
Gestori	Possono essere soggetti sia regolati da autorità di vigilanza sia non regolati. Nelle <i>private partnership</i> i gestori ricoprono la funzione <i>general partner</i> .
Investitori	<i>High net worth individuals</i> e investitori istituzionali. Gli <i>hedge fund</i> non sono facilmente acquisibili dal pubblico dei risparmiatori. Gli strumenti sono emessi mediante collocamenti privati.
Regolamentazione	Generalmente controlli di vigilanza minimali o assenti in ragione della domiciliazione <i>offshore</i> ovvero approccio di vigilanza “leggera” da parte dei regolatori <i>onshore</i> ; esenti da molti requisiti finalizzati alla tutela degli investitori.
Trasparenza	Requisiti di trasparenza molto limitati o informativa offerta su base volontaria.

grado di leva rappresenta il fulcro dell'attività degli *hedge fund* e dovrebbe continuare a caratterizzarla, a differenza di altri aspetti secondari – quali quelli relativi a regolamentazione, base di investitori e informativa al pubblico – che sono probabilmente destinati a evolvere.

Ai fini del presente articolo, è pertanto possibile descrivere un *hedge fund* come un fondo i cui gestori percepiscono commissioni commisurate alla *performance* e, al fine di conseguire rendimenti assoluti positivi, sono liberi di perseguire diverse strategie attive di investimento che prevedano il ricorso a varie combinazioni di leva, derivati, posizioni lunghe e corte in titoli o altre attività, in un'ampia gamma di mercati.

TIPI DI STRATEGIE

Per il profilo di rischio-rendimento di un *hedge fund* lo stile di investimento è più importante della scelta della classe di attività o del settore/area geografica di investimento. In generale, a seconda della strategia che perseguono, è possibile individuare quattro principali tipi di *hedge fund*:

- *fondi direzionali*: cercano in genere di anticipare i movimenti del mercato e offrono rendimenti commisurati all'elevato grado di leva e di rischio che comportano. L'esempio più eminente di questo stile di investimento è dato dai cosiddetti fondi "macro", che adottano un approccio dall'alto verso il basso (*top-down*) per cercare di trarre profitto delle principali tendenze o avvenimenti economici. I fondi specializzati nei mercati emergenti o altri *hedge fund* direzionali con un orientamento regionale privilegiano invece un approccio dal basso verso l'alto (*bottom-up*), conducendo un'attenta selezione delle attività (*asset-picking*) in alcuni mercati e cercando di individuare le inefficienze nei mercati in via di sviluppo.
- *fondi market neutral*: (altresi denominati "di arbitraggio" o "*relative value*") ricercano il valore relativo o le opportunità di arbitraggio per avvantaggiarsi delle varie discrepanze di prezzo e mirano a evitare l'esposizione

ai movimenti generali del mercato. Da queste strategie discendono di norma rendimenti meno volatili, ma la loro attuazione richiede un grado di leva medio-alto per poter beneficiare di differenze di prezzo modeste, specie nei mercati delle obbligazioni e di altri strumenti di credito.

- *fondi "event-driven"*: cercano di trarre vantaggio da situazioni "speciali" nella vita di una società, quali fusioni e acquisizioni, riorganizzazioni o fallimenti. Queste strategie si collocano a metà strada in termini di volatilità, presentando rendimenti mediamente variabili e un grado di leva medio-basso. Alcuni fondi di questo tipo, specializzati in investimenti in titoli di società in dissesto, sfruttano la complessità di valutazione di tali titoli e il fatto che gli investitori istituzionali non sono autorizzati ad acquistarli.
- *fondi di hedge fund (funds of hedge funds, FOHF)*: investono in vari altri *hedge fund* e dovrebbero presentare una minore volatilità, nonché interessanti rendimenti corretti per il rischio, grazie ai benefici derivanti dalla diversificazione.

SOGGETTI COINVOLTI

Gli *hedge fund* sono prevalentemente domiciliati in centri *offshore*, per cui sono in genere soggetti a una regolamentazione minima e a un trattamento fiscale favorevole, anche se i loro gestori operano di norma in importanti centri finanziari. La gestione di gran parte degli *hedge fund* europei, ad esempio, è affidata a soggetti operanti a Londra.

I gestori di *hedge fund* preferiscono concentrarsi sulle strategie di *proprietary trading* (dove risiedono i loro punti di forza) e generalmente esternalizzare i servizi di supporto a soggetti terzi (cc.dd. *fund administrators*). Questi ultimi forniscono vari servizi, fra cui la valutazione delle posizioni e il calcolo del valore netto del patrimonio del fondo (*net asset value, NAV*), la consulenza legale, l'assistenza nella predisposizione dell'informativa e la gestione delle transazioni degli investitori. La valutazione delle

posizioni e il calcolo del NAV sono particolarmente importanti per garantire che gli investitori dispongano di informazioni adeguate sulla *performance* del fondo e sul suo portafoglio.

Le strategie di investimento degli *hedge fund* comportano una considerevole attività di negoziazione e necessitano pertanto dell'ampio ricorso al sostegno operativo e ai servizi di intermediazione e finanziamento forniti dai *prime broker*, ossia banche o intermediari mobiliari che offrono servizi professionali (ad esempio di *brokerage*) a *hedge fund* e altri grandi clienti istituzionali. I servizi di *prime brokerage* agevolano il finanziamento e la gestione del rischio, nonché l'esecuzione, la compensazione e il regolamento delle transazioni. Fra i servizi erogati figurano inoltre la custodia delle attività del fondo, l'accesso a lavori di ricerca, la consulenza e la presentazione dei gestori agli investitori potenziali. La principale quota del reddito dei *prime broker* deriva dalle commissioni di negoziazione e dall'erogazione di prestiti (di fondi o titoli) garantiti a fronte di operazioni allo scoperto.

Talvolta le attività degli *hedge fund* sono affidate a una banca depositaria piuttosto che a un *prime broker*. Per gli investitori questa soluzione rappresenta un'ulteriore garanzia, dal momento che la banca depositaria ha doveri di natura fiduciaria nei loro confronti, mentre un *prime broker* acquista spesso la titolarità delle attività, a garanzia delle proprie posizioni assunte nei confronti del fondo.

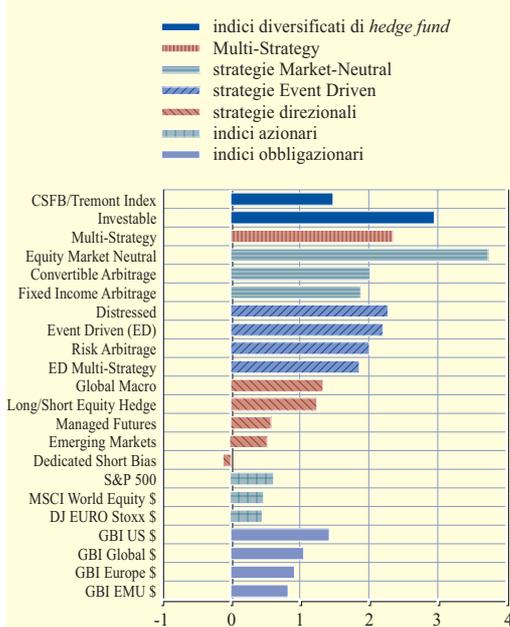
3 SVILUPPI NEL SETTORE DEGLI HEDGE FUND

ATTIVITÀ GESTITE

Il livello persistentemente basso dei tassi di interesse e le condizioni di ampia liquidità sono all'origine della ricerca di rendimenti più elevati a livello mondiale iniziata nel 2003⁴. Di fronte all'andamento deludente delle attività tradizionali, come obbligazioni e azioni, molti investitori si sono rivolti agli *hedge fund* per accrescere i loro rendimenti corretti per il rischio, attratti

Figura 1 Rapporti rischio-rendimento

(rendimento composto annualizzato diviso per la volatilità annualizzata dei rendimenti mensili; gennaio 1994-ottobre 2005; dati mensili)



Fonti: Datastream, Bloomberg ed elaborazioni della BCE.

Note: l'indice CSFB/Tremont e i relativi sottoindici partono da gennaio 1994, a eccezione del Multi-strategy, partito nell'aprile 1994, e dell'Investable, partito nel gennaio 2000. L'indice Global Bond (GBI) EMU \$ è partito nel gennaio 1995.

in particolare dal profilo della *performance* di questi fondi (figura 1), che in larga misura non è correlato a quello di altre attività.

Gli afflussi di capitali verso il settore degli *hedge fund* sono stati particolarmente ingenti a partire dal 2002 (figure 2 e 3). Il segmento europeo, formato dai fondi domiciliati o gestiti in Europa, è cresciuto a ritmi maggiori che il settore del risparmio gestito nel suo complesso e si stima detenga almeno il 20% delle attività gestite a livello globale⁵. Va inoltre segnalata la quota crescente di fondi "multistrategia", che si spiega con il fatto

4) Cfr. BCE (2004), *Financial Stability Review*, dicembre; BCE (2005), *Financial Stability Review*, giugno; BCE (2005), *Financial Stability Review*, dicembre.

5) Cfr. Garbaravicius, T. e F. Dierick (2005), *Hedge funds and their implications for financial stability*, Occasional Paper della BCE, n. 34, agosto.

Figura 2 Flussi di raccolta netta degli hedge fund suddivisi per strategia

(miliardi di dollari; dati trimestrali)

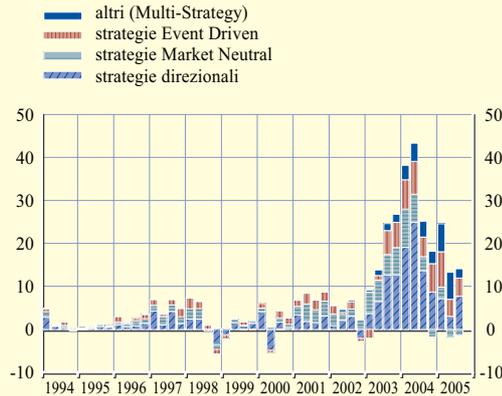


Figura 3 Patrimonio degli hedge fund suddiviso per strategia

(miliardi di dollari; dati trimestrali)



Figura 4 Struttura del patrimonio degli hedge fund suddiviso per strategia

(percentuali; dati trimestrali)

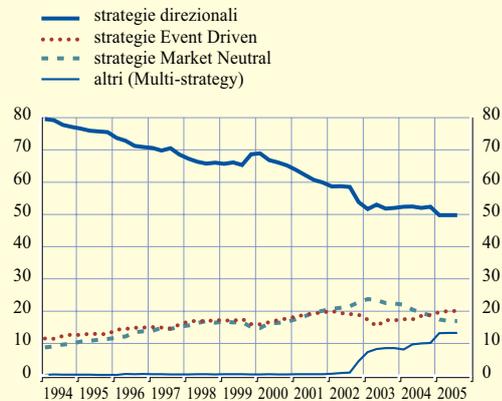
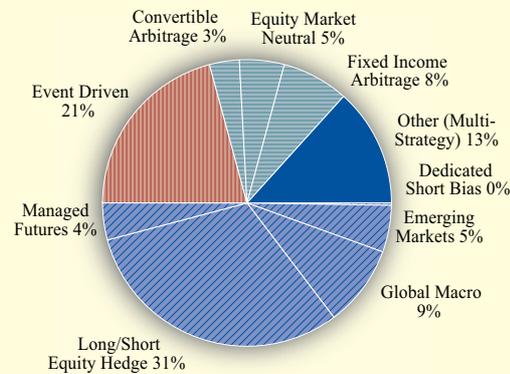


Figura 5 Struttura del patrimonio degli hedge fund suddiviso per strategia

(settembre 2005)



Fonte: Tremont Capital Management.

Note: sono esclusi i fondi di hedge fund. Le strategie direzionali comprendono Long/Short Equity Hedge, Global Macro, Emerging Markets, Managed Futures and Dedicated Short Bias; il gruppo "Market Neutral" comprende Convertible Arbitrage, Equity Market Neutral, Fixed Income arbitrage.

che le preferenze di entrambi gestori e investitori sembrano orientate verso la possibilità di modificare rapidamente le strategie di investimento a seconda delle condizioni del mercato (figura 4 e 5).

Nondimeno, vi sono alcuni indizi di una decelerazione degli afflussi dopo i mediocri rendimenti registrati di recente. Ciò ha sollevato la questione della possibile esistenza di limiti di capacità che impedirebbero al settore di continuare a fruttare rendimenti assoluti elevati, dal momento

che il numero delle imperfezioni di mercato e le conseguenti opportunità di arbitraggio potrebbero ridursi. L'eventuale raggiungimento dei limiti di capacità porterebbe probabilmente a un'intensificazione delle pressioni sulle commissioni degli hedge fund e a un aumento del tasso di uscita dal mercato di tali fondi (c.d. *attrition rate*), specie nella misura in cui risultassero assumere sempre più esposizioni verso i rischi generali del mercato piuttosto che ricercare rendimenti aggiuntivi attraverso una gestione attiva.

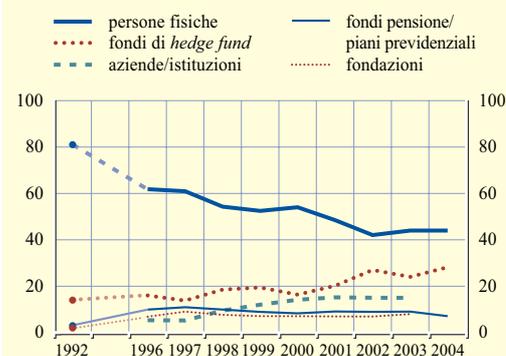
Un'espansione del settore al di là dei suoi limiti di capacità potrebbe inoltre indurre un processo di redistribuzione del capitale fra i fondi stessi, poiché in generale le negoziazioni attive degli *hedge fund* creerebbero a loro volta opportunità per altri fondi della specie. In base a uno scenario alternativo, la demarcazione fra il settore della gestione tradizionale e quello degli *hedge fund* potrebbe farsi progressivamente meno netta laddove i fondi convenzionali cominciassero a utilizzare tecniche di investimento simili a quelle degli *hedge fund* e questi ultimi si trovasse costretti ad abbassare le commissioni praticate.

BASE DI INVESTITORI

Per tutti gli anni novanta i principali investitori in *hedge fund* sono stati i titolari di grandi patrimoni, cosiddetti *high net worth individuals* (figura 6). Questo ha fatto sì che, nonostante il caso LTCM, le preoccupazioni per possibili effetti sistemici connessi con questi fondi risultassero meno pressanti. Tuttavia, il crescente interesse mostrato dagli investitori istituzionali ha progressivamente modificato il profilo dell'investitore tipo, dal momento che i rendimenti assoluti generati dagli *hedge fund*, anche se modesti, possono migliorare il profilo complessivo di rischio-rendimento dei portafogli istituzionali in virtù della bassa correlazione tra *hedge fund* e investimenti tradizionali.

Figura 6 Investitori negli *hedge fund*

(percentuali sul totale; 1992 e 1996-2004; dati di fine anno)



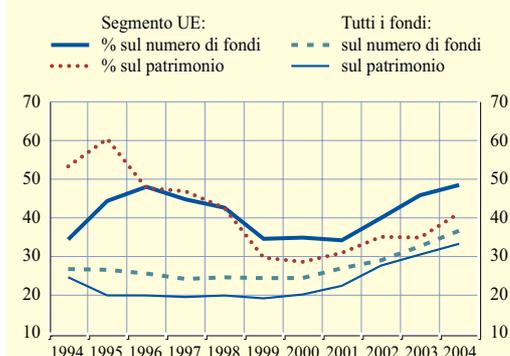
Fonte: Hennessee Group.
Nota: i dati 1992 provengono da International Financial Services, Londra (ottenuti tramite Hennessee e Group e CQA Analysis).

Un'altra tendenza osservabile è la crescente rilevanza degli FOHF (figura 7), che per l'esperienza e i benefici di diversificazione che offrono sono spesso prescelti anche dagli investitori istituzionali, nonostante le commissioni da sostenere in aggiunta a quelle dei singoli fondi sottostanti. Inoltre, fra gli *hedge fund* puri (che non investono in altri *hedge fund*) il tasso di uscita dal mercato è piuttosto elevato, il che costituisce un motivo ulteriore per cui alcuni investitori preferiscono gli FOHF. Di più, i capitali allocati dagli investitori istituzionali sono sovente soggetti a un importo minimo, fissato in termini assoluti o in relazione alle attività gestite dal fondo in cui intendono investire, e ciò in ragione degli elevati costi che comporterebbero la *due diligence* e il monitoraggio di un numero elevato di fondi. Ciò fa sì che gli FOHF siano una fonte fondamentale di capitali per gli *hedge fund* minori, spesso troppo piccoli per gli investitori istituzionali. Allo stesso tempo, gli FOHF costituiscono un importante strumento per gli investitori al dettaglio interessati agli *hedge fund*, visti i più bassi importi minimi di investimento richiesti e le minori restrizioni cui è sottoposta l'offerta al pubblico di tali fondi in alcuni paesi.

Il crescente interesse degli investitori istituzionali per gli *hedge fund* si accompagna altresì alla richiesta di una *governance* più solida e di

Figura 7 L'importanza dei fondi di *hedge fund*

(percentuale dei fondi di *hedge fund* rispetto agli *hedge fund* diretti; dati di fine anno)



Fonte: Database Lipper TASS (versione 30 giugno 2005).
Nota: solo i fondi che hanno segnalato il patrimonio gestito (stimato).

una migliore gestione del rischio. Ciò potrebbe portare a un certo grado di consolidamento del settore, poiché i costi connessi con la conduzione di un *hedge fund* sono andati crescendo e molti fondi risultano piuttosto piccoli, con attività gestite di importo inferiore a 100 milioni di dollari. Il consolidamento potrebbe andare di pari passo con la crescente istituzionalizzazione del settore, dovuta alla maggiore presenza delle banche che, in risposta alla domanda di una più ampia gamma di investimenti alternativi da parte degli investitori, acquisiscono *hedge fund* o ne istituiscono di propri.

4 IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

POSSIBILI EFFETTI POSITIVI

Spesso si discute più dei rischi che comporta l'attività degli *hedge fund* che non dei suoi aspetti positivi. Essa può tuttavia avere anche effetti benefici. Tali fondi possono contribuire ad accrescere la liquidità del mercato, essendo generalmente più propensi ad esporre il proprio capitale al rischio in condizioni di mercato volatili e contribuendo così all'assorbimento degli shock. La presenza di soggetti che assumono attivamente rischi come gli *hedge fund* potrebbe altresì concorrere allo sviluppo di mercati *over-the-counter* nuovi e sofisticati, come quello dei derivati di credito, e migliorare la ripartizione del rischio fra i soggetti del mercato. Nella loro ricerca di rendimento aggiuntivo, gli *hedge fund* eliminano attraverso l'arbitraggio le differenze di prezzo a fronte dello stesso rischio nei vari mercati, il che favorisce la trasparenza dei prezzi. È possibile affermare che in tal modo questi fondi contribuiscono anche all'integrazione dei mercati finanziari. La loro attività potrebbe inoltre rafforzare la disciplina di mercato. Gli *hedge fund* offrono anche ulteriori possibilità di diversificazione dei portafogli, aumentando così il grado di completezza dei mercati finanziari e, in ultima istanza, il benessere sociale. Infine, tutti questi aspetti, considerati nel loro insieme, fanno ritenere che tali fondi possano persino fornire un contributo positivo alla stabilità del sistema finanziario a livello globale.

POSSIBILI EFFETTI NEGATIVI

La rapida crescita del settore degli *hedge fund* solleva altresì importanti quesiti riguardo ai possibili effetti negativi per la stabilità finanziaria. Questi fondi possono essere fonte di instabilità per il possibile impatto della loro attività sui mercati finanziari e sulle banche. Questi due canali sono strettamente interconnessi aspetto questo che potrebbe amplificare gli effetti di eventi collegati agli *hedge fund* scaturiti in uno dei due settori.

(A) CANALE DEI MERCATI FINANZIARI

Il quasi fallimento di LTCM nel settembre del 1998 fornisce l'esempio più lampante di come gli *hedge fund* abbiano il potenziale di turbare il funzionamento dei mercati finanziari mondiali. La prevenzione di eventi analoghi in futuro dipende in misura cruciale dall'applicazione di procedure di gestione prudente del rischio da parte sia degli *hedge fund* sia delle banche. A riguardo, riveste particolare importanza che entrambe queste categorie di intermediari prendano in considerazione l'interazione fra grado di leva, rischio di credito e rischio di liquidità. In assenza di adeguate riserve di liquidità o di capacità di indebitamento, le strategie di gestione ad alto grado di leva - che comportano un rischio di mercato verosimilmente non diversificato - che mirano al conseguimento di obiettivi di rendimento elevati possono determinare l'inadempimento del fondo (ad esempio, la sua incapacità di adempiere obbligazioni quali quelle connesse con la richiesta di versamento di margini). Tale situazione può essere ulteriormente aggravata dall'illiquidità delle attività a fronte di mercati sottoposti a tensioni, poiché gli *hedge fund* potrebbero ritrovarsi nell'impossibilità di liquidare le proprie posizioni a prezzi ragionevoli e le banche incontrare difficoltà nello smobilizzo delle garanzie.

Dopo il caso LTCM gran parte degli *hedge fund* sembra aver fatto un uso più prudente della leva finanziaria, ma un esame dettagliato in quest'ambito è ostacolato dalla limitatezza delle informazioni pubblicate dal settore. Molti dei maggiori fondi operano inoltre una diversificazione delle strategie di gestione, aspetto che

contribuisce anch'esso a ridurre le preoccupazioni. Nondimeno, vi sono indicazioni del fatto che le minori opportunità di profitto determinate dal contesto attuale, caratterizzato da bassi tassi di interesse, bassa volatilità ed elevata liquidità, abbiano spinto alcuni *hedge fund* ad accrescere l'esposizione verso strumenti illiquidi. Allo stesso tempo, sembra che tali fondi siano alla ricerca di forme di finanziamento bancarie più stabili o impongano periodi più lunghi di *lock-up* (in cui è vietata la vendita delle quote di partecipazione al fondo) per proteggersi dalle improvvise richieste di disinvestimento da parte degli investitori. Tuttavia, tali misure non sono da sole sufficienti per far fronte al rischio di rimborso delle quote, in quanto è necessario considerare anche la frequenza dei rimborsi, i tempi di notifica e le possibilità di rimborso anticipato (dopo il pagamento delle commissioni "di entrata").

Altra questione ampiamente dibattuta è quella dell'impatto delle negoziazioni degli *hedge fund* sulla volatilità del mercato. Gli *hedge fund* sono spesso criticati per le loro strategie orientate al breve termine, che potrebbero essere all'origine di una volatilità eccessiva che destabilizza i mercati finanziari. Non è tuttavia chiaro se l'attività di negoziazione di tali fondi segua le dinamiche del mercato (strategia cosiddetta *momentum*) o vada in controtendenza rispetto al mercato (*contrarian*). La strategia *momentum* o di "*positive feedback trading*" consiste nell'acquistare strumenti finanziari nella fase di rialzo del mercato e di venderli nella fase di ribasso, il che può amplificare le oscillazioni delle quotazioni o provocare bolle dei prezzi. A riguardo risulta particolarmente interessante uno studio della Commodity Futures and Trading Commission (CFTC) statunitense, il quale, sulla base di dati micro sulle contrattazioni, rivela che gli *hedge fund* specializzati in *futures (managed futures)*⁶⁾ possono attenuare, invece che accrescere, la volatilità sui mercati dell'energia fornendo liquidità agli altri operatori⁷⁾.

Un'ulteriore preoccupazione è connessa con la concentrazione delle operazioni degli *hedge fund (crowding)*. Poiché un numero sempre maggiore di fondi cerca di sfruttare le opportu-

nità di profitto attraverso strategie analoghe, le posizioni assunte dai singoli fondi possono divenire più simili o concentrate sulle medesime operazioni. Nel caso in cui gli operatori cerchino di liquidare le posizioni simultaneamente, ciò potrebbe rendere gli *hedge fund*, le banche di investimento che perseguono strategie simili e i mercati interessati vulnerabili a dinamiche avverse di mercato. Questo timore è in parte giustificato dal fatto che di recente le correlazioni dei rendimenti degli *hedge fund* che perseguono una stessa strategia sono andate aumentando per alcune tipologie di strategia (figura 8). Inoltre, tali correlazioni sono massime nel caso delle strategie di arbitraggio su strumenti convertibili (*convertible arbitrage*) e strumenti di credito, di norma caratterizzate da un grado di leva più elevato. La liquidazione di posizioni ad elevata leva finanziaria potrebbe avere effetti dirompenti per i mercati interessati, specie se il grado di liquidità nei mercati stessi si rivelasse contenuto.

(B) CANALE BANCARIO

Le esposizioni bancarie verso gli *hedge fund* possono essere suddivise in dirette e indirette. Le prime comprendono le esposizioni della banca connesse con il finanziamento, la negoziazione, l'investimento e con i compensi ad essa dovuti. Le esposizioni indirette originano dalle posizioni verso controparti che a loro volta presentano esposizioni verso gli *hedge fund* e i mercati finanziari da questi influenzati. Fra i rischi diretti, i legami riconducibili a operazioni di finanziamento e alla prestazione di servizi di negoziazione, rappresentano la maggiore fonte di rischio, date le difficoltà associate con la gestione di tali esposizioni.

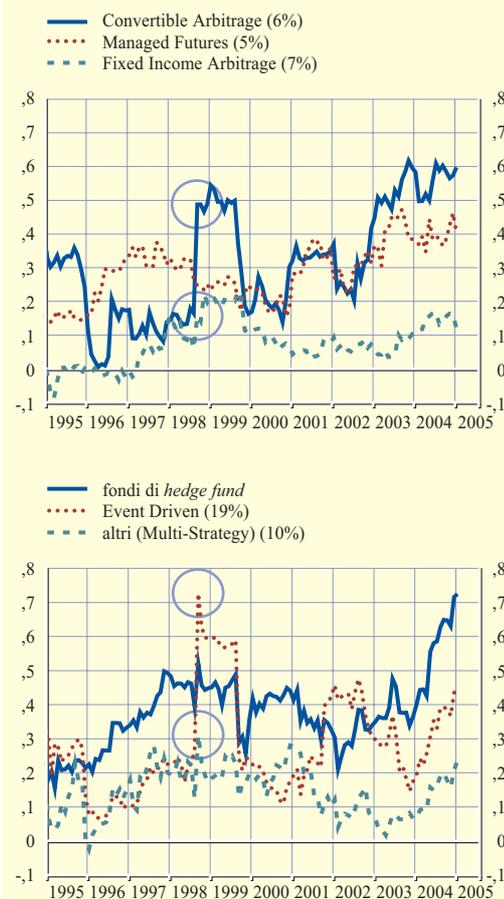
Nel 2005 il Comitato per la vigilanza bancaria del SEBC ha condotto un'indagine sulle esposizioni delle grandi banche della UE verso il set-

6) Questi *hedge fund* investono in *futures* su strumenti finanziari e su merci, e pare adottino strategie che assecondano le tendenze del mercato (*momentum*).

7) Haigh, M.S., J. Hranaiova e J.A. Overdahl (2005), *Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex*, CFTC, aprile.

Figura 8 Valore della mediana della correlazione dei rendimenti di coppie di *hedge fund* all'interno di ciascuna strategia

(finestra mobile di 12 mesi; dati mensili)



Fonte: Garbaravicius, T. e F. Dierick (2005) *Hedge funds and their implications for financial stability*, Occasional Paper della BCE n. 34, agosto.

Note: i punti cerchiati si riferiscono agli incrementi nell'agosto 1998. Per ogni finestra mobile di 12 mesi sono inclusi solo gli *hedge fund* con 12 osservazioni mensili. I numeri in parentesi dopo i nomi delle strategie indicano la quota del patrimonio gestito totale (esclusi i fondi di *hedge fund*) alla fine di dicembre 2004 come riportato da Tremont Capital Management.

tore degli *hedge fund*⁸⁾. L'inchiesta evidenzia una significativa differenza di tali esposizioni nei diversi paesi dell'Unione. In generale, esse non risultano ingenti in rapporto al bilancio delle banche o al loro reddito totale, e si configurano soprattutto come investimenti. Ciò è almeno in parte dovuto al fatto che il mercato mondiale del *prime brokerage* è ampiamente dominato dalle istituzioni finanziarie statunitensi. Seppur limitata, questa serie di dati mostra tuttavia che le esposizioni verso gli *hedge fund* sono in ra-

pidata crescita e continueranno probabilmente ad aumentare, in linea con l'ulteriore espansione del settore e del suo segmento europeo.

In generale, le banche prese in considerazione dall'indagine sono tenute ad applicare alle esposizioni verso gli *hedge fund* requisiti stringenti, con particolare attenzione per le garanzie. Gran parte delle banche ha dichiarato di utilizzare prove di stress per valutare gli effetti potenziali di condizioni di mercato volatili o illiquide sulle proprie esposizioni. Allo stesso tempo, l'indagine ha messo in luce alcuni ambiti dove vi sono margini di miglioramento. L'uso di prove di stress, ad esempio, appare meno comune nel caso delle garanzie reali ed è perlopiù limitato ad esposizioni singole. Alcune banche incontrano difficoltà nell'aggregare – al proprio interno – le esposizioni nei confronti di singoli *hedge fund* e di gruppi di *hedge fund* che perseguono strategie analoghe. Esse trovano altresì arduo valutare il profilo di rischio di un fondo nel suo complesso, in particolare se questo è di grandi dimensioni e intrattiene relazioni di finanziamento e di negoziazione con varie controparti. Sono state inoltre individuate alcune lacune in merito alla quantità, alla qualità e alla tempestività delle informazioni fornite dagli *hedge fund* alle banche. Inoltre, la disciplina esercitata dalle controparti bancarie è risultata in parte attenuata a causa dell'accresciuta concorrenza del mercato. Gli *hedge fund*, in particolare quelli maggiori, sono riusciti a negoziare condizioni di finanziamento meno rigorosi, fra cui, ad esempio, *spread* creditizi più contenuti, soglie più elevate per l'attivazione di clausole legate al calo del NAV, o la possibilità di effettuare negoziazioni versando unicamente un margine.

In conclusione, l'indagine indica che gran parte delle raccomandazioni formulate a seguito del quasi fallimento di LTCM (cfr. sezione 6) conservano la loro rilevanza. Le banche dovrebbero pertanto continuare a rafforzare ulteriormente la loro gestione del rischio e a far pressione affinché gli *hedge fund* accrescano la trasparenza.

8) BCE (2005), *Large EU banks' exposures to hedge funds*, novembre.

5 ASPETTI REGOLAMENTARI

Il forte sviluppo degli *hedge fund* ha dato adito a varie preoccupazioni che si trovano al centro del dibattito sull'opportunità di disciplinare il settore e sulle eventuali forme che dovrebbe assumere una sua regolamentazione. Tre sono le principali ragioni a favore di un'azione in questo senso: stabilità finanziaria, tutela degli investitori e integrità del mercato. Un'altra ragione, seppur meno citata, è che una regolamentazione (leggera) comune potrebbe contribuire all'integrazione del mercato. Questo aspetto è stato menzionato nel dibattito riguardo a un possibile regime europeo per gli *hedge fund*, che potrebbero così beneficiare di un "passaporto unico europeo", come già avviene per gli OICVM.

La motivazione della stabilità finanziaria è probabilmente la più pertinente, ma, come già accennato nella sezione 4, è molto difficile determinare in via definitiva quale sia l'effetto congiunto degli aspetti positivi e negativi degli *hedge fund*. L'argomentazione della tutela degli investitori è strettamente collegata alla questione della misura in cui gli investitori al dettaglio dovrebbero essere autorizzati ad acquistare quote di *hedge fund* e fino a che punto andrebbero protetti contro pratiche quali operazioni compiute non nell'interesse degli investitori e un'informativa insufficiente. In alcuni paesi è stato facilitato l'accesso degli investitori al dettaglio agli *hedge fund*. Questo processo di diffusione presso i piccoli investitori può avvenire in maniera diretta, ma molto spesso ha luogo in via indiretta attraverso FOHF o strumenti finanziari la cui *performance* è collegata a quella di *hedge fund* (come certi tipi di note strutturate o di polizze assicurative *unit-linked*). Infine, la motivazione relativa all'integrità del mercato si basa sull'assunto che la natura internazionale e la mancanza di regolamentazione del settore degli *hedge fund* lo rendano particolarmente esposto ad attività illecite quali la frode, l'abuso di mercato e il riciclaggio di denaro sporco. Tuttavia, non è ancora provato che tali reati siano più frequenti nel caso degli *hedge fund* rispetto ad altri tipi di intermediari non regolamentati.

Per quanto riguarda i possibili approcci regolamentari, si presentano numerose possibilità, che vanno dall'assenza totale di regolamentazione a una piena regolamentazione diretta. Fra questi due estremi si situano varie soluzioni intermedie, quali l'autoregolamentazione (ad esempio attraverso codici di condotta adottati dal settore dell'*asset management*), la regolamentazione indiretta (che agirebbe sull'interazione fra *hedge fund* e controparti sottoposte a regolamentazione) e una regolamentazione diretta leggera (concernente ad esempio solo alcuni aspetti, come l'informativa o l'interazione con gli investitori al dettaglio). Poiché l'attività degli *hedge fund* è per natura decisamente internazionale e può facilmente sottrarsi alle normative dei diversi paesi, fino a oggi l'enfasi è stata posta sulla regolamentazione indiretta, che in definitiva attiene maggiormente all'ambito della vigilanza bancaria. Di recente, tuttavia, la Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense ha adottato norme mirate agli *advisor* (gestori) di *hedge fund*, che dovranno iscriversi presso la SEC entro febbraio 2006 e saranno quindi soggetti alle disposizioni contenute nell'Investment Advisers Act.

ATTUALE QUADRO REGOLAMENTARE EUROPEO

Il quadro regolamentare della UE per i fondi comuni di investimento si basa sul regime adottato per gli OICVM⁹⁾. Questi ultimi sono organismi di investimento collettivo dedicati all'investimento di capitali raccolti presso investitori al dettaglio. Gli OICVM beneficiano del "passaporto europeo": una volta ottenuta l'autorizzazione in uno Stato membro, essi possono essere proposti agli investitori al dettaglio anche in tutti gli altri Stati membri della UE, previa semplice notifica. In considerazione di una più agevole commercializzazione transfrontaliera, i rischi per gli investitori al dettaglio vengono limitati attraverso stringenti regole di investimento, in materia di dotazione pa-

9) Cfr. in particolare la Direttiva 85/61/CEE, come modificata, fra l'altro, dalla Direttiva 2001/107/CE ("Direttiva sulle società di gestione degli OICVM") e dalla Direttiva 2001/108/CE ("Direttiva sugli investimenti degli OICVM"). Queste due ultime Direttive sono generalmente note come "OICVM III".

trimoniales e informativa, nonché attraverso la custodia delle attività del fondo presso un depositario indipendente cui sono affidati anche compiti di controllo. La normativa OICVM è piuttosto stringente quanto alla gamma di prodotti finanziari in cui il patrimonio del fondo può essere investito e alle regole di diversificazione del rischio, per cui non si adatterebbe agli *hedge fund*. Tuttavia, con il nuovo regime "OICVM III" le restrizioni all'investimento sono state allentate. Ad esempio, gli OICVM sono stati abilitati a fare maggior uso dei derivati e della leva finanziaria, per cui dispongono ora di maggiori possibilità di mettere in pratica strategie analoghe a quelle degli *hedge fund*.

Al momento non esiste alcun regime regolamentare europeo comune che tratti specificamente degli *hedge fund* o dei loro gestori. Tuttavia, vari paesi (nell'area dell'euro la Francia, la Germania, l'Irlanda, l'Italia, il Lussemburgo e la Spagna) hanno adottato normative nazionali in materia di *hedge fund* puri o di FOHF. Tali normative appaiono principalmente finalizzate alla tutela degli investitori, ma differiscono per vari aspetti, quali le modalità di collocamento, le restrizioni alla sottoscrizione delle quote, le regole per la gestione e i requisiti in materia di informativa al pubblico.

Infine, sebbene non specificamente indirizzate agli *hedge fund* o all'attività di *asset management*, vi sono norme più generali della UE che potrebbero anch'esse applicarsi al settore degli *hedge fund*. Si tratta ad esempio della direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari¹⁰⁾, della direttiva sul prospetto¹¹⁾ e della direttiva sugli abusi di mercato¹²⁾. Ad esempio, un gestore di *hedge fund* fornisce servizi di consulenza in materia di investimento e servizi di gestione dei portafogli, attività, queste, regolamentate dalla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Pertanto, lo stesso gestore deve conformarsi anche agli obblighi che ne discendono in ambiti quali l'esecuzione degli ordini, i conflitti di interessi e la gestione del rischio.

INIZIATIVE RECENTI DELLA UE

Le differenze nazionali attinenti ai prodotti del risparmio gestito non armonizzati, quali gli

hedge fund, producono una frammentazione che potrebbe essere d'ostacolo allo sviluppo del mercato unico. È questa un'importante considerazione alla base della risoluzione adottata dal Parlamento europeo nel gennaio del 2004, contenente la proposta di istituire un regime regolamentare leggero per "sosticcati strumenti alternativi di investimento" (compresi gli *hedge fund*). Scopo della proposta era quella di condurre i fondi attualmente domiciliati in giurisdizioni *offshore* a trasferirsi nelle giurisdizioni della UE e di riconoscere ad essi i benefici derivanti dal passaporto europeo.

Con l'avvicinarsi dell'ultimazione del Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), la questione della regolamentazione degli *hedge fund* a livello europeo viene affrontata anche nell'ambito dell'attuale dibattito sulla strategia complessiva per i servizi finanziari nei prossimi cinque anni. Nel maggio 2004 un gruppo di esperti incaricato di fornire indicazioni nell'area dell'*asset management* ha raccomandato che la Commissione europea procedesse a una revisione del quadro regolamentare per i prodotti non armonizzati, quali gli *hedge fund*, allo scopo di sviluppare un mercato paneuropeo. A riguardo, si considerava che la disciplina in vigore per gli OICVM rappresentasse un utile punto di riferimento che si prestava ad essere adeguato alla natura specifica dei prodotti non armonizzati.

Nel maggio del 2005 la Commissione ha pubblicato un Libro verde in cui delineava le sue considerazioni preliminari sulle questioni di *policy* in materia di servizi finanziari per i cinque anni a venire. Il documento non menzionava tuttavia alcuna iniziativa della Commissione specificamente mirata agli *hedge fund*. Nel luglio dello stesso anno la Commissione ha avviato una procedura di consultazione pubblica sul rafforzamento del quadro normativo europeo relativo ai fondi comuni di investimento, dove si sosteneva che non vi erano al momento elementi che rendessero imperativo un intervento legislativo della UE in

10) Direttiva 2004/39/CE.

11) Direttiva 2003/71/CE.

12) Direttiva 2003/6/CE.

materia di *hedge fund*. La Commissione ha nondimeno riaffermato la necessità di continuare a prestare attenzione alla crescente diffusione degli *hedge fund* presso gli investitori al dettaglio, e alle sue ripercussioni per i mercati finanziari e le esposizioni delle banche di investimento. Al fine di esaminare tali questioni in maggiore dettaglio, ha annunciato la creazione di un gruppo di lavoro sulle strategie di investimento alternative, composto da rappresentanti del settore.

6 QUESTIONI DI VIGILANZA

Ogni azione di regolamentazione diretta degli *hedge fund* deve considerare il problema della natura globale del settore, che fa sì che tali fondi possano facilmente trasferire il proprio domicilio, eludendo così le normative nazionali. È questo il motivo fondamentale per cui tutte le iniziative internazionali intraprese in materia di *hedge fund* dopo il caso LTCM hanno cercato di influenzare l'attività di questi fondi agendo sulle loro interazioni con intermediari regolamentati, e in particolare con le banche. Gran parte di queste iniziative sono incentrate su procedure volte ad assicurare una prudente gestione del rischio. Sebbene le autorità di vigilanza bancaria siano state le prime a pubblicare indirizzi specifici in materia, anche il settore privato ha intrapreso diverse iniziative (tavola 2). Un altro importante aspetto prudenziale attiene al trattamento delle esposizioni verso gli *hedge fund* nell'am-

bito della regolamentazione patrimoniale delle banche.

PRASSI DI GESTIONE DEL RISCHIO

(A) INIZIATIVE DEL SETTORE PUBBLICO

Nel 1999, nell'ambito di un'analisi dei rapporti fra banche e *hedge fund* all'indomani del caso LTCM, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) individuò una serie di punti deboli nella gestione del rischio di credito da parte delle banche. Fra questi figuravano l'insufficiente importanza attribuita ad un'analisi approfondite del merito di credito delle controparti, l'eccessivo affidamento fatto sulle garanzie finanziarie per contenere il rischio di credito, nonché lacune nella misurazione e nella gestione delle esposizioni. Al fine di affrontare queste carenze, il Comitato ha elaborato linee guida specifiche relative alle interazioni delle banche con le "istituzioni a elevata leva finanziaria" (*highly leveraged institutions*, HLI), principalmente *hedge fund*. Tali raccomandazioni integrano quelle generali in materia di gestione del rischio formulate dal CBVB, ad esempio in tema di rischio di credito¹³⁾. Successivamente, il Forum per la stabilità finanziaria (Financial Stability Forum, FSF) ha sottolineato come una solida gestione del rischio di controparte e più intensi controlli prudenziali

13) Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2000), *Principles for the Management of Credit Risk*, settembre.

Tavola 2 Principali iniziative delle organizzazioni internazionali

Gennaio 1999	Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, <i>Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions (HLIs)</i> .
Gennaio 1999	Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, <i>Sound Practices for Banks' Interactions with HLIs</i> .
Giugno 1999	Counterparty Risk Management Policy Group I, <i>Improving Counterparty Risk Management Practices</i> .
Novembre 1999	International Organization of Securities Commissions, Rapporto sugli <i>hedge fund</i> e le altre HLIs.
Gennaio 2000	Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, <i>Banks' Interactions with HLIs: Implementation of the Basel Committee's Sound Practices Paper</i> .
Aprile 2000	Financial Stability Forum, Rapporto del Gruppo di Lavoro sulle HLIs.
Marzo 2001	Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria /International Organization of Securities Commissions, <i>Review of issues relating to HLIs</i> .
Agosto 2002	Alternative Investment Management Association, <i>Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers</i> .
Luglio 2005	Counterparty Risk Management Policy Group II, <i>Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective</i> .
Agosto 2005	Managed Funds Association, <i>Sound Practices for Hedge Fund Managers</i> (aggiornamento dei documenti del 2000 e 2003).

dei soggetti che finanziano le HLI siano elementi essenziali per fornire una risposta adeguata alle preoccupazioni che tali istituzioni suscitano in materia di rischio sistemico.

Le linee guida del CBVB richiedono alle banche di stabilire, nell'ambito della gestione del rischio di credito, chiare politiche e procedure per le interazioni con le HLI nonché di prevedere un'adeguata raccolta di informazioni, attività di *due diligence* e analisi del credito. Le esposizioni creditizie devono essere misurate correttamente e strettamente monitorate. Poiché le misure da adottare devono essere adeguate alla natura dei rapporti con le HLI, che spesso includono negoziazioni e operazioni in derivati, l'impiego del metodo dell'"esposizione creditizia potenziale futura"¹⁴⁾ e di prove di stress dovrebbe di norma far parte di tale procedura. Per contenere le perdite potenziali, le esposizioni devono essere soggette a limiti formali. Un ulteriore modo di limitare le perdite è quello di meglio allineare le garanzie reali e le clausole contrattuali alle caratteristiche delle HLI, ad esempio richiedendo il versamento di margini iniziali e utilizzando clausole che consentano la risoluzione anticipata del contratto in caso di deterioramento sostanziale della qualità creditizia della HLI. Il CBVB e la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) hanno inoltre verificato il grado di effettiva applicazione di queste prassi corrette, concludendo che sebbene le banche avessero rafforzato le procedure di gestione del rischio, era ancora possibile realizzare progressi nell'ambito dell'attività di *due diligence*, della misurazione delle esposizioni e delle prove di stress.

(B) INIZIATIVE DEL SETTORE PRIVATO

Le varie iniziative del settore pubblico sono integrate da quelle intraprese dal settore finanziario per il miglioramento degli standard di gestione del rischio, auspicato anche dalle autorità all'indomani della crisi di LTCM¹⁵⁾. Una delle azioni più significative a riguardo proviene dalle raccomandazioni pubblicate dal Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG), un gruppo di importanti banche commerciali e di investimento attive a livello internazionale.

Il primo rapporto, pubblicato nel 1999, mirava a migliorare le prassi di gestione dei rischi di credito, di controparte e di mercato. Nel 2005 è stata diffusa una revisione di questo rapporto, motivata da sviluppi quali la crescente proliferazione degli *hedge fund* e di strumenti finanziari complessi. Alcune delle raccomandazioni del CRMPG (in particolare quelle relative alle procedure di gestione del rischio) si rivolgono ai singoli intermediari, altre (ad esempio nell'ambito della compensazione e dei contratti quadro) all'intero settore e altre ancora (come quelle relative all'analisi delle segnalazioni delle grandi esposizioni da parte delle società regolamentate) sono destinate alle autorità.

Infine, in linea con le raccomandazioni formulate dall'FSF sul piano delle scelte di *policy*, anche il settore dell'*asset management* ha adottato varie misure per rafforzare le procedure di gestione del rischio dei gestori di *hedge fund*. Ad esempio, le associazioni Alternative Investment Management Association (AIMA) e Managed Funds Association (MFA) hanno entrambe elaborato indirizzi a riguardo.

REQUISITI PATRIMONIALI

Le autorità di vigilanza richiedono alle banche di dotarsi di un patrimonio commisurato ai rischi da esse assunti. Al momento, i requisiti di capitale si basano su metodi di misurazione non sofisticati del rischio di credito introdotte dal CBVB nel suo Accordo sui requisiti patrimoniali del 1988 ("Basilea I"). Nel 1996 l'Accordo è stato esteso al rischio di mercato. Un cambiamento fondamentale delle norme in materia è intervenuto nel 2004, con l'adozione di uno schema di regolamentazione molto più elaborato e sensibile al rischio ("Basilea II")¹⁶⁾, che

14) L'esposizione creditoria corrente equivale al valore del credito in essere o del costo di sostituzione delle posizioni di negoziazione. L'esposizione creditizia potenziale futura, invece, tiene conto delle possibili variazioni del valore dell'esposizione creditizia corrente nel corso della vita delle posizioni assunte.

15) Cfr., ad esempio, The President's Working Group on Financial Markets (1999), *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, aprile.

16) Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (2004), *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, giugno.

vari paesi adotteranno nei prossimi anni. Mentre Basilea I era incentrato sui requisiti patrimoniali minimi, Basilea II si fonda su tre pilastri complementari:

- primo pilastro – requisiti patrimoniali minimi;
- secondo pilastro – processo di controllo prudenziale;
- terzo pilastro – disciplina di mercato.

Un importante aspetto innovativo dello schema riveduto deriva dal fatto che, al fine di calcolare i requisiti minimi di capitale per il rischio di credito, le banche potranno impiegare per la valutazione del rischio i rating forniti dalle agenzie specializzate (“metodo standard”) o punteggi risultanti dai propri modelli di valutazione del rischio (“metodo basato sui rating interni” o *internal ratings-based*, IRB).

La disciplina in materia di requisiti patrimoniali non contempla un trattamento specifico per le esposizioni nei confronti di *hedge fund*. Queste devono pertanto trovare una collocazione all’interno dello schema generale di solvibilità. Sotto questo aspetto, lo schema di Basilea II è ben più adatto per far fronte ai rischi posti da tali fondi.

Mentre Basilea I non offriva grandi possibilità di differenziazione dei requisiti patrimoniali a seconda del livello di rischio, vi sono maggiori possibilità in tal senso nel quadro di Basilea II, in base sia al metodo standard che a quello IRB. Pertanto, Basilea II si presta meglio a fronteggiare il più elevato rischio che presentano in genere gli *hedge fund* in ragione del loro alto grado di leva, della loro relativa opacità, nonché del loro mutevole profilo di rischio.

Ma anche nel quadro di Basilea II le banche potrebbero incontrare difficoltà considerevoli nell’impiego dei propri modelli per stimare il rischio collegato con le esposizioni verso *hedge fund*. Queste difficoltà potrebbero derivare dall’inadeguatezza dei modelli originariamente elaborati per una clientela di imprese allorché vengono

impiegati per valutare le esposizioni verso *hedge fund* che presentano un profilo di rischio molto diverso e più complesso. Per i modelli di misurazione del rischio di mercato i problemi potrebbero essere collegati alla bassa frequenza dei dati sul NAV (necessari per il calcolo delle volatilità) e alla distribuzione asimmetrica dei rendimenti derivante da alcune strategie di investimento.

Inoltre, in base al processo di controllo prudenziale di Basilea II, il management della banca è tenuto a garantire che l’istituzione disponga di capitale sufficiente in considerazione dei rischi assunti; laddove ciò non si verifichi, le autorità di vigilanza dovrebbero prendere misure opportune, ad esempio richiedendo alla banca di rafforzare la gestione del rischio, migliorare i controlli interni, innalzare gli accantonamenti e, in ultima istanza, accrescere la dotazione patrimoniale. Il secondo pilastro fornisce pertanto un utile quadro di riferimento per assicurare che le banche facciano fronte in maniera adeguata ai rischi assunti, compresi quelli derivanti dalle loro interazioni con *hedge fund*.

7 CONCLUSIONI

Gli *hedge fund* hanno fatto registrare una crescita sorprendente negli ultimi anni, trasformandosi in un importante veicolo di investimento alternativo che è oggi sempre più accessibile agli investitori al dettaglio. Tale sviluppo, insieme al carattere internazionale dell’attività di questi fondi, nonché alla sostanziale assenza di regolamentazione, pone importanti sfide alle autorità. Tali sfide possono riassumersi in due fondamentali questioni di *policy*: le possibili implicazioni degli *hedge fund* per la stabilità del sistema finanziario e il modo in cui i settori pubblico e privato possono ridurre i rischi associati con il ruolo sempre più importante degli *hedge fund* all’interno del sistema finanziario.

Sebbene gli *hedge fund* siano spesso associati con episodi negativi, una loro valutazione equilibrata dovrebbe tenere conto anche degli effetti benefici per il sistema finanziario, ad esempio quelli derivanti dal contributo fornito da questi

fondi alla trasparenza dei prezzi, alla liquidità del mercato, alla disciplina di mercato, alla diversificazione del rischio e all'integrazione finanziaria. Nondimeno, resta un compito difficile quello di formulare un giudizio univoco sull'impatto sistemico degli *hedge fund*, non da ultimo per gli ostacoli derivanti dalla mancanza di informazioni di elevata qualità e dalla perdurante opacità del settore. È pertanto importante che sia il settore stesso sia le autorità continuino ad agire per compiere ulteriori progressi in quest'ambito e meglio comprendere le implicazioni per l'insieme del sistema finanziario degli sviluppi riguardanti gli *hedge fund*.

Le principali argomentazioni avanzate nel dibattito sulla possibile regolamentazione diretta degli *hedge fund* riguardano la stabilità finanziaria e la tutela degli investitori. Sebbene gli *hedge fund* e i prodotti ad essi collegati siano sempre più accessibili agli investitori al dettaglio, non è ancora chiaro in che misura si siano già trasformati in un'alternativa di investimento significativa per le famiglie. Le iniziative per acquisire una migliore comprensione della questione,

come l'indagine organizzata di recente dalla IOSCO, sono per questo motivo auspicabili. Allo stesso tempo, se si giungesse alla conclusione che gli *hedge fund* dovrebbero essere sottoposti a regolamentazione nell'interesse della stabilità finanziaria, appare chiaro che, a causa della natura della loro attività, ciò potrebbe realizzarsi in maniera efficace solo attraverso un'azione fortemente coordinata a livello internazionale.

La regolamentazione indiretta degli *hedge fund* (ossia il controllo dei rischi attraverso la regolamentazione delle banche) è stata contemplata da varie iniziative pubbliche e private attinenti principalmente all'ambito delle prassi di gestione del rischio. Inoltre, il regime di adeguatezza patrimoniale delle banche, e in particolare il processo di controllo prudenziale contenuto in Basilea II, forniscono un quadro di riferimento appropriato e flessibile per far fronte ai rischi, anche quelli collegati agli *hedge fund*. Pertanto, è importante che le *best practice* e le raccomandazioni formulate vengano attuate in maniera efficace, senza essere sminuite dall'azione delle pressioni concorrenziali.

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 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
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S54
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S55
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S60
7.3	Scomposizione geografica della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero	S61
7.4	Posizione patrimoniale sull'estero (include le riserve ufficiali)	S63
7.5	Commercio di beni	S65
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	LISTA DELLE FIGURE	S72
	NOTE TECNICHE	S73
	NOTE GENERALI	S77

NOVITÀ

I dati delle tavole 2.9 e 2.10, che in precedenza non comprendevano l'Irlanda, d'ora in avanti si riferiranno a tutti i paesi dell'area dell'euro.

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
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2005	.	.	.	.	.	.	2,19	3,44
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	-	7,6	13,2	2,12	3,41
3° trim.	11,3	8,5	8,0	-	8,4	13,2	2,13	3,26
4° trim.	.	.	.	-	.	.	2,34	3,42
2005 lug.	11,1	8,3	7,9	7,9	8,3	12,7	2,12	3,32
ago.	11,6	8,6	8,2	8,2	8,5	13,1	2,13	3,32
set.	11,1	8,9	8,5	8,2	8,7	13,9	2,14	3,16
ott.	11,2	8,6	8,0	8,0	8,9	14,6	2,20	3,32
nov.	10,6	8,3	7,6	.	9,0	.	2,36	3,53
dic.	.	.	.	.	.	.	2,47	3,41

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
2004	2,1	2,3	2,5	2,1	2,0	81,6	0,7	8,9
2005	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 1° trim.	2,0	4,1	3,2	1,2	0,6	81,5	0,9	8,8
2° trim.	2,0	3,9	2,5	1,2	0,7	81,0	0,8	8,6
3° trim.	2,3	4,2	2,2	1,6	1,4	81,1	0,8	8,4
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 lug.	2,2	4,1	-	-	0,6	80,9	-	8,5
ago.	2,2	4,0	-	-	2,6	-	-	8,4
set.	2,6	4,4	-	-	1,2	-	-	8,3
ott.	2,5	4,2	-	-	0,2	81,2	-	8,3
nov.	2,3	4,2	-	-	.	.	-	8,3
dic.	2,2	.	-	-	.	.	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 ³⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	.	.	.	.	.	103,0	105,2	1,2441
2005 1° trim.	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,9	1,3113
2° trim.	-9,4	18,8	-11,6	106,7	302,3	103,4	105,6	1,2594
3° trim.	-1,0	16,7	-94,0	70,2	311,6	101,9	104,2	1,2199
4° trim.	.	.	.	.	.	100,9	103,2	1,1884
2005 lug.	2,2	9,9	-81,2	75,3	296,3	101,7	103,9	1,2037
ago.	-0,9	2,1	-15,0	-19,5	295,7	102,3	104,6	1,2292
set.	-2,4	4,7	2,2	14,3	311,6	101,8	104,1	1,2256
ott.	-8,4	2,3	-0,9	-5,1	310,5	101,4	103,7	1,2015
nov.	.	.	.	.	322,7	100,7	103,0	1,1786
dic.	.	.	.	.	.	100,7	103,1	1,1856

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

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

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



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

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

1. Attività

	16 dicembre 2005	23 dicembre 2005	30 dicembre 2005	6 gennaio 2006
Oro e crediti in oro	148.298	148.133	163.881	163.804
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	156.711	152.014	154.141	155.332
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	22.606	23.960	23.694	22.780
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	9.456	9.289	9.185	8.895
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	398.516	404.019	405.967	406.239
Operazioni di rifinanziamento principali	308.500	314.002	315.001	316.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	90.000	90.017	90.017	90.017
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	0	0	949	211
Crediti connessi a scarti di garanzia	16	0	0	11
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	3.203	3.500	3.635	3.735
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	93.859	94.435	92.367	92.987
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	40.662	40.274	40.113	40.113
Altre attività	143.632	144.125	145.169	144.729
Attività totali	1.016.943	1.019.749	1.038.152	1.038.614

2. Passività

	16 dicembre 2005	23 dicembre 2005	30 dicembre 2005	6 gennaio 2006
Banconote in circolazione	558.596	567.962	565.216	560.253
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	158.390	150.732	155.535	153.127
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	158.283	150.714	155.283	153.097
Depositi overnight	107	18	252	29
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	0	0	0	1
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	219	207	207	207
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	42.389	43.476	41.767	49.468
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	12.065	12.364	13.224	12.609
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	410	480	367	402
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	8.441	8.424	8.405	10.133
Contropartite dei DSP dell'FMI	5.885	5.885	5.920	5.920
Altre passività	68.373	68.041	70.043	68.969
Rivalutazioni	103.749	103.749	119.113	119.113
Capitale e riserve	58.426	58.429	58.355	58.413
Passività totali	1.016.943	1.019.749	1.038.152	1.038.614

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile	Variazione		
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello			
	Livello 1	Variazione 2	Livello 3	Livello 4	Variazione 5	Livello 6	Variazione 7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25

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
Operazioni di rifinanziamento principali							
2005 14 set.	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
12	380.299	372	281.000	2,00	2,07	2,07	7
19	383.949	397	296.000	2,00	2,06	2,07	7
26	371.445	384	301.500	2,00	2,06	2,07	8
3 nov.	354.563	340	294.000	2,00	2,05	2,06	6
9	366.131	350	295.000	2,00	2,05	2,06	7
16	401.859	393	293.500	2,00	2,05	2,06	7
23	403.121	434	311.000	2,00	2,08	2,10	7
30	361.548	379	306.500	2,00	2,09	2,11	6
6 dic.	354.476	300	333.500	2,25	2,29	2,31	8
14	378.799	345	308.500	2,25	2,29	2,30	7
21	391.591	393	314.000	2,25	2,30	2,31	8
29	315.797	386	315.000	2,25	2,25	2,42	6
2006 4 gen.	359.312	353	316.000	2,25	2,30	2,31	7
11	378.353	368	309.000	2,25	2,30	2,31	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
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
28 ott.	51.313	168	30.000	-	2,17	2,19	90
1 dic.	52.369	152	30.000	-	2,40	2,41	84
22 ⁴⁾	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 ⁴⁾	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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
11 ott.	Raccolta di depositi a tempo determinato	23.995	22	8.500	2,00	-	-	-	1
5 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	21.240	18	7.500	2,00	-	-	-	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- È stata condotta un'operazione straordinaria basata sulle procedure operative di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) giacché il giorno precedente un'offerta erronea aveva impedito alla BCE di eseguire la propria ORLT per l'intero ammontare.
- 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	
2° trim.	13.328,1	7.021,1	488,2	1.676,0	1.027,9	3.114,9	
2005 lug.	13.431,5	7.064,6	496,2	1.682,8	1.068,0	3.119,9	
ago.	13.388,1	7.003,0	499,9	1.689,2	1.066,0	3.130,1	
set.	13.562,1	7.125,7	498,5	1.697,7	1.085,4	3.154,9	
ott.	13.712,7	7.184,5	503,4	1.712,0	1.127,0	3.185,8	

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
3° trim.	149,7	150,2	0,6	0,0	2,05
2005 11 ott.	150,7	151,4	0,7	0,0	2,05
8 nov.	149,5	150,2	0,7	0,0	2,06
5 dic.	152,0	153,0	1,0	0,0	2,07
2006 17 gen.	153,3	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema												
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7	
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1	
2005 1° trim.	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9	
2° trim.	286,8	273,1	90,0	0,1	0,0	0,2	0,1	512,8	53,5	-62,0	145,5	658,5	
2005 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	
11 ott.	307,9	288,6	90,0	0,1	0,0	0,1	0,2	531,6	47,9	-44,6	151,4	683,1	
8 nov.	315,1	293,4	90,0	0,1	0,0	0,1	0,0	535,6	50,4	-37,9	150,2	686,0	
5 dic.	313,2	301,3	90,0	0,0	0,0	0,1	0,3	539,8	51,0	-39,6	153,0	692,9	

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	294,1	14,0	173,8
2005 1° trim.	1.274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	301,0	12,5	179,3
2° trim.	1.353,6	638,4	21,2	0,6	616,6	176,9	158,8	2,0	16,1	-	14,1	319,6	13,3	191,3
2005 lug.	1.353,4	642,4	21,2	0,6	620,6	176,8	159,6	1,8	15,5	-	14,4	312,8	13,3	193,7
ago.	1.327,9	610,7	21,2	0,6	588,9	180,6	162,8	1,9	15,9	-	14,4	313,4	13,3	195,5
set.	1.351,1	609,8	21,2	0,6	588,0	183,8	165,6	1,9	16,3	-	14,9	328,9	13,3	200,4
ott.	1.370,1	630,5	21,2	0,6	608,6	184,2	166,4	2,1	15,7	-	14,4	326,9	13,3	200,8
nov. ^(p)	1.386,9	630,8	21,2	0,6	609,0	184,3	167,7	2,0	14,6	-	14,4	339,0	13,4	204,9
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	12.825,3	811,4	7.556,1	4.457,8	3.187,7	1.299,9	465,2	1.422,6	72,5	942,9	2.942,9	159,6	1.220,9
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
2° trim.	22.770,4	13.256,3	808,4	7.918,5	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.478,1
2005 lug.	22.874,4	13.326,7	808,9	7.976,8	4.541,0	3.396,6	1.378,7	506,5	1.511,5	75,1	999,9	3.444,4	164,3	1.467,6
ago.	22.826,6	13.305,3	809,9	7.979,7	4.515,6	3.386,5	1.371,1	505,1	1.510,3	80,6	999,5	3.436,8	164,3	1.453,7
set.	23.058,6	13.434,5	816,0	8.067,1	4.551,4	3.375,2	1.360,4	504,5	1.510,3	81,4	1.012,6	3.517,6	164,5	1.472,9
ott.	23.300,4	13.595,1	812,2	8.132,6	4.650,4	3.435,6	1.400,7	520,9	1.514,1	83,7	989,5	3.577,1	165,3	1.454,0
nov. ^(p)	23.783,0	13.708,3	805,6	8.216,5	4.686,2	3.552,3	1.484,6	542,4	1.525,3	86,9	1.008,8	3.721,9	165,5	1.539,3

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
2° trim.	1.353,6	540,9	433,6	76,4	18,7	338,5	-	0,6	173,6	24,4	180,5
2005 lug.	1.353,4	550,7	426,2	68,5	13,8	344,0	-	0,6	170,0	23,9	182,0
ago.	1.327,9	544,4	402,6	56,6	13,4	332,6	-	0,6	171,6	25,2	183,5
set.	1.351,1	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
ott.	1.370,1	554,7	413,6	46,3	17,5	349,7	-	0,6	184,2	27,3	189,8
nov. ^(p)	1.386,9	558,9	409,6	47,9	17,9	343,8	-	0,6	194,1	28,1	195,7
IFM escluso l'Eurosistema											
2003	19.795,4	-	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	-	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	-	11.653,8	126,3	6.706,7	4.820,7	687,6	3.614,8	1.213,5	3.085,6	1.771,7
2° trim.	22.770,4	-	11.849,5	135,1	6.921,1	4.793,3	696,4	3.761,9	1.258,7	3.228,0	1.976,0
2005 lug.	22.874,4	-	11.895,5	142,3	6.950,5	4.802,7	710,1	3.775,9	1.268,7	3.264,1	1.960,1
ago.	22.826,6	-	11.813,9	110,2	6.929,8	4.773,9	720,3	3.788,7	1.274,0	3.254,4	1.975,3
set.	23.058,6	-	11.913,6	134,6	6.987,7	4.791,3	712,9	3.807,5	1.271,8	3.350,6	2.002,2
ott.	23.300,4	-	12.062,8	133,0	7.029,8	4.900,0	712,6	3.844,7	1.271,1	3.418,9	1.990,4
nov. ^(p)	23.783,0	-	12.145,8	136,7	7.062,1	4.947,1	716,4	3.873,8	1.289,4	3.608,7	2.148,8

Fonte: BCE.

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

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

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005 1° trim.	16.260,4	8.498,1	828,1	7.669,9	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.483,3	169,0	1.432,9
2° trim.	17.039,4	8.748,7	829,6	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.625,2
2005 lug.	17.112,3	8.807,5	830,0	7.977,5	2.046,5	1.538,3	508,2	706,7	3.757,1	177,5	1.617,0
ago.	17.091,5	8.811,5	831,1	7.980,4	2.040,9	1.533,9	507,0	705,7	3.750,1	177,6	1.605,7
set.	17.317,6	8.904,9	837,2	8.067,7	2.032,4	1.526,0	506,4	726,0	3.846,5	177,8	1.630,1
ott.	17.452,5	8.966,6	833,4	8.133,2	2.090,0	1.567,0	523,0	702,5	3.904,0	178,7	1.610,6
nov. ^(p)	17.888,4	9.044,0	826,8	8.217,2	2.196,8	1.652,4	544,4	708,1	4.061,0	178,8	1.699,8
Transazioni											
2003	766,2	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-28,6
2004	1.268,0	499,7	-7,0	506,7	91,9	58,1	33,8	34,6	437,6	2,7	201,5
2005 1° trim.	448,9	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	187,2	-4,1	59,7
2° trim.	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,2	126,4	1,0	133,0
2005 lug.	88,6	61,9	0,5	61,4	-1,5	-0,7	-0,8	-8,3	44,6	1,1	-9,2
ago.	-16,3	6,2	1,2	5,0	-7,4	-5,7	-1,8	-1,6	-1,3	0,1	-12,1
set.	182,7	91,1	6,2	84,9	-7,2	-6,4	-0,8	11,9	64,1	0,1	22,7
ott.	135,6	61,6	-3,8	65,4	33,2	17,1	16,1	8,4	56,1	0,9	-24,6
nov. ^(p)	211,6	76,1	-6,7	82,7	61,2	44,3	16,9	1,5	23,9	0,2	48,8

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 ¹⁾	Obbligazioni ²⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
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	614,5	2.145,5	1.062,9	3.110,5	1.943,0	0,4
2° trim.	17.039,4	496,6	211,5	6.939,8	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.156,5	-14,2
2005 lug.	17.112,3	506,4	210,8	6.964,3	635,1	2.249,4	1.131,1	3.288,0	2.142,1	-14,9
ago.	17.091,5	500,9	166,8	6.943,2	639,7	2.263,1	1.137,5	3.279,6	2.158,8	1,9
set.	17.317,6	507,1	181,9	7.002,9	631,4	2.281,5	1.157,0	3.378,0	2.192,0	-14,2
ott.	17.452,5	510,5	179,3	7.047,3	628,9	2.315,5	1.153,9	3.446,2	2.180,2	-9,3
nov. ^(p)	17.888,4	514,5	184,6	7.080,0	629,5	2.334,5	1.168,4	3.636,8	2.344,5	-4,3
Transazioni										
2003	766,2	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	38,6	130,8	-60,8	59,8
2004	1.268,0	70,5	6,1	377,4	22,3	197,1	50,5	276,8	229,4	37,7
2005 1° trim.	448,9	3,3	25,0	57,8	9,7	65,3	13,1	212,0	107,1	-44,4
2° trim.	533,0	24,8	24,1	175,3	6,7	80,3	24,6	61,4	169,0	-33,2
2005 lug.	88,6	9,9	-0,7	28,2	12,9	6,8	2,9	43,9	-16,9	1,7
ago.	-16,3	-5,5	-44,3	-19,4	4,1	14,8	4,3	-3,0	15,4	17,4
set.	182,7	6,2	15,2	57,6	-7,0	13,4	5,6	83,6	27,1	-19,1
ott.	135,6	3,4	-2,6	44,1	-6,0	33,0	2,9	65,6	-11,3	6,4
nov. ^(p)	211,6	4,0	5,2	30,3	-9,7	7,3	4,5	67,7	102,3	0,1

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	8.149,6	7.093,4	230,6
2004	2.912,7	2.661,0	5.573,6	960,6	6.534,2	-	4.454,5	2.297,0	8.681,9	7.545,2	375,8
2005 1° trim.	3.007,2	2.675,4	5.682,7	944,9	6.627,5	-	4.579,5	2.328,5	8.830,0	7.673,6	387,5
2° trim.	3.258,0	2.557,9	5.815,9	981,1	6.797,0	-	4.797,2	2.353,5	9.114,6	7.893,9	469,8
2005 lug.	3.302,6	2.572,2	5.874,8	994,6	6.869,3	-	4.801,4	2.364,5	9.185,5	7.960,6	472,5
ago.	3.329,9	2.584,9	5.914,8	1.005,2	6.920,0	-	4.827,8	2.375,9	9.240,0	8.010,5	466,6
set.	3.349,4	2.629,4	5.978,8	1.002,0	6.980,8	-	4.859,5	2.370,1	9.333,0	8.083,1	457,5
ott.	3.369,7	2.635,6	6.005,3	990,1	6.995,3	-	4.896,9	2.407,8	9.389,5	8.147,6	437,3
nov. ^(p)	3.385,6	2.639,5	6.025,1	1.002,1	7.027,2	-	4.938,0	2.478,1	9.474,8	8.212,4	403,7
Transazioni											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	236,1	131,9	442,9	370,1	96,0
2004	240,4	111,8	352,2	56,0	408,3	-	340,8	53,5	572,5	504,2	163,0
2005 1° trim.	91,8	8,2	99,9	-20,5	79,5	-	107,1	26,4	146,8	128,6	8,9
2° trim.	86,3	38,7	125,0	36,5	161,5	-	126,0	8,2	235,6	178,1	48,6
2005 lug.	45,1	14,7	59,8	12,5	72,3	-	11,8	14,7	72,6	69,8	5,6
ago.	28,4	13,1	41,5	10,1	51,7	-	25,5	10,1	55,4	52,0	-5,6
set.	18,8	43,5	62,2	-1,2	61,1	-	11,8	-4,2	81,8	70,2	-26,6
ott.	20,7	5,4	26,2	-15,8	10,3	-	42,9	13,7	88,6	64,4	-19,0
nov. ^(p)	14,9	3,1	18,0	-5,3	12,6	-	25,9	29,3	75,3	63,6	-43,6
Variazioni percentuali											
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	6,0	6,3	5,7	5,5	96,0
2004 dic.	9,0	4,4	6,7	6,2	6,6	6,5	8,2	2,4	7,0	7,1	163,0
2005 mar.	9,3	4,8	7,1	2,8	6,5	6,6	8,7	2,5	7,4	7,5	98,2
giu.	10,9	5,1	8,1	5,1	7,6	7,6	9,6	1,2	8,2	8,1	160,3
2005 lug.	11,1	5,3	8,3	5,5	7,9	7,9	9,2	1,2	8,4	8,3	162,8
ago.	11,6	5,3	8,6	5,8	8,2	8,2	9,2	1,2	8,7	8,5	134,4
set.	11,1	6,5	8,9	6,2	8,5	8,5	8,5	1,4	9,0	8,7	81,1
ott.	11,2	6,0	8,6	4,0	8,0	8,0	8,8	1,9	9,3	8,9	50,6
nov. ^(p)	10,6	5,9	8,3	3,5	7,6	.	8,6	3,4	9,4	9,0	-2,1

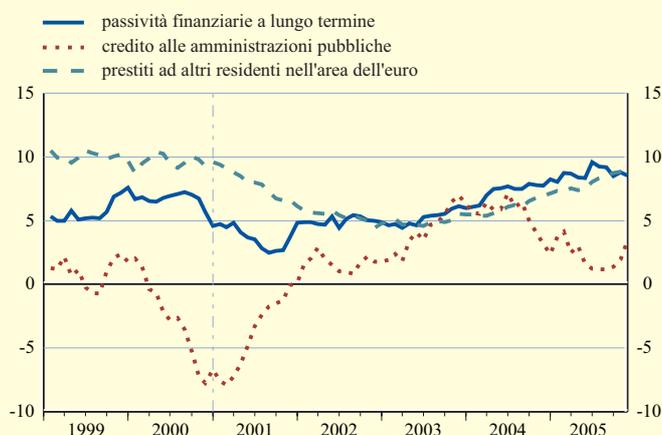
F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

- 1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, M2, M3: cfr. Glossario).
- 2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

2.3 Statistiche monetarie

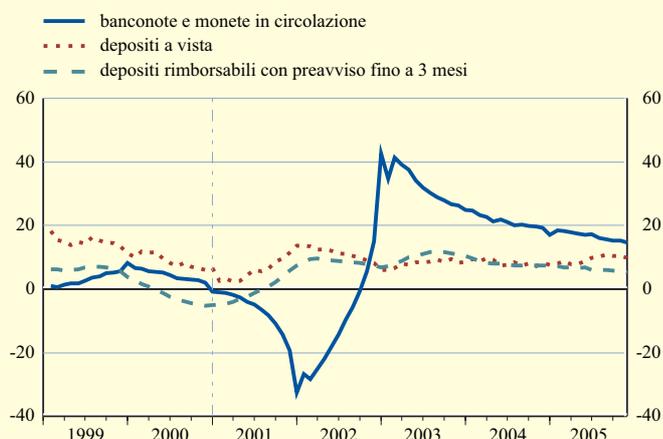
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
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	613,1	106,1	2.038,7	90,9	1.387,1	1.062,8
2° trim.	493,7	2.764,3	1.039,2	1.518,7	239,7	622,9	118,5	2.122,6	91,6	1.449,2	1.133,8
2005 lug.	494,7	2.807,9	1.045,1	1.527,0	243,0	632,3	119,2	2.126,1	90,8	1.453,9	1.130,6
ago.	501,5	2.828,4	1.047,8	1.537,1	252,6	631,8	120,7	2.146,2	89,8	1.455,4	1.136,4
set.	507,4	2.842,0	1.083,5	1.545,9	244,9	636,6	120,5	2.155,2	87,8	1.465,4	1.151,1
ott.	514,9	2.854,8	1.086,9	1.548,7	237,2	631,2	121,6	2.186,0	87,0	1.473,9	1.150,0
nov. ^(p)	519,6	2.866,0	1.090,0	1.549,5	237,8	633,5	130,8	2.196,3	86,7	1.484,5	1.170,5
Transazioni											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	38,1
2004	65,8	174,7	-0,8	112,6	23,1	21,7	11,2	185,2	-1,1	106,6	50,1
2005 1° trim.	24,9	66,9	-13,2	21,4	-13,7	-5,7	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
2° trim.	16,2	70,2	14,3	24,4	13,7	9,7	13,0	66,2	0,0	34,0	25,8
2005 lug.	1,0	44,1	6,3	8,4	3,3	8,5	0,7	3,8	-0,8	7,6	1,2
ago.	6,8	21,6	3,0	10,1	9,6	-1,1	1,6	21,2	-1,0	1,6	3,7
set.	5,9	12,8	34,7	8,8	-7,8	6,2	0,5	3,2	-2,0	9,8	0,8
ott.	7,5	13,2	2,6	2,8	-7,6	-8,8	0,6	30,3	-0,7	8,4	4,8
nov. ^(p)	4,7	10,2	2,3	0,7	0,5	-8,0	2,2	5,7	-0,3	10,1	10,5
Variazioni percentuali											
2003 dic.	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,9
2004 dic.	17,0	7,6	-0,1	7,4	10,7	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
giu.	17,2	9,8	3,4	6,1	10,3	2,3	10,5	11,7	1,4	9,4	6,7
2005 lug.	16,0	10,3	4,0	6,0	6,7	3,7	13,5	11,2	0,3	9,3	6,4
ago.	15,6	10,9	4,3	6,0	11,0	2,6	13,5	11,3	-0,9	8,8	6,5
set.	15,3	10,4	7,1	5,9	8,8	3,7	15,0	10,1	-2,3	8,9	5,9
ott.	15,3	10,4	6,1	5,7	5,0	1,4	17,6	10,9	-3,8	8,7	6,0
nov. ^(p)	14,6	9,9	6,7	5,2	6,6	0,5	14,9	10,8	-4,5	8,3	5,8

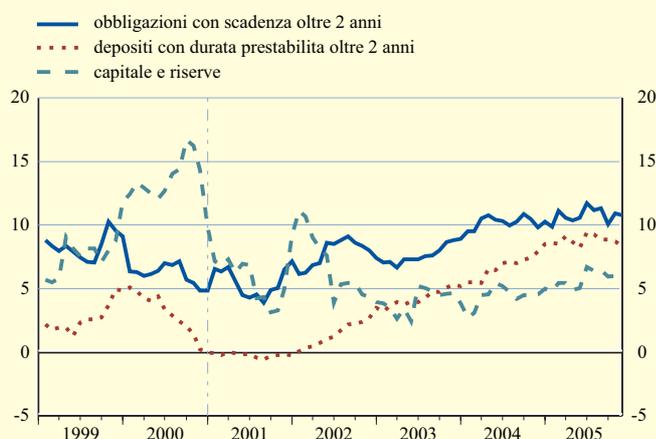
F3 Componenti degli aggregati monetari

(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	546,3	334,4	3.152,7	973,8	547,8	1.631,2
2005 1° trim.	58,2	39,7	561,3	351,1	3.189,5	983,8	554,7	1.650,9
2° trim.	63,8	43,9	581,5	362,9	3.281,9	1.025,1	564,1	1.692,7
2005 lug.	63,7	43,3	579,5	357,1	3.308,7	1.024,9	573,1	1.710,7
ago.	64,4	42,7	572,6	349,2	3.294,3	1.001,1	571,0	1.722,3
set.	65,2	42,6	601,7	373,1	3.320,8	1.014,4	572,6	1.733,8
ott.	68,9	45,3	601,8	368,9	3.341,8	1.022,1	582,6	1.737,1
nov. ^(p)	75,4	50,4	616,9	377,2	3.373,2	1.031,6	586,2	1.755,5
Transazioni								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,6	-7,9	15,9	94,7
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	162,9	23,2	31,2	108,5
2005 1° trim.	8,6	7,9	11,3	14,9	37,2	8,0	7,7	21,5
2° trim.	5,5	4,2	16,4	9,5	82,4	35,0	9,8	37,6
2005 lug.	-0,1	-0,6	-1,4	-5,5	27,7	0,3	9,1	18,3
ago.	0,7	-0,5	-7,1	-7,8	-12,4	-22,8	-2,0	12,4
set.	0,7	-0,2	28,4	23,5	24,8	12,3	1,4	11,1
ott.	3,7	2,7	-2,5	-5,9	23,0	8,8	10,2	3,9
nov. ^(p)	6,4	5,1	13,0	7,7	31,7	9,7	4,1	17,9
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	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0
2005 mar.	23,7	21,8	12,6	17,5	5,9	3,8	6,6	6,9
giu.	17,5	9,8	14,0	18,8	6,5	5,6	6,1	7,2
2005 lug.	11,3	3,1	15,0	19,1	7,1	6,0	7,0	7,7
ago.	18,3	9,1	16,4	21,4	6,9	5,5	5,8	8,0
set.	22,7	12,6	17,5	23,0	7,2	5,9	5,9	8,5
ott.	24,0	15,0	15,6	19,0	7,3	5,9	7,4	8,1
nov. ^(p)	37,3	32,1	12,9	12,6	7,5	5,2	7,7	8,8

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⁾

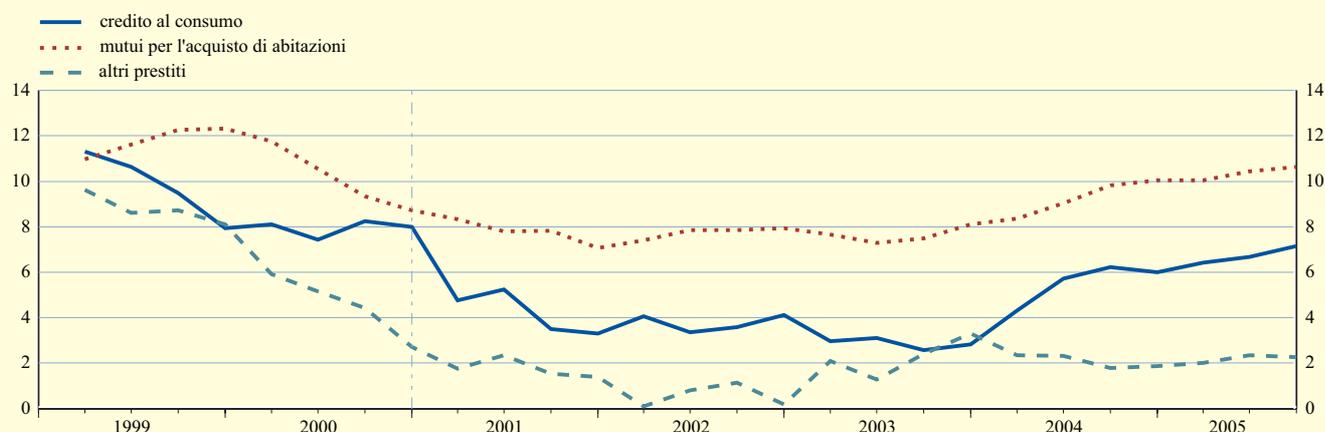
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

2. Prestiti alle famiglie ²⁾

	Scomposizione dei prestiti alle famiglie													
	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti				
	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Consistenze														
2003	3.520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2.360,5	14,4	63,3	2.282,7	675,6	145,0	95,5	435,1	
2004	3.808,4	515,4	120,3	189,6	205,6	2.591,5	14,6	65,8	2.511,1	701,5	144,1	99,2	458,2	
2005 1° trim.	3.860,4	519,3	120,2	191,1	208,0	2.640,3	14,3	67,1	2.558,9	700,9	144,4	98,7	457,8	
2° trim.	3.991,3	537,3	124,4	197,3	215,6	2.737,2	14,8	66,2	2.656,1	716,8	149,9	101,0	465,9	
2005 lug.	4.024,9	539,1	122,3	199,1	217,7	2.772,9	14,8	66,8	2.691,2	712,9	145,2	101,2	466,5	
ago.	4.048,3	540,6	123,2	198,8	218,6	2.795,1	14,6	67,2	2.713,3	712,6	143,6	101,3	467,8	
set.	4.079,4	544,3	126,1	198,6	219,6	2.820,2	15,0	67,6	2.737,5	714,9	145,7	101,1	468,0	
ott.	4.120,1	548,3	127,2	199,6	221,5	2.851,1	14,7	67,9	2.768,4	720,7	145,7	101,6	473,5	
nov. ^(p)	4.151,1	549,7	126,7	200,3	222,7	2.877,4	14,8	68,4	2.794,2	724,0	148,2	102,2	473,7	
Transazioni														
2003	211,6	13,3	8,4	6,3	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,4	21,0	-6,3	-4,9	32,2	
2004	278,6	29,0	7,1	8,6	13,3	236,9	0,9	2,9	233,1	12,7	-0,8	2,0	11,6	
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	
2° trim.	102,5	15,7	4,0	6,0	5,7	75,6	0,5	0,5	74,5	11,3	5,6	0,5	5,1	
2005 lug.	35,2	2,4	-1,9	1,9	2,3	35,9	0,0	0,5	35,3	-3,1	-4,5	0,2	1,2	
ago.	23,8	2,1	1,0	-0,3	1,3	22,1	-0,2	0,4	21,9	-0,3	-1,5	0,1	1,1	
set.	31,1	3,9	2,7	0,1	1,1	25,4	0,4	0,5	24,5	1,7	1,8	-0,2	0,1	
ott.	41,2	4,4	1,4	1,1	1,9	31,0	-0,2	0,3	31,0	5,8	-0,1	0,5	5,4	
nov. ^(p)	31,6	2,7	-0,5	0,7	2,5	26,2	0,1	0,5	25,7	2,7	2,6	0,6	-0,6	
Variazioni percentuali														
2003 dic.	6,4	2,8	8,1	3,6	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,6	3,3	-4,1	-5,0	8,5	
2004 dic.	7,9	6,0	6,3	4,8	6,9	10,0	6,0	4,6	10,2	1,9	-0,5	2,0	2,6	
2005 mar.	8,0	6,4	7,7	4,6	7,5	10,1	5,0	8,1	10,1	2,0	2,0	1,1	2,2	
giu.	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,4	4,1	4,6	10,6	2,4	3,8	0,6	2,3	
2005 lug.	8,5	6,7	6,1	6,0	7,8	10,7	5,4	4,7	10,9	2,1	3,1	0,9	2,0	
ago.	8,6	6,9	6,4	6,1	8,0	10,8	4,3	4,7	11,0	2,2	3,1	1,2	2,1	
set.	8,6	7,2	8,0	6,0	7,8	10,6	5,7	4,9	10,8	2,3	2,7	1,1	2,4	
ott.	9,0	7,7	9,4	6,2	8,1	10,9	0,9	4,8	11,2	3,1	3,2	0,7	3,6	
nov. ^(p)	9,2	8,0	9,2	6,4	8,9	11,2	4,1	6,5	11,3	3,0	2,8	1,5	3,4	

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	811,4	129,6	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	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	62,0	610,7
2° trim.	808,4	125,0	247,6	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
3° trim. ^(p)	816,0	124,8	247,1	414,5	29,6	2.375,7	1.638,7	736,9	64,2	672,7
Transazioni										
2003	13,7	-5,9	-12,2	16,6	15,3	159,4	109,2	50,1	-5,0	55,0
2004	-5,9	2,0	-13,9	17,3	-11,2	275,6	194,9	80,4	1,8	78,6
2005 1° trim.	-5,5	-0,5	-4,2	0,5	-1,3	124,8	98,6	26,2	0,6	25,5
2° trim.	1,2	-4,7	-0,8	0,6	6,0	93,9	81,1	12,9	0,2	12,7
3° trim. ^(p)	7,8	-0,1	-0,5	7,3	1,1	85,2	56,5	27,9	2,1	25,7
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.	-0,7	1,5	-5,2	4,4	-32,1	15,6	16,4	13,9	3,1	15,2
2004 mar.	-1,8	-1,6	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
giu.	-0,8	-0,4	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
set. ^(p)	0,8	1,5	-2,4	5,0	-23,5	19,9	23,4	12,8	5,5	13,6

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⁾

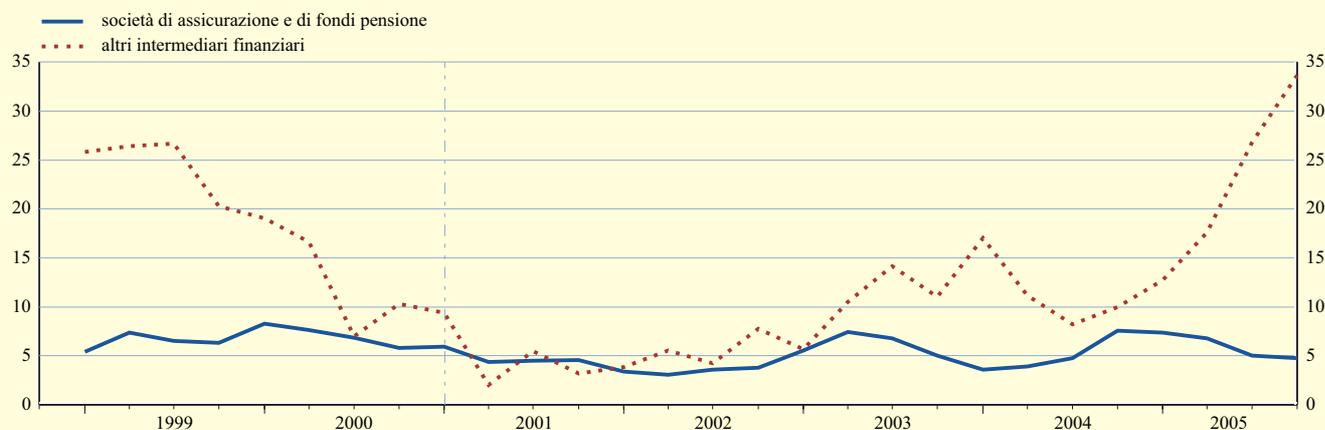
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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
2° trim.	595,7	61,2	48,3	463,0	1,1	1,6	20,5	792,2	226,7	149,1	264,3	11,1	0,1	140,7
2005 lug.	603,7	64,3	51,9	464,8	1,1	1,6	20,1	799,4	223,5	155,8	267,7	11,6	0,1	140,5
ago.	604,1	59,1	50,8	466,1	1,1	1,6	25,4	797,4	217,2	157,5	268,1	11,4	0,1	143,2
set.	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	834,4	242,7	169,9	276,8	10,6	0,1	134,4
ott.	609,9	66,7	48,0	468,5	1,1	1,5	24,1	847,4	232,4	176,7	285,5	11,0	0,1	141,7
nov. ^(p)	605,3	67,9	42,0	469,7	1,2	1,5	23,1	853,8	227,1	180,3	298,3	11,1	0,1	136,9
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
2° trim.	-2,1	-5,3	-0,5	2,7	0,2	0,0	0,8	66,3	10,7	11,9	31,0	0,8	0,0	11,9
2005 lug.	8,1	3,2	3,6	1,8	-0,1	0,0	-0,4	10,4	-3,0	6,8	6,2	0,5	0,0	-0,2
ago.	0,5	-5,2	-1,0	1,3	0,0	0,1	5,3	-2,1	-6,3	1,5	0,4	-0,3	0,0	2,7
set.	-1,4	0,9	-0,1	0,7	0,0	0,0	-2,9	36,4	25,2	12,2	8,6	-0,8	0,0	-8,8
ott.	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	8,8	-10,3	6,6	4,9	0,4	0,0	7,2
nov. ^(p)	-4,7	1,1	-6,1	1,2	0,0	0,0	-0,9	5,8	-5,7	3,7	12,4	0,2	0,0	-4,8
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
giu.	5,1	1,8	15,3	4,8	18,1	31,3	-3,0	26,8	16,5	15,1	52,5	50,1	-	21,0
2005 lug.	6,2	15,1	13,2	4,9	13,7	32,1	-8,3	28,6	19,8	19,6	51,8	56,2	-	18,6
ago.	6,3	10,0	9,1	5,1	11,3	32,6	13,8	29,6	23,1	16,7	48,4	55,3	-	25,2
set.	4,8	-2,7	7,8	5,1	26,3	33,0	12,0	33,6	27,3	33,5	50,1	46,3	-	18,8
ott.	5,0	13,3	-2,1	4,6	22,3	2,8	5,5	29,7	22,7	25,2	51,0	45,9	-	14,6
nov. ^(p)	3,2	6,0	-12,3	4,1	18,2	2,9	10,9	28,0	13,8	34,0	47,9	27,1	-	13,8

F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

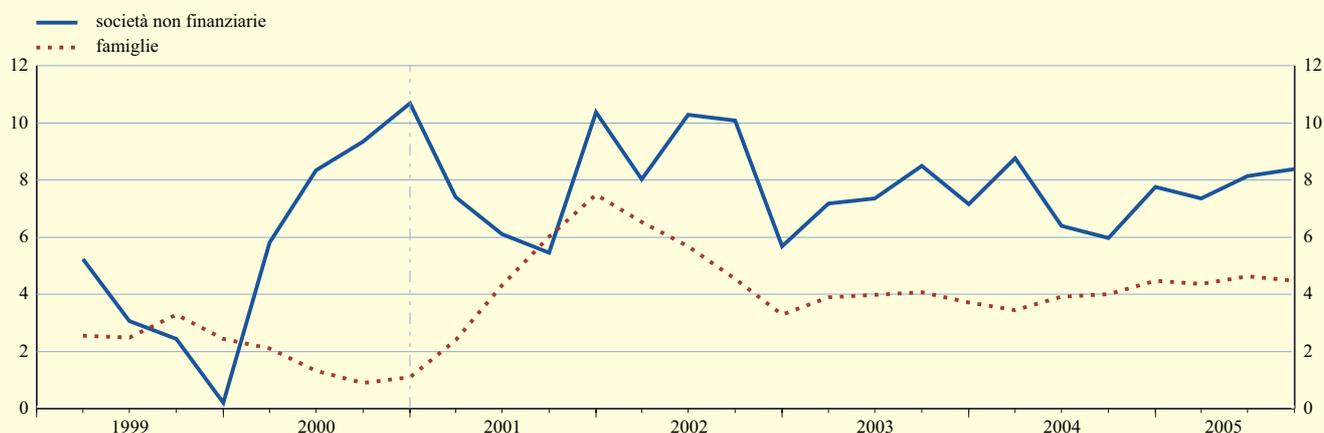
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ²⁾						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
2003	1.050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3.978,6	1.311,8	544,0	600,8	1.379,2	89,9	52,9
2004	1.114,6	674,7	291,1	73,8	44,2	1,1	29,7	4.162,0	1.403,1	515,0	634,3	1.466,1	88,0	55,6
2005 1° trim.	1.096,3	675,3	280,2	72,1	44,0	1,1	23,6	4.177,0	1.409,1	513,2	632,8	1.481,9	88,7	51,2
2° trim.	1.133,5	722,2	274,1	71,9	41,6	1,5	22,1	4.246,6	1.629,9	511,2	630,8	1.336,3	87,2	51,2
2005 lug.	1.134,0	719,8	278,9	70,8	42,2	1,4	21,1	4.265,4	1.643,0	512,8	630,0	1.339,5	86,4	53,6
ago.	1.138,6	715,3	287,2	70,7	41,8	1,3	22,3	4.238,4	1.610,4	515,6	630,2	1.342,3	85,5	54,4
set.	1.151,8	719,1	296,5	68,7	43,9	1,2	22,4	4.246,3	1.626,9	515,0	627,1	1.341,9	83,9	51,6
ott.	1.168,9	734,0	302,8	65,6	44,5	1,2	20,8	4.247,2	1.629,9	517,3	625,6	1.339,8	83,4	51,2
nov. ^(p)	1.181,2	746,3	299,0	66,6	44,8	1,2	23,3	4.260,4	1.642,4	520,8	623,7	1.337,4	83,7	52,5
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
2° trim.	33,3	41,3	-7,7	0,2	1,1	-0,1	-1,5	67,1	63,4	-3,6	-2,3	11,1	-1,4	0,0
2005 lug.	0,9	-2,3	4,9	-1,1	0,6	-0,2	-1,0	19,0	13,2	1,8	-0,8	3,2	-0,8	2,5
ago.	6,1	-3,4	8,7	0,0	-0,4	-0,1	1,3	-26,7	-32,6	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
set.	12,4	3,4	8,9	-2,0	2,0	0,0	0,1	7,2	16,3	-0,9	-3,2	-0,5	-1,5	-2,9
ott.	21,0	15,0	6,3	0,8	0,6	0,0	-1,7	0,9	3,5	1,9	-1,5	-2,1	-0,5	-0,3
nov. ^(p)	11,2	11,9	-4,3	0,9	0,3	0,0	2,5	12,7	12,4	3,2	-2,0	-2,5	0,2	1,3
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
giu.	8,1	10,6	4,4	3,3	14,9	-5,8	-13,4	4,6	7,8	-1,3	2,9	4,8	1,1	1,5
2005 lug.	8,3	11,7	4,1	1,1	14,9	-17,5	-20,5	4,8	8,3	-0,9	2,6	4,7	0,1	2,0
ago.	8,8	11,7	7,0	1,0	12,5	-24,5	-22,5	4,5	7,8	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
set.	8,4	9,0	10,6	-1,7	16,5	-26,5	-12,6	4,5	7,9	0,4	1,8	4,6	-2,4	-4,0
ott.	9,7	12,6	7,1	0,4	18,2	-28,2	-19,9	4,0	7,1	1,1	1,1	4,2	-3,5	-5,8
nov. ^(p)	9,7	12,2	6,8	1,5	16,2	-29,8	-8,9	4,1	7,5	1,7	0,7	3,8	-4,1	-3,5

F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ¹⁾

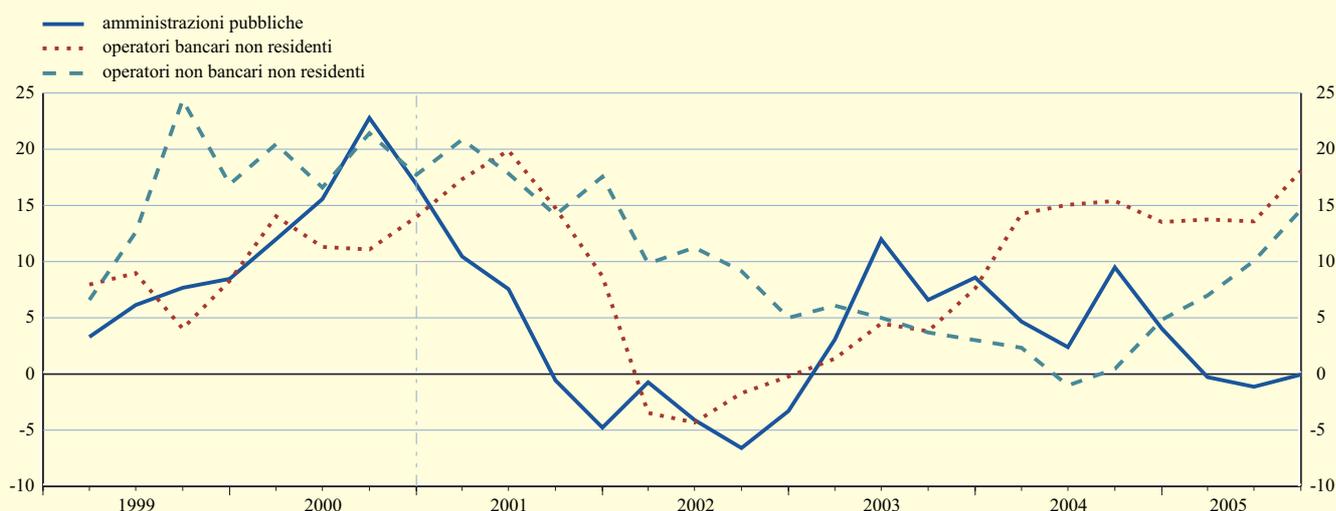
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ²⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2003	273,3	134,4	31,1	66,9	40,9	2.245,1	1.580,8	664,3	96,1	568,2
2004	282,2	137,7	30,5	69,6	44,3	2.428,9	1.748,0	680,9	103,4	577,5
2005 1° trim.	269,9	126,3	33,4	67,5	42,7	2.669,1	1.935,7	733,4	105,4	628,0
2° trim.	288,3	135,1	35,1	69,7	48,4	2.784,9	2.034,1	750,8	118,6	632,3
3° trim. ^(p)	286,8	134,6	35,9	71,4	44,9	2.904,9	2.109,8	795,1	124,3	670,8
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.	18,3	8,8	1,7	2,2	5,7	42,2	42,7	-0,5	13,2	-13,7
3° trim. ^(p)	-1,6	-0,8	0,9	1,8	-3,5	120,3	76,3	44,0	5,7	38,3
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.	-1,2	-13,8	19,3	8,3	16,9	12,6	13,5	10,1	15,8	9,0
set. ^(p)	-0,1	-8,3	14,0	8,1	5,2	17,1	18,0	14,6	17,8	14,0

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.

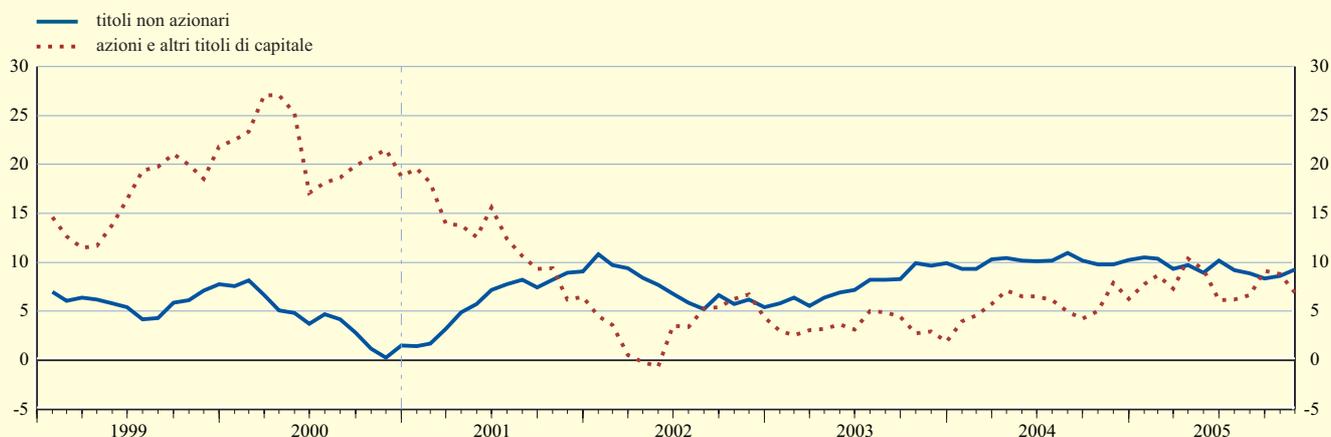
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ¹⁾

(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	1.342,8	15,8	464,9	16,3	797,9	1.217,0	296,1	674,4	246,5
2° trim.	4.269,0	1.435,8	67,7	1.368,1	15,8	488,0	18,9	874,7	1.234,8	295,3	704,1	235,5
2005 lug.	4.272,4	1.444,3	67,2	1.362,8	15,9	486,8	19,7	875,8	1.241,2	303,2	696,7	241,3
ago.	4.281,2	1.443,0	67,3	1.355,0	16,1	484,7	20,4	894,6	1.241,5	303,7	695,7	242,0
set.	4.271,4	1.442,5	67,8	1.343,7	16,7	484,9	19,6	896,2	1.256,9	297,1	715,5	244,4
ott.	4.346,3	1.444,4	69,7	1.383,8	16,9	498,5	22,3	910,7	1.227,8	296,9	692,6	238,3
nov. ^(p)	4.471,0	1.454,1	71,2	1.467,3	17,4	518,0	24,4	918,7	1.249,7	310,7	698,1	240,9
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
2° trim.	128,9	46,2	-1,8	11,6	-1,0	21,9	1,6	50,3	14,5	5,0	25,2	-15,7
2005 lug.	9,6	8,3	0,1	-2,3	0,4	-1,6	1,0	3,7	-0,1	3,9	-8,3	4,3
ago.	7,0	-2,1	0,1	-8,7	0,2	-2,5	0,6	19,5	-1,9	0,1	-1,8	-0,3
set.	-14,0	-1,2	0,0	-9,8	0,4	0,0	-0,8	-2,5	8,1	-2,9	11,7	-0,7
ott.	49,0	3,1	1,7	14,8	0,3	13,3	2,6	13,2	2,4	0,2	8,4	-6,3
nov. ^(p)	74,4	7,8	0,9	42,7	-0,1	15,1	1,8	6,2	20,1	13,1	1,6	5,3
Variazioni percentuali												
2003 dic.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 dic.	10,2	12,2	8,4	3,3	7,7	8,4	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 mar.	9,3	9,1	14,1	3,9	-4,1	11,1	-4,6	19,1	7,3	1,9	4,0	26,4
giu.	10,2	11,4	8,1	1,4	-9,9	12,7	4,2	24,2	6,1	1,4	6,5	11,6
2005 lug.	9,2	10,5	9,4	1,5	-6,7	12,2	15,9	19,7	6,2	3,5	6,7	8,6
ago.	8,9	9,9	7,3	0,9	-2,9	11,7	20,9	19,9	6,7	3,9	8,0	6,3
set.	8,3	9,1	5,8	-0,1	2,9	12,3	10,3	20,3	9,1	4,7	10,1	12,4
ott.	8,6	7,7	8,3	1,6	-19,2	14,7	22,5	19,8	8,8	4,7	10,9	8,2
nov. ^(p)	9,3	7,5	8,9	4,4	-14,2	16,6	31,1	16,9	6,9	7,1	9,1	0,6

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	-7,2	-2,8	-0,3	-4,1
2004	-3,2	-1,3	-0,7	-1,3	-3,4	-0,3	-0,1	-3,0	-6,7	-2,3	-0,3	-4,1
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
2° trim.	-0,8	-0,3	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-0,8	-0,1	-0,8
2005 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.	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1
set.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,2
ott.	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,2
nov. ^(p)	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,2	0,0	-0,4

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	-17,5	-8,8	-1,3	-7,4	-1,1	-0,3	-0,7
2004	-16,1	-8,8	-0,8	-6,5	-1,6	-0,5	-1,1
2005 1° trim.	-5,1	-2,5	-0,7	-1,9	-0,3	-0,1	-0,3
2° trim.	-3,8	-1,9	-0,2	-1,8	-0,3	0,0	-0,3
2005 lug.	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
ago.	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0
set.	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
ott.	-1,4	-1,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
nov. ^(p)	-0,5	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2° trim.	17,2	2,9	0,2	7,8	0,2	1,6	0,1	4,4	9,8	0,9	4,3	4,6
2005 lug.	-3,1	-0,1	0,0	-3,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	5,0	1,0	2,4	1,6
ago.	1,0	0,2	0,1	0,9	0,0	0,1	0,1	-0,5	2,3	0,2	1,0	1,0
set.	-1,0	0,1	0,1	-1,5	0,0	0,2	-0,1	0,3	6,9	0,6	3,5	2,7
ott.	-3,1	-0,6	-0,1	-1,4	0,0	-0,4	0,1	-0,7	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
nov. ^(p)	4,7	-0,6	0,0	0,7	0,5	0,0	0,0	4,0	7,6	1,0	3,4	3,2

Fonte: BCE.

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

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

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

1. Depositi

	IFM ²⁾							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute				Tutte le valute	Euro ³⁾	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Residenti dell'area dell'euro														
2003	4.364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6.409,9	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004	4.709,0	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.	4.793,3	90,9	9,1	5,5	0,4	1,4	1,1	7.056,2	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
3° trim. ^(p)	4.791,3	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.122,2	96,7	3,3	2,0	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.	2.034,1	45,8	54,2	36,0	2,4	3,1	9,5	750,8	52,5	47,5	30,6	1,5	2,3	9,9
3° trim. ^(p)	2.109,8	46,7	53,3	35,0	2,5	3,0	9,5	795,1	52,3	47,7	30,6	1,8	2,2	10,0

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.	3.942,7	82,4	17,6	9,0	1,8	1,9	3,0
3° trim. ^(p)	3.994,0	81,8	18,2	9,2	1,9	1,9	3,1

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	-	-	-	-	-	8.367,5	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.	4.529,4	-	-	-	-	-	8.726,9	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
3° trim. ^(p)	4.551,4	-	-	-	-	-	8.883,1	96,3	3,7	1,7	0,2	1,2	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	632,5	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.	1.582,4	49,3	50,7	31,0	4,2	2,0	9,0	710,1	41,0	59,0	43,1	1,1	4,4	7,2
3° trim. ^(p)	1.638,7	49,3	50,7	30,1	4,3	2,0	9,6	736,9	39,8	60,2	43,0	1,6	3,9	8,3

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.	1.503,5	95,5	4,5	2,1	0,3	0,4	1,5	1.890,8	98,2	1,8	1,0	0,4	0,1	0,3
3° trim. ^(p)	1.510,3	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.864,9	98,1	1,9	1,0	0,4	0,1	0,4
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.	397,4	47,9	52,1	30,3	0,8	0,5	17,8	477,3	41,1	58,9	34,0	7,9	0,8	9,9
3° trim. ^(p)	404,9	49,6	50,4	29,1	0,8	0,5	17,1	491,3	40,2	59,8	35,4	7,3	0,8	10,6

Fonte: BCE.

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

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

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
2004 2° trim.	3.631,6	263,7	1.540,5	75,7	1.464,7	1.206,9	299,8	151,0	169,7
3° trim.	3.652,8	265,6	1.585,6	78,5	1.507,1	1.179,2	302,5	155,5	164,3
4° trim.	3.790,0	259,4	1.617,6	78,1	1.539,5	1.250,5	317,3	158,6	186,7
2005 1° trim.	4.013,0	286,9	1.687,3	79,2	1.608,1	1.324,7	342,4	163,3	208,5
2° trim.	4.263,4	294,9	1.778,7	91,3	1.687,4	1.404,9	379,1	167,7	238,1
3° trim. ^(p)	4.572,2	301,4	1.856,0	100,7	1.755,2	1.556,6	417,0	170,4	270,8

2. Passività

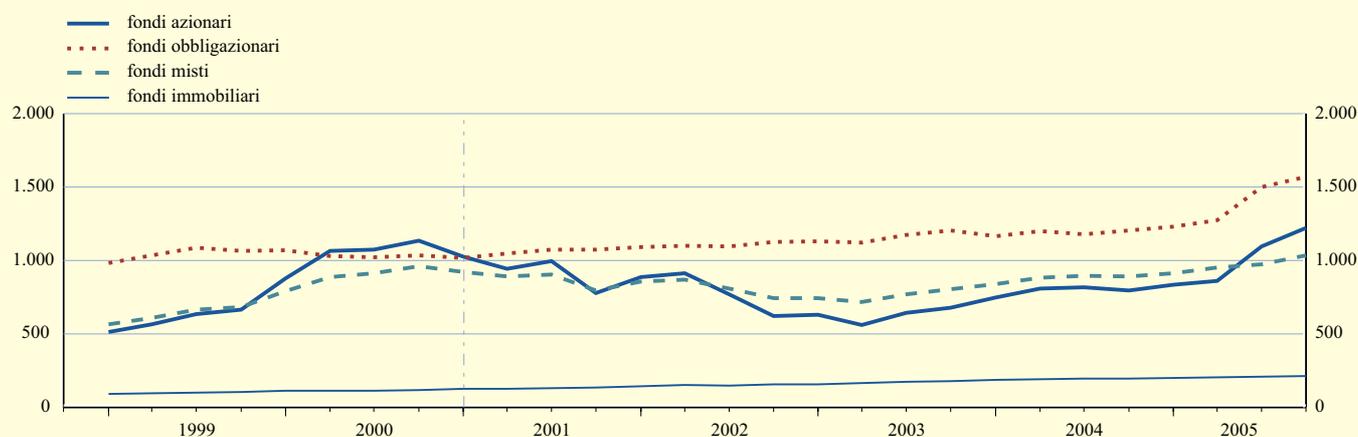
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
4° trim.	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 1° trim.	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
2° trim.	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
3° trim. ^(p)	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

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

	Totale 1	Per strategia di investimento				Per tipologia di investitore		
		Fondi azionari 2	Fondi obbligazionari 3	Fondi misti 4	Fondi immobiliari 5	Altri fondi 6	Fondi aperti al pubblico 7	Fondi riservati a speciali categorie di investitori 8
2004 2° trim.	3.631,6	814,5	1.178,1	893,6	193,5	552,0	2.669,4	962,2
3° trim.	3.652,8	796,8	1.204,8	889,1	196,4	565,8	2.686,6	966,2
4° trim.	3.790,0	834,3	1.229,8	912,0	196,9	617,0	2.795,5	994,4
2005 1° trim.	4.013,0	861,9	1.274,8	951,7	201,2	723,4	2.981,1	1.032,0
2° trim.	4.263,4	1.094,4	1.498,4	974,6	207,2	488,8	3.179,6	1.083,8
3° trim. ^(p)	4.572,2	1.221,8	1.568,9	1.032,2	211,8	537,6	3.448,0	1.124,2

FI2 Attività totali dei fondi di investimento

(miliardi di euro)



Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

1. Fondi distinti per strategia di investimento

	Totale	Depositi	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
			Totale	fino a 1 anno	oltre 1 anno				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Fondi azionari									
2004 2° trim.	814,5	33,9	34,0	3,5	30,5	692,1	27,2	-	27,2
3° trim.	796,8	33,9	35,5	4,0	31,5	673,3	27,0	-	27,1
4° trim.	834,3	30,8	36,7	4,0	32,6	705,8	30,2	-	30,8
2005 1° trim.	861,9	33,7	36,7	4,0	32,7	729,8	31,3	-	30,5
2° trim.	1.094,4	44,8	41,2	4,5	36,8	936,6	37,9	-	33,9
3° trim. ^(p)	1.221,8	48,0	42,8	4,9	37,9	1.045,1	50,2	-	35,8
Fondi obbligazionari									
2004 2° trim.	1.178,1	85,2	979,7	39,5	940,2	35,5	23,5	-	54,2
3° trim.	1.204,8	87,0	1.003,8	42,1	961,8	34,4	25,2	-	54,4
4° trim.	1.229,8	83,7	1.016,9	43,3	973,6	39,9	25,1	-	64,2
2005 1° trim.	1.274,8	97,5	1.042,1	44,7	997,4	39,4	28,1	-	67,7
2° trim.	1.498,4	110,2	1.225,8	58,4	1.167,4	38,4	32,6	-	91,3
3° trim. ^(p)	1.568,9	110,0	1.285,7	67,0	1.218,7	38,4	35,0	-	99,8
Fondi misti									
2004 2° trim.	893,6	56,3	366,1	24,0	342,1	300,3	123,7	0,3	46,8
3° trim.	889,1	56,3	374,5	23,7	350,8	291,2	124,4	0,3	42,4
4° trim.	912,0	54,5	374,7	21,7	353,0	304,1	131,0	0,3	47,4
2005 1° trim.	951,7	60,4	387,6	22,4	365,2	314,1	134,8	0,2	54,7
2° trim.	974,6	64,9	417,3	21,2	396,2	276,6	146,5	0,2	69,0
3° trim. ^(p)	1.032,2	66,3	425,1	21,6	403,5	300,0	160,2	0,2	80,4
Fondi immobiliari									
2004 2° trim.	193,5	16,1	9,2	0,7	8,6	0,7	8,3	149,8	9,3
3° trim.	196,4	15,5	9,2	0,7	8,5	0,8	8,1	154,1	8,7
4° trim.	196,9	15,7	7,6	0,7	6,9	1,0	7,5	156,4	8,7
2005 1° trim.	201,2	14,3	8,4	0,7	7,7	1,1	7,5	160,9	9,0
2° trim.	207,2	14,0	8,2	0,8	7,5	1,1	7,6	167,2	9,0
3° trim. ^(p)	211,8	15,2	8,7	1,2	7,6	1,3	8,1	169,8	8,7

2. Fondi distinti per tipologia di investitore

	Totale	Depositi	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi d'investimento	Capitale fisso	Altre attività
Fondi aperti al pubblico							
2004 2° trim.	2.669,4	217,6	1.018,3	958,4	227,2	129,7	118,2
3° trim.	2.686,6	221,5	1.049,0	939,5	229,6	133,5	113,6
4° trim.	2.795,5	217,3	1.072,4	1.000,1	239,2	137,6	128,9
2005 1° trim.	2.981,1	241,3	1.129,5	1.058,7	259,5	141,2	150,7
2° trim.	3.179,6	247,2	1.202,2	1.124,9	284,0	144,9	176,3
3° trim. ^(p)	3.448,0	250,8	1.256,1	1.257,8	320,9	145,2	217,3
Fondi riservati a speciali categorie di investitori							
2004 2° trim.	962,2	46,1	522,2	248,5	72,6	21,3	51,5
3° trim.	966,2	44,1	536,6	239,7	72,9	22,0	50,8
4° trim.	994,4	42,0	545,2	250,3	78,1	21,0	57,8
2005 1° trim.	1.032,0	45,5	557,7	266,0	82,9	22,0	57,8
2° trim.	1.083,8	47,6	576,5	280,0	95,1	22,8	61,8
3° trim. ^(p)	1.124,2	50,6	599,9	298,9	96,2	25,2	53,4

Fonte: BCE.

CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI

3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Banconote, monete e depositi										Per memoria: depositi dei settori non bancari presso banche al di fuori dell'area dell'euro
	Totale	Banconote e monete	Depositi dei settori non finanziari diversi dalle Amministrazioni centrali presso le IFM dell'area dell'euro					Depositi delle Ammi- nistrizioni 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											
2004 1° trim.	15.701,6	5.920,1	350,8	5.180,6	2.020,6	1.545,0	1.533,9	81,2	183,8	204,8	396,9
2° trim.	15.963,4	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	397,2
3° trim.	16.026,8	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	394,9
4° trim.	16.361,8	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,7	385,4
2005 1° trim.	16.670,2	6.257,7	408,4	5.433,3	2.174,8	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	429,8
2° trim.	17.136,0	6.424,3	430,8	5.550,7	2.449,1	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,3	446,0
Transazioni											
2004 1° trim.	146,5	27,8	-1,6	-5,0	-7,6	-15,8	22,4	-3,9	28,1	6,3	44,4
2° trim.	295,2	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-0,2
3° trim.	118,5	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	1,7
4° trim.	152,0	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,7	2,0
2005 1° trim.	154,1	15,4	-5,2	-3,5	7,9	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	37,7
2° trim.	298,1	160,2	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,8	5,5
Variazioni percentuali											
2004 1° trim.	4,4	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	8,0	26,2
2° trim.	4,7	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	21,9
3° trim.	4,6	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	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	13,8
2005 1° trim.	4,6	6,0	16,4	5,2	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	10,4
2° trim.	4,5	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	11,8
Titoli non azionari											
			Azioni ²⁾					Riserve tecniche di assicurazione			
	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Totale	Diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione	Riserve premi e riserve sinistri	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Consistenze											
2004 1° trim.	1.894,8	157,0	1.737,8	3.917,4	1.957,7	1.959,7	419,6	3.969,3	3.595,4	373,9	
2° trim.	1.918,4	174,2	1.744,2	3.967,6	2.014,3	1.953,3	423,1	4.020,4	3.642,0	378,4	
3° trim.	1.931,5	172,8	1.758,7	3.926,8	1.977,7	1.949,2	423,7	4.086,5	3.704,4	382,2	
4° trim.	1.904,7	160,5	1.744,2	4.056,2	2.094,3	1.961,9	406,6	4.159,2	3.774,6	384,6	
2005 1° trim.	1.938,4	161,6	1.776,8	4.204,1	2.191,6	2.012,5	414,9	4.270,1	3.876,6	393,5	
2° trim.	2.016,1	167,9	1.848,2	4.321,9	2.250,2	2.071,7	416,2	4.373,7	3.976,7	397,0	
Transazioni											
2004 1° trim.	13,1	8,5	4,6	37,4	6,7	30,8	15,1	68,2	58,6	9,6	
2° trim.	40,2	17,5	22,6	58,2	56,5	1,7	-0,4	57,7	53,2	4,4	
3° trim.	16,1	0,1	16,0	10,9	7,1	3,8	-2,0	62,1	58,3	3,8	
4° trim.	-21,2	-16,1	-5,2	-56,2	-45,1	-11,0	-15,5	60,9	58,4	2,5	
2005 1° trim.	33,9	-0,2	34,1	31,1	-0,3	31,4	8,8	73,7	64,8	8,9	
2° trim.	50,6	5,3	45,3	25,8	2,5	23,2	5,2	61,6	57,8	3,8	
Variazioni percentuali											
2004 1° trim.	-1,2	-1,9	-1,1	3,6	1,8	5,1	3,0	6,6	6,7	5,3	
2° trim.	2,5	15,9	1,3	3,3	3,6	3,0	1,8	6,3	6,4	5,1	
3° trim.	2,6	10,2	1,9	2,4	2,8	2,0	0,7	6,2	6,4	5,0	
4° trim.	2,6	6,9	2,2	1,3	1,3	1,3	-0,7	6,4	6,5	5,6	
2005 1° trim.	3,6	0,8	3,9	1,1	0,9	1,3	-2,2	6,4	6,5	5,2	
2° trim.	4,1	-6,3	5,2	0,3	-1,8	2,4	-0,8	6,4	6,6	5,0	

Fonte: BCE.

- 1) Comprende i depositi presso le Amministrazioni centrali (S1311 nel SEC 95) dell'area dell'euro, altri intermediari finanziari (S123 nel SEC 95) e società di assicurazione e fondi pensione (S125 nel SEC 95).
- 2) Escluse le azioni non quotate.

3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari

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

	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro												Per memoria: prestiti concessi da banche al di fuori dell'area dell'euro ai settori non bancari
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie 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													
2004 1° trim.	17.078,1	8.570,8	7.463,0	938,9	86,1	852,8	3.693,0	1.178,2	2.514,8	3.938,9	280,1	3.658,8	338,5
2° trim.	17.275,4	8.714,2	7.593,6	932,8	91,5	841,3	3.736,5	1.187,8	2.548,7	4.044,9	291,9	3.753,0	289,3
3° trim.	17.388,4	8.795,1	7.671,3	928,5	90,1	838,4	3.740,4	1.171,5	2.568,9	4.126,1	289,5	3.836,6	284,2
4° trim.	17.755,2	8.919,0	7.794,7	927,9	80,9	847,0	3.781,8	1.193,6	2.588,2	4.209,4	294,6	3.914,8	290,6
2005 1° trim.	18.121,0	9.008,9	7.878,6	924,3	77,5	846,8	3.812,5	1.192,7	2.619,8	4.272,1	294,6	3.977,5	332,8
2° trim.	18.636,0	9.214,5	8.103,4	923,8	82,4	841,5	3.905,3	1.240,6	2.664,7	4.385,3	305,1	4.080,3	359,8
Transazioni													
2004 1° trim.	205,5	51,5	74,3	3,9	3,9	0,0	-8,8	-3,7	-5,1	56,4	-4,3	60,7	66,7
2° trim.	266,1	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,6	69,8	16,7	53,0	89,6	8,6	81,1	-2,9
3° trim.	153,9	78,5	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,0	-16,8	16,8	83,8	-1,9	85,7	-1,9
4° trim.	114,7	141,7	139,6	1,8	-9,2	11,0	56,0	24,8	31,2	83,9	6,3	77,6	15,8
2005 1° trim.	232,6	89,6	87,9	-4,3	-3,4	-0,9	28,9	5,4	23,5	65,1	1,0	64,1	35,2
2° trim.	315,3	195,1	185,8	-1,1	4,9	-5,9	86,3	38,9	47,4	109,9	10,4	99,4	18,3
Variazioni percentuali													
2004 1° trim.	4,4	4,5	4,7	1,7	25,6	-0,4	2,0	-1,6	3,8	7,6	-0,8	8,3	35,4
2° trim.	4,4	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,7	2,4	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,7	33,6
3° trim.	4,5	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	3,9	8,3	1,9	8,8	22,0
4° trim.	4,4	4,9	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,0	8,5	29,2
2005 1° trim.	4,5	5,4	6,0	-1,8	-10,0	-1,0	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	13,7
2° trim.	4,7	5,8	6,6	-0,9	-10,0	0,0	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,7	23,3
Titoli non azionari emessi da:													
	Totale	Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Azioni quotate emesse da società non finanziarie	Depositi presso le Ammini- strazioni centrali	Riserve dei fondi pensione di società non finanziarie			
		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
Consistenze													
2004 1° trim.	5.193,5	4.566,5	594,7	3.971,9	627,0	214,3	412,7	2.834,5	189,0	290,3			
2° trim.	5.242,9	4.599,4	618,5	3.980,9	643,5	228,3	415,2	2.843,1	181,9	293,4			
3° trim.	5.338,8	4.688,3	620,1	4.068,2	650,4	224,7	425,8	2.763,8	194,0	296,6			
4° trim.	5.342,4	4.698,1	587,6	4.110,5	644,3	216,4	427,9	2.980,4	213,5	299,9			
2005 1° trim.	5.459,1	4.802,6	597,0	4.205,6	656,5	231,7	424,8	3.138,4	212,0	302,7			
2° trim.	5.660,3	4.992,6	618,0	4.374,6	667,7	237,0	430,7	3.240,5	214,7	306,0			
Transazioni													
2004 1° trim.	140,6	145,3	40,1	105,2	-4,7	14,0	-18,7	3,0	7,3	3,0			
2° trim.	118,1	98,4	23,3	75,1	19,7	14,1	5,6	1,8	-7,1	3,1			
3° trim.	53,2	45,0	3,4	41,6	8,1	-2,6	10,8	6,8	12,1	3,2			
4° trim.	-52,7	-44,2	-32,7	-11,6	-8,5	-7,5	-1,0	2,3	19,4	4,0			
2005 1° trim.	135,8	119,8	7,9	111,9	16,0	16,7	-0,8	4,7	-0,2	2,8			
2° trim.	115,6	110,6	22,2	88,4	5,0	4,8	0,2	-1,4	2,6	3,4			
Variazioni percentuali													
2004 1° trim.	5,5	5,6	10,4	4,9	4,8	13,8	0,8	1,0	7,5	4,9			
2° trim.	5,4	5,7	7,2	5,5	3,5	15,9	-2,1	0,4	4,8	4,8			
3° trim.	5,7	5,8	9,0	5,3	5,2	12,9	1,5	0,5	11,3	4,8			
4° trim.	5,2	5,6	6,2	5,5	2,3	9,1	-0,8	0,5	17,5	4,7			
2005 1° trim.	4,9	4,8	0,3	5,5	5,6	9,7	3,5	0,6	12,8	4,5			
2° trim.	4,8	5,0	0,1	5,8	3,2	5,0	2,2	0,4	18,7	4,6			

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											
2004 1° trim.	4.017,2	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	354,2	63,5	290,7	1.607,6	64,7	1.543,0
2° trim.	4.038,2	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	347,6	61,8	285,8	1.612,8	65,7	1.547,1
3° trim.	4.100,9	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	353,2	64,6	288,6	1.656,5	65,3	1.591,1
4° trim.	4.195,6	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	332,7	57,4	275,3	1.715,4	66,0	1.649,4
2005 1° trim.	4.329,2	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	335,1	59,3	275,9	1.765,7	66,2	1.699,5
2° trim.	4.454,6	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	324,5	57,6	266,9	1.832,2	67,2	1.765,0
	Transazioni											
2004 1° trim.	80,2	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	1,2	1,9	-0,8	47,2	1,0	46,2
2° trim.	30,4	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,6	-1,7	-4,9	26,2	1,0	25,3
3° trim.	54,8	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,6	2,8	2,7	28,3	-0,5	28,8
4° trim.	51,6	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-20,6	-7,3	-13,3	50,3	0,5	49,8
2005 1° trim.	94,9	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	0,2	1,9	-1,7	52,2	-0,1	52,2
2° trim.	50,1	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-10,8	-1,7	-9,2	39,0	0,1	38,9
	Variazioni percentuali											
2004 1° trim.	7,1	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	3,3	6,8	2,5	10,5	8,2	10,6
2° trim.	6,1	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,6	0,3	0,6	10,4	4,4	10,6
3° trim.	6,6	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	2,1	7,4	1,0	10,2	1,6	10,5
4° trim.	5,6	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,8	-6,9	-5,6	9,8	3,2	10,1
2005 1° trim.	5,8	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-6,0	-6,8	-5,9	9,8	1,4	10,1
2° trim.	6,2	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-7,4	-6,9	-7,5	10,5	0,0	11,0

	Principali attività finanziarie					Principali passività							
	Totale	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		
		Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote e partecipazioni in 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												
2004 1° trim.	1.363,7	657,2	706,5	66,0	134,4	4.176,3	84,5	46,3	23,8	191,5	3.876,5	3.292,5	584,0
2° trim.	1.376,7	661,9	714,8	65,8	135,6	4.232,5	89,0	53,7	24,4	193,9	3.925,1	3.335,8	589,3
3° trim.	1.380,0	656,6	723,5	65,1	137,7	4.292,2	90,7	52,5	23,1	186,4	3.992,0	3.396,3	595,7
4° trim.	1.425,5	687,6	737,8	70,3	138,8	4.370,9	79,5	48,6	23,8	207,9	4.059,8	3.461,9	597,9
2005 1° trim.	1.488,9	715,0	773,9	70,3	142,4	4.512,3	90,0	58,2	23,7	220,3	4.178,3	3.564,1	614,2
2° trim.	1.557,6	745,6	812,0	90,4	144,6	4.626,7	92,7	63,8	23,9	223,7	4.286,4	3.674,2	612,2
	Transazioni												
2004 1° trim.	13,5	-3,8	17,3	-0,9	3,7	79,1	9,2	10,8	0,6	0,8	68,5	55,2	13,3
2° trim.	2,4	-3,2	5,6	-0,5	1,2	60,1	4,2	7,0	0,6	0,1	55,3	50,0	5,2
3° trim.	10,5	5,2	5,4	-0,6	2,2	63,3	1,7	-1,1	-1,2	2,1	60,7	55,2	5,5
4° trim.	10,7	3,4	7,3	5,3	1,2	43,4	-10,9	-3,6	0,5	0,1	53,7	50,3	3,3
2005 1° trim.	26,5	6,4	20,1	0,1	3,5	84,0	9,6	8,6	0,4	0,0	74,0	61,2	12,8
2° trim.	21,3	1,9	19,3	6,8	2,8	63,7	2,7	5,5	0,1	0,5	60,3	56,0	4,3
	Variazioni percentuali												
2004 1° trim.	6,0	3,3	8,4	6,7	0,1	6,7	8,5	8,5	27,1	8,3	6,5	6,8	4,9
2° trim.	3,8	1,0	6,5	-2,0	-0,5	6,1	3,3	18,8	25,7	3,5	6,2	6,5	4,5
3° trim.	3,9	1,1	6,6	3,7	-0,1	6,1	6,1	17,5	12,4	4,7	6,2	6,5	4,4
4° trim.	2,8	0,3	5,3	5,0	6,3	6,1	5,6	36,9	2,3	1,6	6,3	6,6	4,8
2005 1° trim.	3,7	1,8	5,4	6,5	6,0	6,0	5,4	23,7	1,3	1,2	6,3	6,6	4,6
2° trim.	5,0	2,6	7,3	17,6	7,1	6,0	3,5	17,6	-0,8	1,4	6,3	6,7	4,4

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
1998	403,1	1.203,4	-823,6	23,2	0,3	2.812,4	10,5	479,9	487,6	516,4	1.050,4	219,6	48,0
1999	444,7	1.293,4	-863,7	14,8	0,2	3.360,5	-0,1	564,8	550,4	797,6	1.155,7	264,3	27,8
2000	492,4	1.396,5	-913,1	17,3	-8,2	3.341,8	-2,2	361,6	343,3	780,7	1.549,6	252,7	56,0
2001	461,8	1.452,1	-973,6	-18,8	2,1	2.893,7	1,7	588,0	574,1	694,5	809,5	257,0	-31,0
2002	407,2	1.442,1	-1.004,8	-31,3	1,1	2.591,5	-0,1	801,9	384,6	521,9	615,5	228,5	39,3
2003	431,5	1.471,3	-1.033,2	-7,1	0,5	2.835,6	-1,5	729,1	584,7	634,5	628,6	241,8	18,3
2004	492,0	1.538,9	-1.069,5	23,0	-0,5	3.087,4	-2,1	962,5	609,2	697,8	543,5	260,3	16,3

	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
1998	497,3	1.299,1	-823,6	21,9	2.718,6	670,8	376,3	514,6	933,3	224,6
1999	509,8	1.352,0	-863,7	21,5	3.295,9	836,9	557,3	760,8	874,1	267,6
2000	527,7	1.419,4	-913,1	21,4	3.307,1	502,7	466,3	874,1	1.205,8	257,9
2001	496,4	1.449,4	-973,6	20,6	2.859,7	616,4	493,8	651,1	822,0	262,2
2002	496,2	1.480,9	-1.004,8	20,1	2.502,8	634,5	450,5	541,0	638,7	232,1
2003	483,9	1.486,1	-1.033,2	31,1	2.783,4	676,7	574,0	590,9	690,2	251,4
2004	550,0	1.592,2	-1.069,5	27,2	3.029,9	1.045,9	638,0	525,7	562,0	262,2

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
1998	184,5	632,5	-468,3	464,7	45,6	16,2	119,3	231,6	145,0	563,1	504,2	13,1	274,5	206,0
1999	207,6	684,0	-489,4	670,8	23,6	80,3	186,3	348,0	108,4	546,5	770,0	46,8	429,1	282,9
2000	310,7	756,1	-522,1	971,7	73,7	68,7	245,2	546,1	83,3	556,7	1.199,1	66,9	615,5	505,0
2001	214,8	784,8	-558,4	671,9	108,4	45,2	185,3	241,1	87,1	585,7	799,5	101,5	382,4	304,1
2002	151,7	765,0	-581,5	443,3	25,1	-15,7	66,5	253,8	90,1	614,6	504,9	18,3	260,2	213,9
2003	150,9	760,0	-598,4	449,5	89,7	-26,3	148,9	206,5	74,6	626,2	525,8	77,9	209,5	224,6
2004	180,9	771,5	-610,1	323,8	85,8	-32,7	88,4	167,1	134,5	702,9	370,2	21,9	157,9	181,5

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
1998	178,8	392,2	-217,2	462,7	93,4	-130,2	277,4	211,9	428,2	604,9	213,7	212,3	3.971,6	15,2
1999	190,3	419,8	-231,3	489,8	122,5	-30,1	201,2	249,7	412,3	587,6	268,2	266,5	4.116,9	14,3
2000	200,4	439,3	-240,3	441,0	67,0	45,3	124,7	246,9	418,9	608,4	223,1	221,1	4.337,4	14,0
2001	187,9	449,7	-257,8	431,1	178,7	92,4	48,8	236,7	440,8	652,6	178,9	177,2	4.630,2	14,1
2002	201,1	461,1	-260,7	483,5	223,0	71,5	5,8	218,5	472,2	695,0	212,8	210,6	4.789,7	14,5
2003	217,8	483,6	-268,2	537,1	207,8	13,4	90,7	240,8	507,0	737,2	248,1	245,9	4.953,9	14,9
2004	245,7	530,5	-287,1	564,3	227,8	76,3	19,3	248,7	522,0	751,8	288,2	285,8	5.112,5	14,7

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

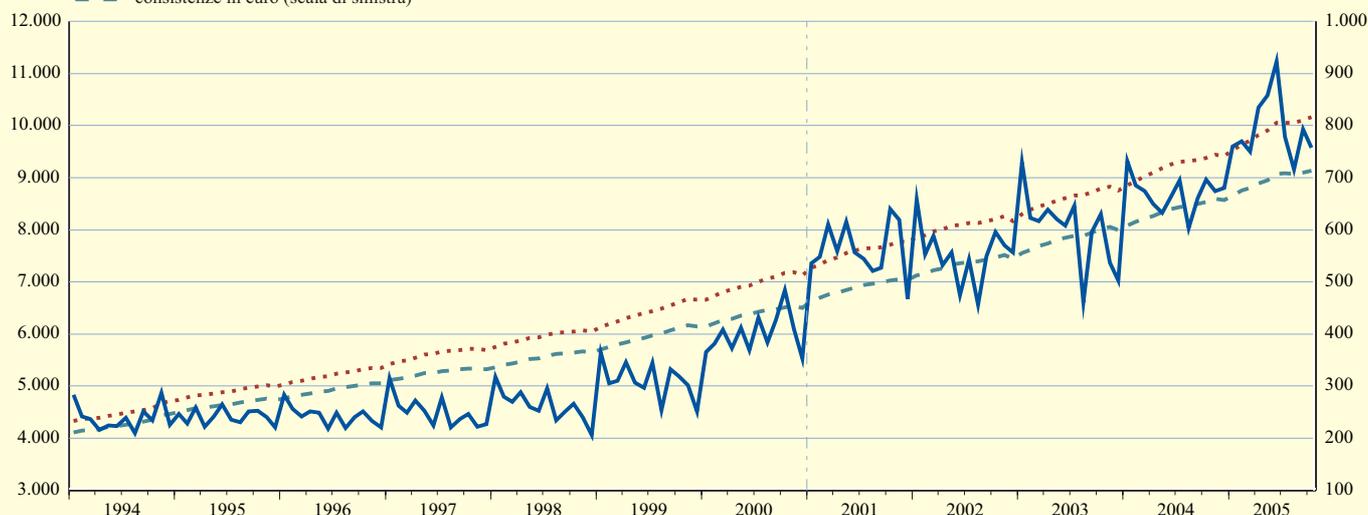
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute					
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2004 ott.	9.937,1	712,2	21,7	8.535,7	652,7	32,5	9.385,3	696,7	42,7	7,0	41,2	7,0
nov.	10.028,3	703,7	84,8	8.597,6	635,9	56,6	9.441,8	674,0	59,5	7,1	62,8	6,9
dic.	10.032,5	706,6	4,8	8.575,8	648,1	-22,0	9.414,6	680,4	-23,2	7,6	76,5	6,9
2005 gen.	10.097,9	763,3	52,8	8.653,6	712,5	74,3	9.527,1	759,6	90,4	7,5	52,5	7,2
feb.	10.217,8	792,7	116,7	8.760,9	726,6	106,7	9.640,7	769,2	116,8	7,8	81,4	7,9
mar.	10.326,1	798,6	107,3	8.806,4	704,4	44,3	9.709,1	750,4	54,5	7,4	35,9	7,6
apr.	10.384,1	835,5	54,6	8.893,1	788,4	86,7	9.820,3	834,9	102,9	7,8	87,8	8,6
mag.	10.449,3	873,1	65,7	8.953,7	818,2	61,6	9.910,8	857,9	66,2	7,5	36,5	8,0
giu.	10.640,5	996,6	189,3	9.076,6	872,9	123,4	10.049,3	922,6	133,1	8,1	136,3	9,2
lug.	10.612,8	788,1	-28,3	9.079,6	737,3	2,8	10.055,9	778,6	5,8	7,6	2,9	8,1
ago.	10.619,4	729,4	0,9	9.071,4	676,6	-11,7	10.056,6	715,8	-3,5	7,4	34,4	7,0
set.	10.714,8	860,3	96,0	9.102,5	751,9	32,7	10.105,8	793,1	41,6	7,3	40,9	7,1
ott.	.	.	.	9.139,2	711,3	36,6	10.160,0	757,2	52,9	7,4	51,5	6,2
A lungo termine												
2004 ott.	9.011,1	174,0	33,8	7.694,1	139,2	17,7	8.440,6	158,0	28,2	7,4	36,6	7,4
nov.	9.087,0	168,7	70,1	7.749,8	138,3	51,9	8.494,8	155,1	61,3	7,6	65,4	7,3
dic.	9.112,1	148,5	24,8	7.766,6	124,6	16,2	8.502,5	136,0	16,2	7,8	62,5	7,3
2005 gen.	9.181,9	198,5	59,8	7.827,9	174,9	57,1	8.589,9	195,0	67,7	8,0	68,3	8,0
feb.	9.297,4	220,5	113,0	7.924,9	180,2	96,8	8.692,8	199,4	105,4	8,2	75,6	8,8
mar.	9.372,3	203,0	74,3	7.975,2	163,4	50,1	8.759,9	183,8	58,0	8,2	47,9	8,7
apr.	9.427,0	182,9	53,1	8.035,8	163,8	60,7	8.839,7	181,7	72,1	8,4	67,9	9,4
mag.	9.497,5	180,5	69,0	8.097,2	151,1	61,6	8.928,1	166,5	67,9	8,0	41,0	8,7
giu.	9.678,9	299,2	177,7	8.241,9	232,1	145,0	9.092,4	254,6	155,1	8,9	142,7	10,6
lug.	9.673,5	154,2	-5,8	8.235,1	130,4	-6,9	9.089,0	145,1	-2,3	8,4	-2,6	8,8
ago.	9.671,4	85,4	-5,1	8.221,1	62,2	-17,6	9.085,6	75,7	-10,1	8,1	21,1	7,4
set.	9.736,1	183,7	65,3	8.259,3	137,3	38,8	9.140,8	156,8	50,2	7,9	43,1	7,3
ott.	.	.	.	8.277,6	136,5	19,0	9.175,5	157,9	31,8	8,0	41,9	6,6

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

(miliardi di euro)

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



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

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

2) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono annualizzati.

4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

1. Consistenze ed emissioni lorde

	Consistenze						Emissioni lorde					
	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	8.751	3.353	665	591	3.923	219	7.209	4.487	245	912	1.479	87
2004	9.415	3.714	735	595	4.120	250	8.049	5.252	222	1.028	1.464	83
2004 4° trim.	9.415	3.714	735	595	4.120	250	2.051	1.434	84	228	284	20
2005 1° trim.	9.709	3.850	755	608	4.238	259	2.279	1.544	50	248	412	25
2° trim.	10.049	3.994	830	619	4.341	266	2.615	1.803	109	281	399	23
3° trim.	10.106	4.045	837	617	4.337	270	2.287	1.649	44	251	323	21
2005 lug.	10.056	4.015	830	618	4.325	268	779	550	14	88	119	7
ago.	10.057	4.031	826	619	4.313	268	716	546	8	81	77	4
set.	10.106	4.045	837	617	4.337	270	793	553	22	82	126	9
ott.	10.160	4.087	852	627	4.321	273	757	531	26	85	108	7
	A breve termine											
2003	861	390	6	94	367	3	5.333	3.698	41	796	768	29
2004	912	447	7	90	362	5	6.147	4.383	44	931	756	33
2004 4° trim.	912	447	7	90	362	5	1.602	1.223	12	205	155	7
2005 1° trim.	949	457	8	105	374	5	1.701	1.262	12	229	188	9
2° trim.	957	462	7	105	377	5	2.013	1.558	11	258	178	8
3° trim.	965	475	7	99	379	5	1.910	1.480	12	234	175	9
2005 lug.	967	475	7	103	376	5	634	490	4	81	56	3
ago.	971	481	7	102	376	5	640	501	4	77	56	3
set.	965	475	7	99	379	5	636	490	4	76	63	3
ott.	985	491	7	102	380	5	599	457	4	75	61	3
	A lungo termine¹⁾											
2003	7.890	2.963	659	497	3.556	216	1.876	788	203	115	711	58
2004	8.502	3.266	728	505	3.758	245	1.902	869	179	97	708	49
2004 4° trim.	8.502	3.266	728	505	3.758	245	449	211	72	24	129	13
2005 1° trim.	8.760	3.393	747	503	3.863	254	578	281	37	19	224	16
2° trim.	9.092	3.531	822	514	3.965	260	603	245	98	24	221	14
3° trim.	9.141	3.570	830	518	3.957	265	378	168	33	17	148	12
2005 lug.	9.089	3.540	822	515	3.949	263	145	60	10	7	63	5
ago.	9.086	3.550	819	517	3.937	262	76	45	4	4	22	1
set.	9.141	3.570	830	518	3.957	265	157	63	19	6	63	6
ott.	9.175	3.597	845	525	3.941	268	158	74	23	10	47	4
	Di cui a lungo termine con tasso fisso											
2003	6.118	1.885	406	422	3.240	165	1.287	415	114	91	626	41
2004	6.380	1.929	416	414	3.436	186	1.193	408	69	61	620	36
2004 4° trim.	6.380	1.929	416	414	3.436	186	259	93	26	15	117	9
2005 1° trim.	6.517	1.968	426	409	3.517	196	387	137	21	15	199	15
2° trim.	6.675	2.004	445	417	3.607	203	343	101	28	15	187	12
3° trim.	6.674	2.015	436	415	3.601	207	235	80	8	8	133	8
2005 lug.	6.651	1.999	440	416	3.590	205	93	24	3	4	59	3
ago.	6.650	2.003	437	416	3.589	205	46	24	2	2	17	1
set.	6.674	2.015	436	415	3.601	207	97	32	3	1	56	4
ott.	6.690	2.031	439	420	3.592	209	104	43	8	7	43	3
	Di cui a lungo termine con tasso variabile											
2003	1.580	959	249	59	262	51	508	337	90	12	53	16
2004	1.869	1.149	309	77	275	59	619	404	109	32	60	14
2004 4° trim.	1.869	1.149	309	77	275	59	175	105	47	7	12	4
2005 1° trim.	1.957	1.212	317	79	291	58	167	129	16	3	17	2
2° trim.	2.115	1.292	374	83	308	57	236	128	70	7	28	2
3° trim.	2.157	1.309	390	86	313	58	118	75	25	6	8	5
2005 lug.	2.129	1.302	379	84	307	57	44	31	7	2	2	1
ago.	2.131	1.301	379	85	309	57	23	17	2	1	2	0
set.	2.157	1.309	390	86	313	58	51	27	15	3	4	3
ott.	2.167	1.314	402	88	304	58	46	26	14	2	3	1

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

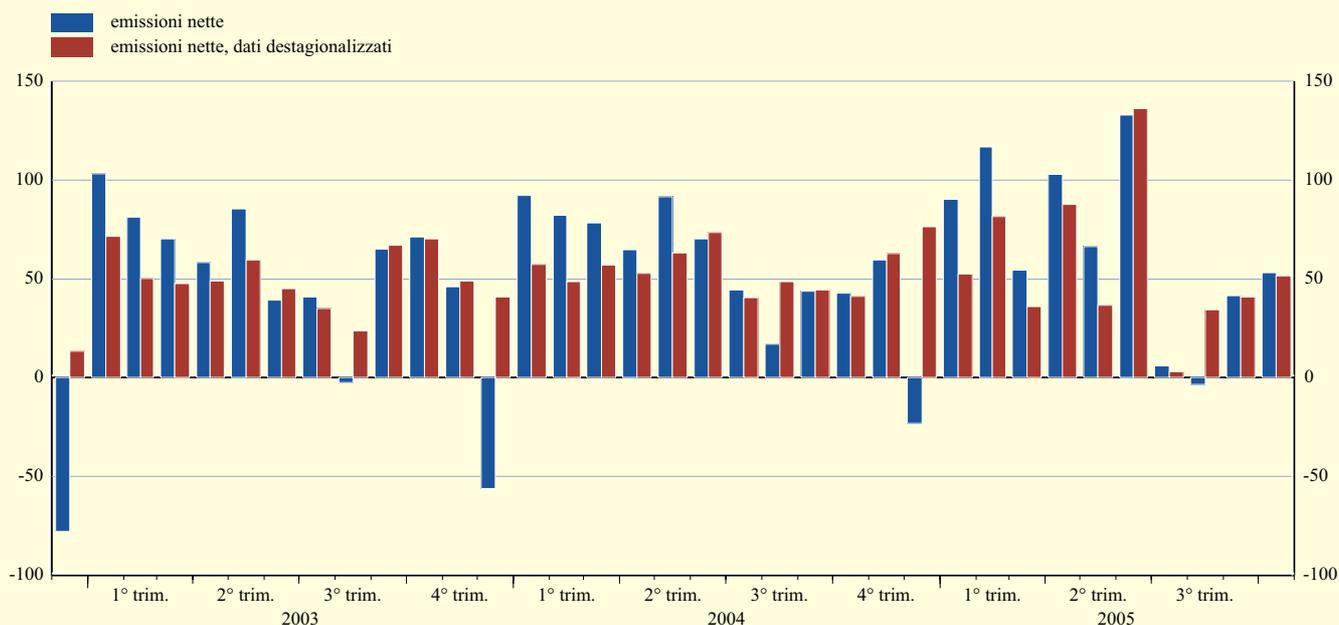
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati						Dati destagionalizzati					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Totale											
2003	602,0	213,5	118,1	53,7	176,7	39,9	607,9	214,9	115,6	53,7	183,4	40,2
2004	663,0	350,9	74,3	8,8	197,6	31,5	667,0	353,6	72,4	8,5	200,8	31,7
2004 4° trim.	79,0	72,3	50,5	-4,5	-47,6	8,4	180,5	100,6	36,5	0,9	34,6	7,9
2005 1° trim.	261,7	114,5	13,2	13,7	111,3	9,0	169,8	72,1	29,3	10,2	50,0	8,3
2° trim.	302,2	118,4	71,0	8,7	98,1	6,0	260,6	122,7	64,0	4,9	63,5	5,5
3° trim.	43,9	37,4	7,8	-0,9	-4,8	4,5	78,2	48,9	13,8	1,0	8,3	6,3
2005 lug.	5,8	19,8	0,1	-0,3	-16,3	2,6	2,9	10,4	-7,0	-4,9	1,1	3,3
ago.	-3,5	10,6	-3,2	0,7	-11,1	-0,5	34,4	28,6	7,1	2,7	-4,9	0,8
set.	41,6	7,0	11,0	-1,3	22,6	2,3	40,9	9,9	13,7	3,1	12,1	2,2
ott.	52,9	41,3	15,2	9,3	-15,4	2,6	51,5	31,7	18,2	7,2	-6,6	1,1
	A lungo termine											
2003	546,3	202,4	118,8	51,2	133,3	40,5	547,4	203,1	116,4	51,2	135,9	40,8
2004	615,7	298,2	72,9	12,4	202,3	29,8	618,8	299,2	71,1	12,3	206,1	30,1
2004 4° trim.	105,7	47,6	49,2	5,2	-5,4	9,1	164,5	74,4	35,3	4,0	41,8	8,9
2005 1° trim.	231,1	111,5	12,8	-1,2	99,3	8,7	191,8	85,3	29,1	3,1	66,8	7,5
2° trim.	295,2	113,1	71,3	8,6	96,0	6,1	251,7	111,2	63,9	3,4	67,3	5,8
3° trim.	37,8	26,9	8,1	5,9	-7,6	4,5	61,6	27,9	14,2	7,8	5,5	6,2
2005 lug.	-2,3	9,0	0,1	1,9	-15,9	2,7	-2,6	1,8	-6,7	-0,9	-0,6	3,8
ago.	-10,1	2,0	-2,6	1,6	-10,7	-0,5	21,1	13,0	7,9	4,1	-4,4	0,5
set.	50,2	15,9	10,6	2,4	19,0	2,3	43,1	13,1	13,0	4,6	10,5	2,0
ott.	31,8	23,6	15,7	6,0	-16,3	2,7	41,9	23,5	18,7	5,2	-6,7	1,2

FI4 Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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

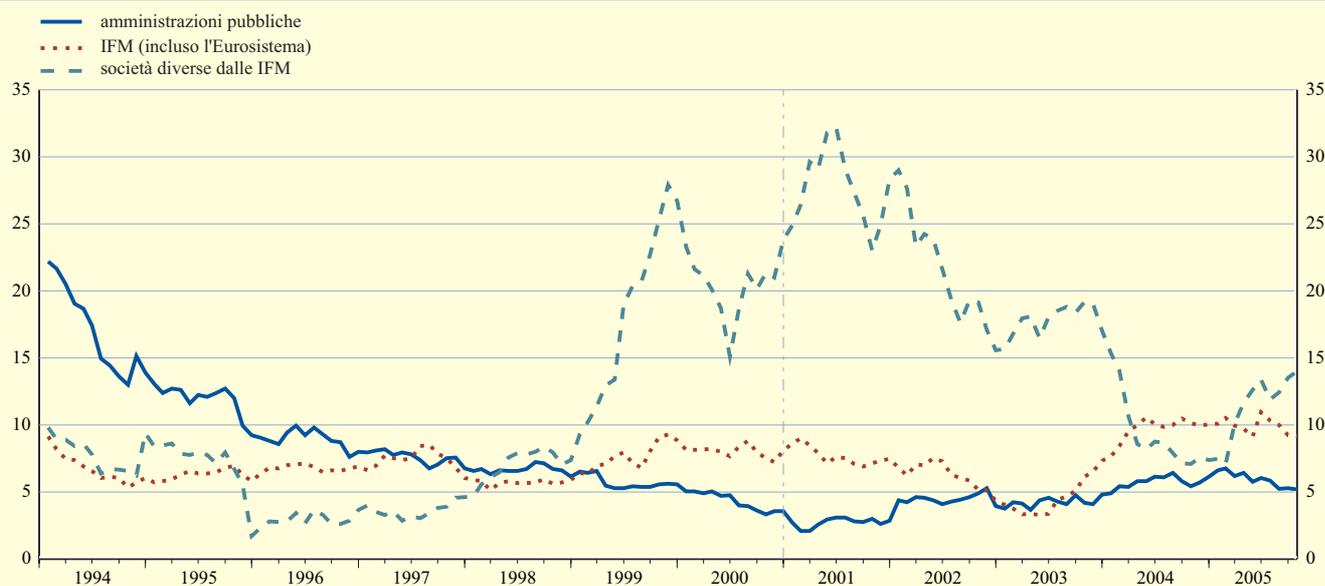


Fonte: BCE.

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

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2004 ott.	7,0	9,8	9,1	3,3	4,5	14,2	7,0	9,4	12,1	4,8	4,3	9,9
nov.	7,1	9,6	10,3	3,3	4,7	14,5	6,9	8,8	17,0	4,1	3,8	13,0
dic.	7,6	10,4	11,2	1,5	5,0	14,4	6,9	10,4	13,3	1,0	3,6	10,7
2005 gen.	7,5	9,8	11,0	2,7	5,1	15,1	7,2	9,4	15,2	0,5	4,4	16,1
feb.	7,8	10,5	11,1	3,0	5,3	13,0	7,9	10,2	15,9	2,7	4,9	15,6
mar.	7,4	9,7	14,4	4,4	4,6	11,9	7,6	9,7	19,9	3,7	4,1	13,7
apr.	7,8	9,9	15,9	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,6	6,1	5,3	15,6
mag.	7,5	9,3	18,4	4,8	4,2	11,7	8,0	9,8	19,8	5,4	4,6	10,5
giu.	8,1	10,5	20,1	3,1	4,6	11,1	9,2	10,6	27,1	5,1	5,5	11,3
lug.	7,6	10,0	18,8	1,5	4,3	12,7	8,1	10,7	22,5	2,5	4,1	9,4
ago.	7,4	10,0	18,9	2,2	3,7	11,8	7,0	9,8	22,2	1,7	2,7	8,3
set.	7,3	9,4	20,6	2,8	3,8	11,5	7,1	9,1	21,5	1,9	3,4	9,3
ott.	7,4	9,4	21,0	3,9	3,6	11,8	6,2	8,4	22,6	1,9	2,0	8,2
	A lungo termine											
2004 ott.	7,4	10,1	9,2	4,4	4,9	13,5	7,4	9,4	12,0	9,4	4,6	9,2
nov.	7,6	9,9	10,4	3,9	5,2	13,5	7,3	8,5	16,8	7,9	4,2	12,1
dic.	7,8	10,0	11,1	2,5	5,7	13,8	7,3	9,7	12,8	6,1	4,2	10,9
2005 gen.	8,0	10,1	10,9	2,9	6,1	14,8	8,0	9,8	14,7	2,8	5,5	16,0
feb.	8,2	10,5	10,9	2,0	6,4	12,6	8,8	10,8	15,4	2,7	6,3	15,6
mar.	8,2	10,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,7	10,2	19,7	2,9	5,9	14,3
apr.	8,4	9,7	15,6	6,2	6,0	12,6	9,4	10,0	19,2	3,1	7,5	16,2
mag.	8,0	9,1	18,3	4,9	5,4	11,7	8,7	9,8	19,6	2,0	6,6	11,3
giu.	8,9	11,0	19,9	4,4	5,7	11,1	10,6	12,2	27,4	2,6	7,2	11,1
lug.	8,4	10,3	18,6	2,7	5,4	13,0	8,8	10,8	22,7	2,7	5,2	10,0
ago.	8,1	10,0	19,0	3,5	4,8	12,1	7,4	9,2	22,8	4,3	3,4	8,8
set.	7,9	9,2	20,7	3,7	4,8	12,0	7,3	8,3	21,8	4,5	3,8	9,7
ott.	8,0	9,2	21,1	4,2	4,7	12,2	6,6	8,3	23,1	5,3	2,0	8,4

F15 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 sui dodici mesi)



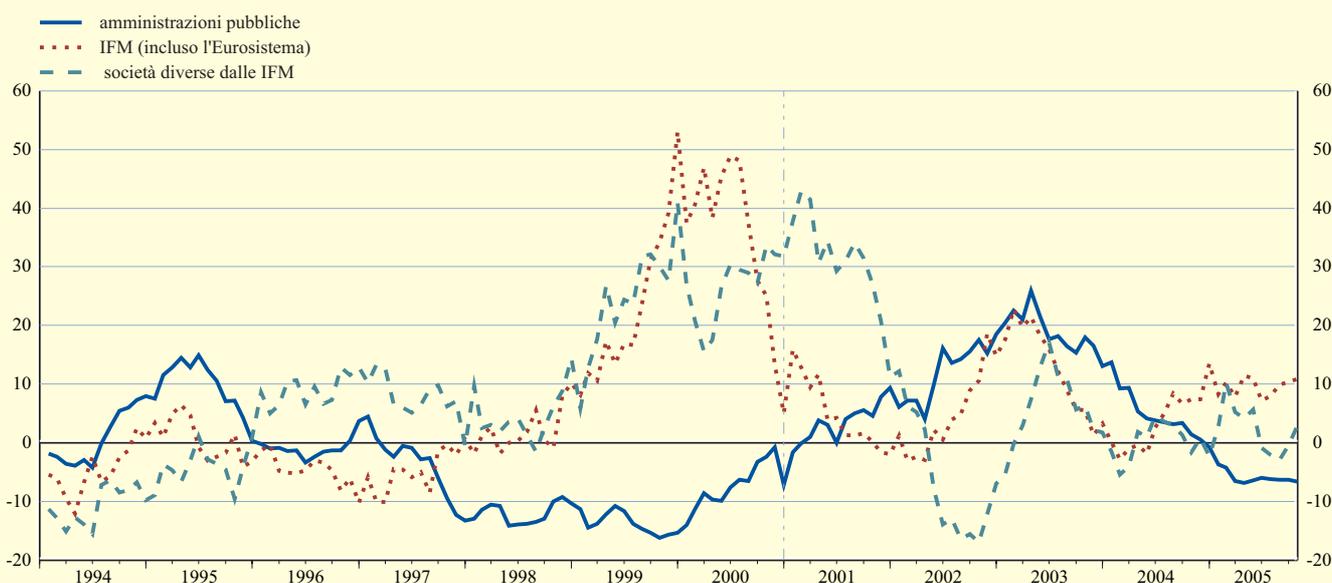
Fonte: BCE.

1) Per il calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (variazioni percentuali)

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2003	5,2	2,2	15,3	12,2	4,4	22,6	8,5	8,3	51,2	-13,4	-9,2	43,2
2004	5,1	3,1	6,4	3,4	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,5	0,6	26,4
2004 4° trim.	4,3	2,4	2,6	0,8	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,7	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	28,4	7,7	12,4
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,2	5,8	14,8	19,4	18,9	34,8	27,2	8,5	3,0
3° trim.	4,5	3,0	6,6	0,5	5,0	15,7	20,6	19,6	38,4	18,2	11,2	1,3
2005 mag.	4,6	2,2	6,2	0,9	5,6	15,1	18,9	17,7	38,0	26,8	7,7	1,5
giu.	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,7	22,0	21,5	39,0	26,9	10,8	0,0
lug.	4,6	3,0	6,3	0,2	5,2	16,5	20,6	20,4	37,1	15,7	10,1	1,8
ago.	4,5	3,1	6,4	0,9	5,0	15,8	19,9	19,1	37,9	16,5	10,1	0,6
set.	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,7	20,5	17,3	41,4	18,9	16,2	3,2
ott.	4,7	4,1	7,0	1,0	4,7	15,4	18,4	15,2	41,6	18,4	11,3	2,1
	Euro											
2003	4,6	0,1	20,5	12,5	4,2	21,3	8,6	7,6	51,2	-8,9	-9,3	43,7
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,8	0,5	25,3
2004 4° trim.	4,0	0,3	6,3	-0,9	5,8	12,5	17,2	19,7	22,8	27,3	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,8	-2,5	6,2	13,7	17,6	18,2	24,0	27,5	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	25,3	8,9	3,7
3° trim.	4,2	1,0	10,2	0,3	4,9	16,1	20,3	18,8	37,9	19,1	11,8	2,2
2005 mag.	4,3	0,1	10,3	0,4	5,6	15,5	18,6	17,0	38,1	24,5	8,1	2,6
giu.	4,5	0,9	11,6	0,5	5,4	15,2	21,9	21,2	38,8	24,8	11,4	1,0
lug.	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,1	20,5	19,8	36,9	16,9	10,6	2,7
ago.	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,3	19,7	18,3	37,7	17,9	10,6	1,4
set.	3,8	1,1	9,9	0,1	4,3	14,9	19,8	15,9	39,6	20,4	16,9	4,0
ott.	4,3	2,1	9,7	1,3	4,6	15,7	17,7	14,0	39,1	19,9	11,8	2,2

Fl6 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente (variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro¹⁾

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

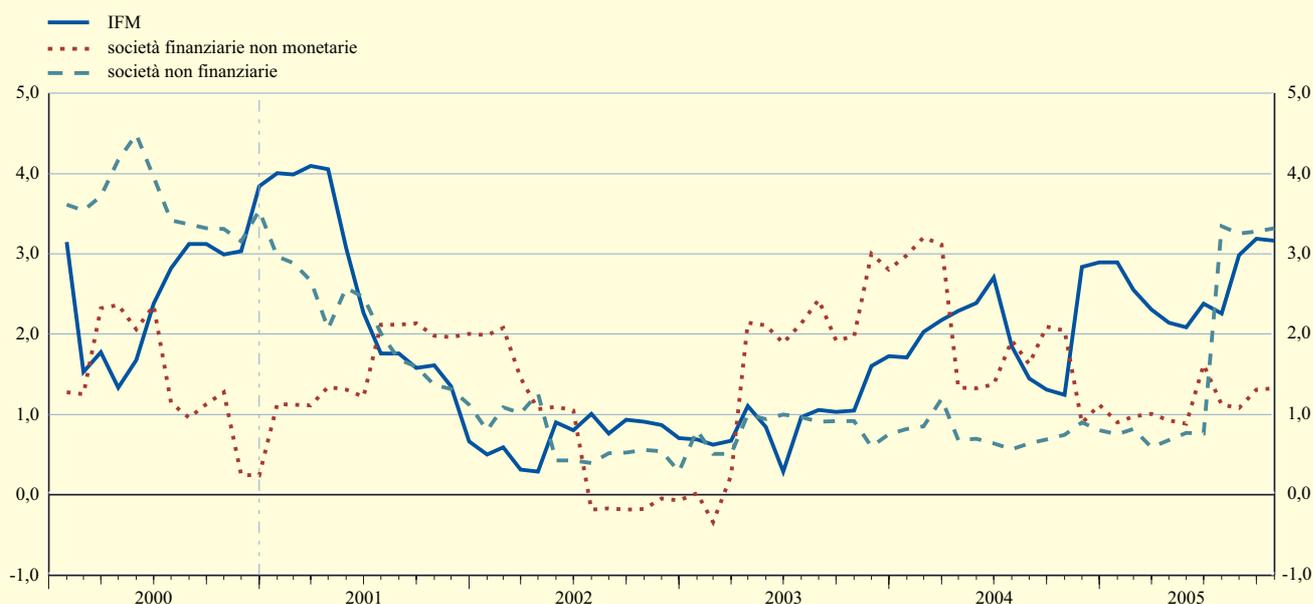
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	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 ott.	3.484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	335,9	2,0	2.612,9	0,9
nov.	3.546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	340,0	3,0	2.657,4	0,6
dic.	3.647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	351,0	2,8	2.726,9	0,8
2004 gen.	3.788,6	101,5	1,2	584,1	1,7	375,1	3,0	2.829,4	0,8
feb.	3.852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	377,1	3,2	2.887,1	0,8
mar.	3.766,5	101,8	1,5	571,9	2,2	357,7	3,1	2.836,9	1,2
apr.	3.748,5	102,0	1,0	579,4	2,3	363,7	1,3	2.805,4	0,7
mag.	3.687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	353,0	1,3	2.766,8	0,7
giu.	3.790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	364,4	1,4	2.843,2	0,6
lug.	3.679,8	102,1	0,9	562,3	1,8	356,2	1,9	2.761,3	0,6
ago.	3.621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	355,3	1,6	2.703,4	0,6
set.	3.707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	364,2	2,1	2.764,1	0,7
ott.	3.787,6	102,2	0,9	598,0	1,2	374,6	2,0	2.815,0	0,7
nov.	3.906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	388,6	0,9	2.894,1	0,9
dic.	4.033,8	102,6	1,2	643,7	2,9	407,7	1,1	2.982,4	0,8
2005 gen.	4.138,0	102,6	1,1	662,6	2,9	414,2	0,9	3.061,3	0,8
feb.	4.254,5	102,7	1,1	681,1	2,6	434,1	1,0	3.139,2	0,8
mar.	4.242,4	102,7	0,9	677,7	2,3	424,0	1,0	3.140,7	0,6
apr.	4.094,7	102,9	0,9	656,0	2,1	403,9	0,9	3.034,8	0,7
mag.	4.272,6	103,0	1,0	678,1	2,1	417,1	0,9	3.177,4	0,8
giu.	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	434,0	1,6	3.249,7	0,8
lug.	4.631,7	105,1	3,0	727,9	2,3	460,1	1,1	3.443,8	3,3
ago.	4.606,4	105,1	3,0	723,4	3,0	450,3	1,1	3.432,7	3,3
sett.	4.818,7	105,2	3,1	764,1	3,2	475,8	1,3	3.578,8	3,3
ott.	4.651,1	105,3	3,1	752,4	3,2	473,0	1,3	3.425,7	3,3

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⁾

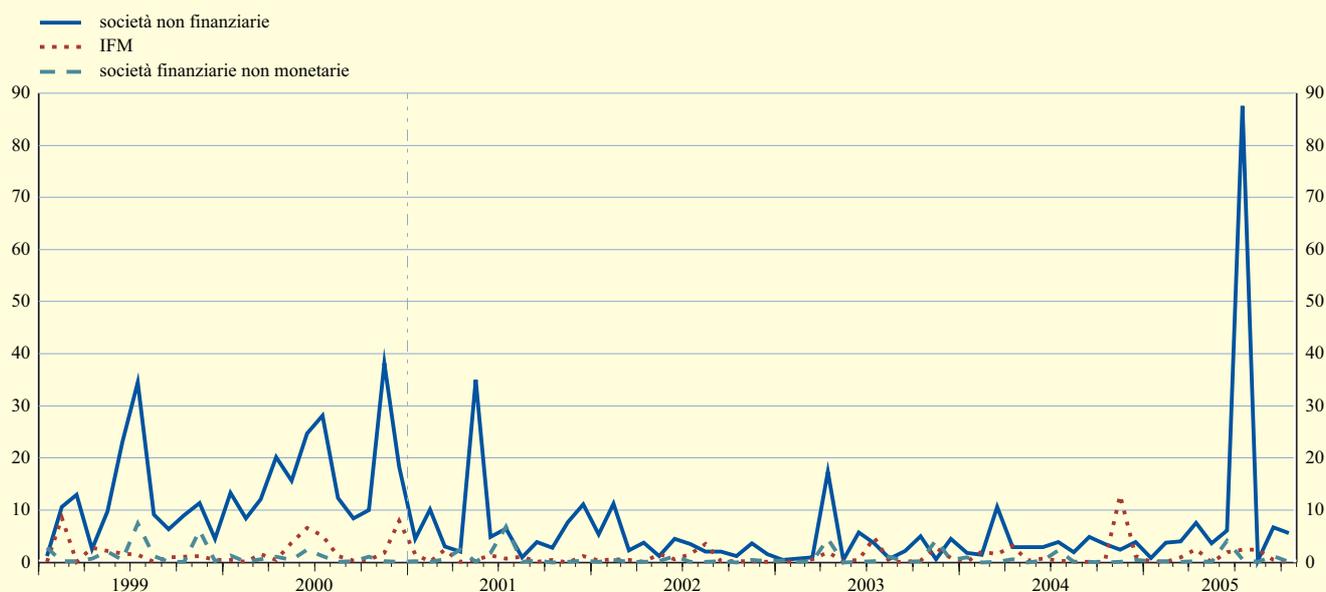
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 ott.	5,5	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,9	1,0
nov.	7,5	5,6	1,9	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,3	-4,6
dic.	5,7	1,4	4,2	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,5	0,5	4,0
2004 gen.	2,9	1,0	1,8	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
feb.	3,5	0,6	2,9	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,3	1,1
mar.	12,1	1,5	10,6	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,6	1,3	9,3
apr.	6,6	0,7	5,8	3,1	0,1	3,1	0,6	0,1	0,5	2,9	0,6	2,3
mag.	3,3	4,2	-0,9	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	4,2	-1,2
giu.	3,9	2,2	1,6	0,7	1,6	-0,9	0,3	0,0	0,2	2,9	0,6	2,3
lug.	6,4	3,9	2,5	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,9	0,0
ago.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,1
set.	5,0	2,3	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,4	3,4
ott.	3,5	0,8	2,8	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,5	0,8	2,7
nov.	15,2	3,5	11,8	12,8	0,3	12,5	0,1	0,0	0,1	2,4	3,1	-0,8
dic.	5,5	2,3	3,2	1,2	0,0	1,2	0,4	0,1	0,3	3,9	2,2	1,7
2005 gen.	1,1	1,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,5	-0,7
feb.	4,0	0,7	3,4	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	3,8	0,6	3,2
mar.	5,0	2,0	3,0	0,9	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	3,9	1,1	2,9
apr.	10,3	2,3	8,1	2,5	0,0	2,5	0,2	0,0	0,2	7,6	2,2	5,3
mag.	3,7	2,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	3,6	2,2	1,4
giu.	12,1	5,4	6,7	1,9	1,0	0,9	4,1	0,7	3,3	6,1	3,6	2,5
lug.	90,5	7,3	83,2	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	87,5	4,4	83,1
ago.	2,8	1,9	0,9	2,5	0,0	2,5	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,8	-1,4
sett.	8,2	1,8	6,5	0,4	0,0	0,4	1,1	0,0	1,1	6,7	1,7	5,0
ott.	5,7	0,8	4,9	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	5,6	0,7	4,9

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			
	1	fino a 1 anno 2	oltre 1 e fino a 2 anni 3	oltre 2 anni 4	fino a 3 mesi 5	oltre 3 mesi 6	7	fino a 1 anno 8	oltre 1 e fino a 2 anni 9	oltre 2 anni 10	
2004 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	2,02	2,21	3,11	2,00
ago.	0,69	1,95	2,07	2,32	2,03	2,31	0,96	2,02	2,22	2,90	2,01
set.	0,69	1,97	2,05	2,04	2,02	2,29	0,96	2,04	2,23	2,97	2,04
ott.	0,69	1,98	2,28	2,16	1,96	2,27	0,97	2,04	2,58	3,44	2,02

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

	Conti correnti attivi ¹⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ³⁾	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno 11	oltre 1 e fino a 5 anni 12	oltre 5 anni 13
		Tasso variabile e fino a 1 anno 2	oltre 1 e fino a 5 anni 3	oltre 5 anni 4		Tasso variabile e fino a 1 anno 6	oltre 1 e fino a 5 anni 7	oltre 5 e fino a 10 anni 8	oltre 10 anni 9				
2004 nov.	9,48	6,89	6,84	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,97	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	6,83	8,33	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	4,00	4,73	4,49
mar.	9,60	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	6,50	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	3,89	4,54	4,29
ago.	9,58	6,99	6,70	8,10	7,99	3,32	3,72	4,00	3,99	3,89	3,80	4,59	4,41
set.	9,61	7,04	6,43	7,94	7,85	3,31	3,68	3,98	3,96	3,82	3,85	4,51	4,25
ott.	9,64	6,82	6,36	7,99	7,75	3,33	3,67	3,99	3,95	3,82	3,89	4,50	4,28

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 2	oltre 1 e fino a 5 anni 3	oltre 5 anni 4	Tasso variabile e fino a 1 anno 5	oltre 1 e fino a 5 anni 6	oltre 5 anni 7
		2004 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	3,29	4,10
feb.	5,30	3,91	4,76	4,36	3,01	3,33	3,81
mar.	5,28	3,90	4,50	4,32	3,02	3,47	4,11
apr.	5,22	3,88	4,51	4,34	3,00	3,53	3,99
mag.	5,14	3,91	4,45	4,24	2,99	3,60	3,80
giu.	5,12	3,87	4,45	4,14	2,92	3,44	3,88
lug.	5,12	3,86	4,40	4,11	2,96	3,57	3,77
ago.	5,04	3,91	4,45	4,13	2,87	3,52	3,81
set.	5,14	3,81	4,36	4,03	2,90	3,39	3,87
ott.	5,10	3,88	4,43	4,01	2,88	3,58	3,80

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)

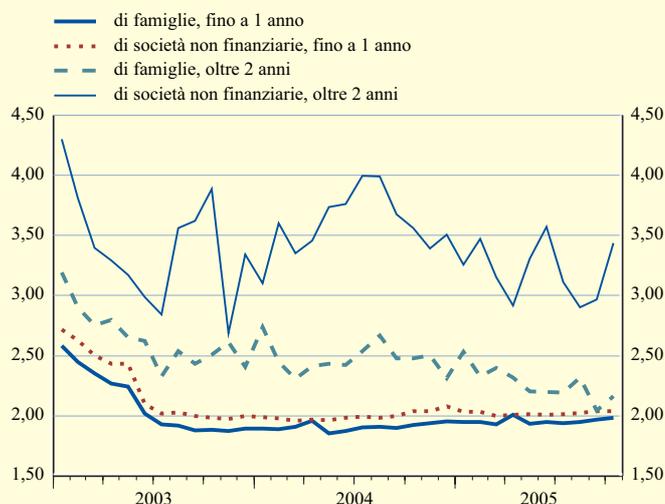
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ¹⁾²⁾		A vista ¹⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
dic.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,77	2,02
2005 gen.	0,74	1,91	3,23	1,98	2,49	0,93	2,12	3,73	2,01
feb.	0,74	1,92	3,26	1,97	2,49	0,93	2,11	3,70	2,00
mar.	0,74	1,92	3,22	1,96	2,47	0,94	2,09	3,71	1,99
apr.	0,74	1,93	3,22	1,95	2,45	0,95	2,10	3,57	1,99
mag.	0,75	1,92	3,19	1,97	2,43	0,95	2,11	3,50	2,00
giu.	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,54	2,01
lug.	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,49	1,98
ago.	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,51	2,00
set.	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,11	3,53	2,01
ott.	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,48	2,03

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 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	7,01	5,80	4,35	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	8,06	7,03	5,76	4,39	3,92	4,46
mar.	4,75	4,41	4,78	8,07	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.	4,62	4,33	4,67	7,92	6,93	5,72	4,32	3,85	4,35
lug.	4,57	4,29	4,63	7,89	6,86	5,70	4,30	3,82	4,29
ago.	4,54	4,24	4,60	7,96	6,86	5,73	4,25	3,80	4,28
set.	4,52	4,23	4,59	7,94	6,85	5,70	4,25	3,78	4,26
ott.	4,50	4,19	4,58	7,95	6,80	5,70	4,24	3,77	4,25

F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

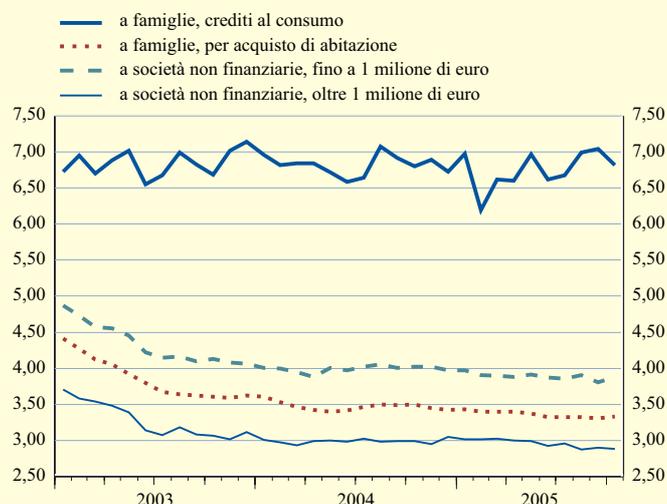
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



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)



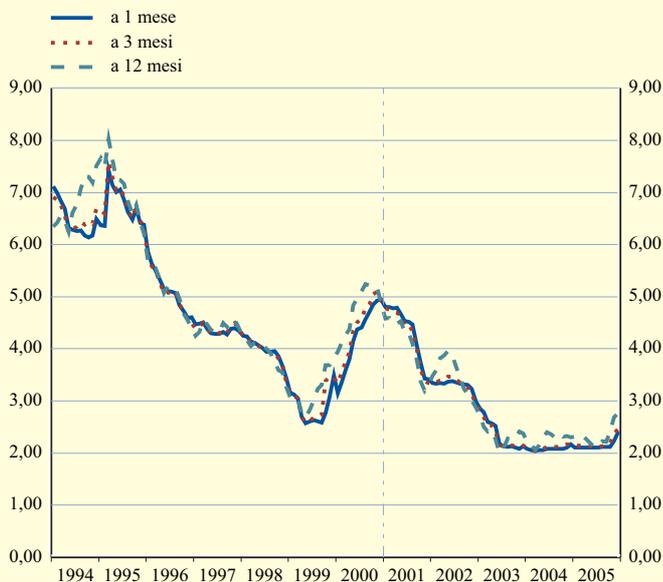
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

(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
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
2005	2,09	2,14	2,19	2,24	2,34	3,56	0,06
2004 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
4° trim.	2,14	2,25	2,34	2,46	2,63	4,34	0,06
2004 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
ott.	2,07	2,12	2,20	2,27	2,41	4,17	0,06
nov.	2,09	2,22	2,36	2,50	2,68	4,35	0,06
dic.	2,28	2,41	2,47	2,60	2,79	4,49	0,07

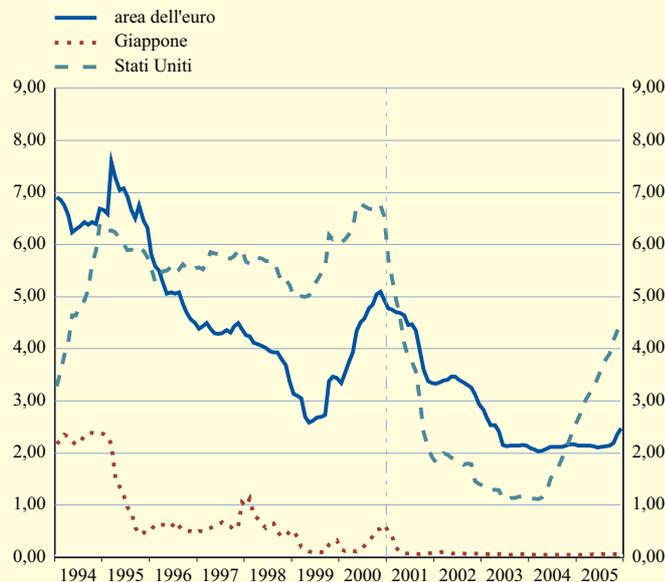
F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

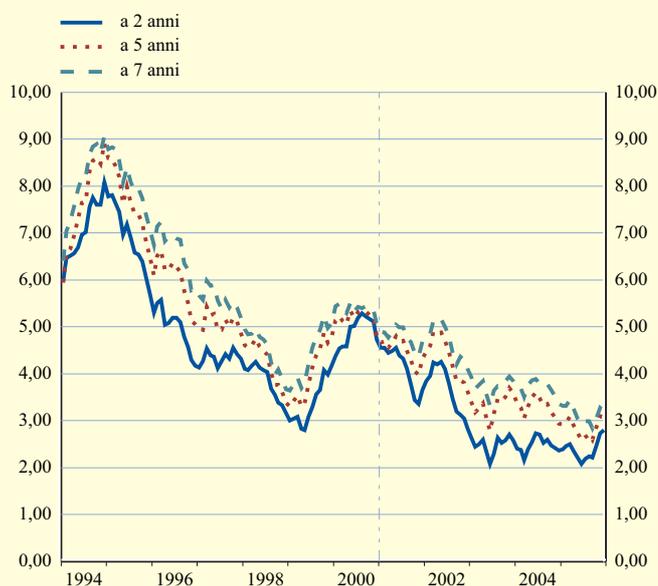
4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro ¹⁾					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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
2005	2,38	2,55	2,85	3,14	3,44	4,28	1,39
2004 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
4° trim.	2,66	2,79	3,01	3,18	3,42	4,48	1,53
2004 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
ott.	2,45	2,61	2,85	3,05	3,32	4,45	1,54
nov.	2,73	2,86	3,10	3,28	3,53	4,53	1,52
dic.	2,80	2,88	3,07	3,21	3,41	4,46	1,54

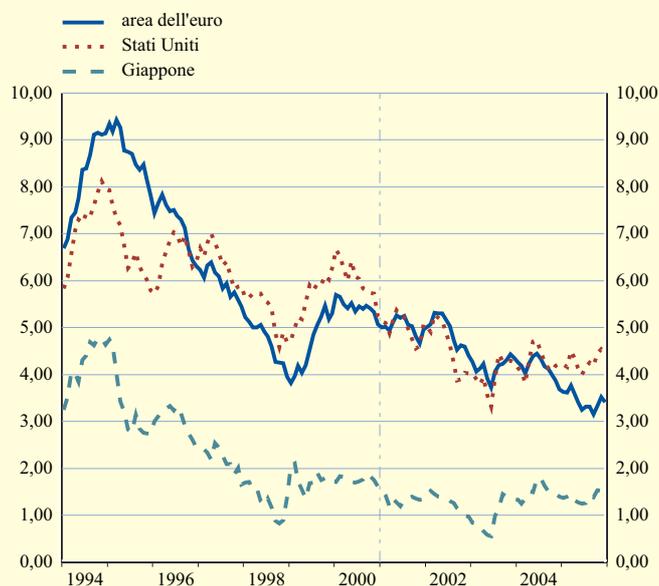
F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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	
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
2005	293,8	3.208,6	307,0	181,3	245,1	378,6	287,7	307,3	297,2	334,1	433,1	457,0	1.207,4	12.421,3
2004 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
4° trim.	315,2	3.433,1	334,0	185,5	262,8	411,8	316,8	327,6	325,0	358,6	423,4	478,3	1.231,6	14.487,0
2004 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
ott.	306,8	3.340,1	322,4	182,4	260,6	405,3	302,6	317,3	312,4	347,7	434,0	466,8	1.192,0	13.384,9
nov.	312,7	3.404,9	330,8	183,2	259,3	411,2	316,4	322,3	322,9	354,0	418,2	471,6	1.238,7	14.362,0
dic.	325,7	3.550,1	348,4	190,8	268,4	418,5	330,8	342,7	339,2	373,5	418,5	496,1	1.262,4	15.664,0

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

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

5

PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)					
	Indice 1996 = 100	Totale		Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici									
in perc. del totale ¹⁾	100,0	100,0	83,9	59,2	40,8	100,0	12,0	7,5	31,0	8,6	40,8
	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 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	0,4	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 1° trim.	116,7	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,7	-0,1	0,3	0,5
2° trim.	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
3° trim.	118,6	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,5	-0,2	0,0	5,6	0,6
2005 lug.	118,2	2,2	1,3	2,1	2,3	0,3	0,1	-0,5	-0,1	2,7	0,2
ago.	118,5	2,2	1,3	2,2	2,2	0,3	0,1	0,4	0,0	1,3	0,2
set.	119,1	2,6	1,4	2,9	2,2	0,5	0,6	-0,1	0,2	3,0	0,1
ott.	119,4	2,5	1,5	2,6	2,2	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
nov.	119,1	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,1	0,5	0,1	-3,0	0,1
dic. ²⁾	.	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comu- nicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici		Di locazione				
in perc. del totale ¹⁾	19,6	12,0	7,5	39,6	31,0	8,6	10,3	6,4	6,3	2,9	14,6	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 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.	1,2	1,6	0,8	2,1	0,3	8,8	2,7	2,1	2,4	-2,0	2,3	3,4
3° trim.	1,4	1,8	0,8	2,8	0,1	12,7	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	3,0
2005 giu.	1,1	1,5	0,5	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	11,7	2,5	2,1	2,7	-2,1	2,4	3,0
ago.	1,4	1,7	1,0	2,5	0,0	11,5	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,4	3,1
set.	1,8	2,3	1,0	3,4	0,2	15,0	2,5	2,1	2,6	-2,2	2,3	2,9
ott.	1,9	2,4	1,1	2,9	0,3	12,1	2,5	1,9	2,9	-2,8	2,4	2,7
nov.	2,2	2,6	1,5	2,5	0,4	10,0	2,4	1,9	2,8	-2,8	2,2	2,7

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 (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni energetici						
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo								
								Totale	Durevoli	Non durevoli		Totale al netto dell'energia			
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	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
2002	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
2003	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,0	18,4	10,8	30,5
2004	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	28,5	9,4	44,6
2004 3° trim.	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,5	7,2 ⁶⁾	22,9	1,3	34,5
4° 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
2005 1° trim.	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	3,1	-	22,4	2,2	42,2
2° trim.	110,8	4,2	3,0	1,3	1,7	1,2	0,9	1,2	0,9	15,7	.	-	33,5	11,6	50,9
3° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	34,2	23,2	48,6
2005 lug.	110,3	4,1	3,0	1,3	1,9	1,2	0,8	1,2	0,7	15,1	-	-	34,1	9,6	48,3
ago.	110,8	4,0	2,9	1,3	1,7	1,1	0,9	1,2	0,9	15,2	-	-	32,4	11,9	52,0
set.	111,3	4,4	3,2	1,3	1,6	1,2	1,1	1,2	1,1	16,6	-	-	33,9	13,2	52,2
ott.	112,0	4,2	2,8	1,4	1,5	1,2	1,3	1,3	1,3	15,2	-	-	23,1	17,4	49,3
nov.	111,7	4,2	2,7	1,4	1,7	1,0	1,4	1,2	1,4	14,8	-	-	33,0	22,5	47,9
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	48,6	29,8	48,5

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

Fonti: Eurostat, HWWA (colonna 13 e 14 nella tavola 2 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 15 nella tavola 2 della sezione 5.1), 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	102,3	2,3	1,7	1,3	2,3	1,4	4,0	2,6
2002	104,5	2,2	1,6	1,1	3,1	1,6	3,1	2,9
2003	106,4	1,8	3,0	0,9	1,6	1,7	1,9	2,7
2004	107,4	0,9	-7,3	-0,3	2,4	0,5	2,1	1,6
2004 2° trim.	107,3	0,8	-8,3	-1,4	0,9	-0,1	1,9	2,6
3° trim.	107,3	0,4	-8,8	-1,4	3,6	0,8	2,3	0,4
4° trim.	107,8	1,1	-5,5	0,7	3,2	0,4	2,0	1,3
2005 1° trim.	108,2	1,1	0,8	-0,1	4,0	0,7	1,9	1,6
2° trim.	108,4	1,0	3,3	-0,2	2,6	1,1	2,6	1,3
Redditi per occupato								
2001	102,7	2,7	1,3	2,5	3,1	2,5	2,6	3,0
2002	105,3	2,5	3,1	2,6	3,2	2,2	1,9	2,9
2003	107,7	2,3	1,0	2,7	2,5	2,0	1,8	2,5
2004	109,8	2,0	0,5	3,0	3,3	1,5	1,4	2,0
2004 2° trim.	109,8	2,4	0,3	3,2	2,7	1,3	1,3	3,3
3° trim.	109,8	1,5	0,4	2,4	3,0	1,6	1,6	0,7
4° trim.	110,3	1,7	1,7	2,4	3,2	1,7	1,1	1,5
2005 1° trim.	111,0	1,5	2,8	1,7	2,6	1,9	1,7	1,1
2° trim.	111,5	1,5	2,6	1,8	3,2	2,1	2,2	0,3
Produttività del lavoro ²⁾								
2001	100,5	0,5	-0,3	1,2	0,8	1,1	-1,4	0,4
2002	100,7	0,2	1,5	1,5	0,1	0,6	-1,1	0,0
2003	101,2	0,5	-1,9	1,8	0,9	0,3	-0,1	-0,2
2004	102,3	1,1	8,4	3,3	0,9	1,0	-0,8	0,4
2004 3° trim.	102,4	1,1	10,0	3,9	-0,5	0,9	-0,7	0,3
4° trim.	102,3	0,7	7,7	1,7	0,0	1,3	-0,9	0,1
2005 1° trim.	102,6	0,4	2,0	1,8	-1,3	1,2	-0,2	-0,5
2° trim.	102,8	0,5	-0,7	2,0	0,6	1,0	-0,4	-0,9
3° trim.	103,2	0,8	0,0	2,2	2,0	1,4	-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	2,2	2,4	2,5	1,5	1,2	0,8
2002	104,9	2,5	2,0	1,9	2,7	1,3	-0,4	-2,1
2003	107,0	2,0	1,8	1,9	2,2	1,1	-1,2	-1,8
2004	109,0	1,8	2,0	2,0	2,1	2,4	1,2	1,4
2004 3° trim.	109,3	1,7	2,1	2,0	1,0	3,1	1,9	3,1
4° trim.	109,7	1,8	2,3	2,1	2,1	3,3	1,8	3,6
2005 1° trim.	110,1	1,9	2,4	2,0	2,0	3,5	2,5	4,1
2° trim.	110,6	1,6	2,1	1,8	1,4	2,6	1,7	3,5
3° trim.	110,9	1,5	2,2	2,1	1,6	2,5	2,2	4,3

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	6.971,0	6.859,1	4.021,2	1.381,1	1.453,4	3,4	112,0	2.595,4	2.483,5
2002	7.213,6	7.023,7	4.138,0	1.455,3	1.443,6	-13,3	189,9	2.630,6	2.440,7
2003	7.411,8	7.248,5	4.264,6	1.511,5	1.471,3	1,2	163,3	2.633,2	2.469,9
2004	7.686,1	7.522,7	4.409,6	1.560,7	1.532,8	19,6	163,4	2.821,9	2.658,5
2004 3° trim.	1.930,4	1.891,8	1.104,5	391,2	386,5	9,6	38,7	717,0	678,3
4° trim.	1.941,3	1.911,2	1.118,9	392,3	391,0	8,9	30,1	720,0	689,9
2005 1° trim.	1.955,3	1.922,0	1.124,5	396,8	392,1	8,6	33,4	720,0	686,7
2° trim.	1.972,6	1.946,4	1.133,8	401,3	398,6	12,7	26,3	736,8	710,5
3° trim.	1.988,9	1.962,9	1.145,2	402,8	408,5	6,4	26,1	770,8	744,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	97,9	57,4	20,3	19,9	0,3	2,1	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2004 3° trim.	0,3	0,6	0,2	0,3	0,4	-	-	1,2	2,0
4° trim.	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-	-	0,3	1,3
2005 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	-	-	-0,8	-1,5
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,6	0,8	-	-	2,2	2,6
3° trim.	0,6	0,3	0,3	0,6	1,6	-	-	3,4	2,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,9	1,2	1,9	2,2	0,4	-	-	3,7	1,8
2002	0,9	0,4	0,9	2,6	-2,0	-	-	1,7	0,2
2003	0,7	1,4	1,1	1,6	0,8	-	-	1,2	3,0
2004	2,1	2,1	1,5	1,2	2,2	-	-	6,5	6,6
2004 3° trim.	1,9	2,3	1,1	1,2	2,0	-	-	6,3	7,6
4° trim.	1,6	2,0	1,8	0,7	1,6	-	-	5,9	7,1
2005 1° trim.	1,2	1,6	1,3	0,9	1,3	-	-	3,2	4,2
2° trim.	1,2	1,8	1,4	1,1	1,9	-	-	2,9	4,5
3° trim.	1,6	1,5	1,5	1,4	3,1	-	-	5,2	5,2
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2004 3° trim.	0,3	0,5	0,1	0,1	0,1	0,3	-0,3	-	-
4° trim.	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,4	-	-
2005 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,6	0,3	0,2	0,1	0,3	-0,3	0,3	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,9	1,2	1,1	0,4	0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,4	0,5	0,5	-0,4	-0,2	0,5	-	-
2003	0,7	1,3	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,9	0,2	0,4	0,4	0,1	-	-
2004 3° trim.	1,9	2,2	0,6	0,2	0,4	0,9	-0,3	-	-
4° trim.	1,6	1,9	1,0	0,1	0,3	0,4	-0,3	-	-
2005 1° trim.	1,2	1,5	0,8	0,2	0,3	0,3	-0,3	-	-
2° trim.	1,2	1,7	0,8	0,2	0,4	0,3	-0,5	-	-
3° trim.	1,6	1,5	0,9	0,3	0,6	-0,3	0,1	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 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) Includono le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero di giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

2. Valore aggiunto per branca di attività economica

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							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
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>								
2001	6.256,8	156,8	1.354,8	352,8	1.327,0	1.681,1	1.384,3	714,2
2002	6.476,6	151,9	1.366,8	365,5	1.377,6	1.758,3	1.456,6	736,9
2003	6.651,6	151,6	1.375,6	382,6	1.408,8	1.821,7	1.511,3	760,3
2004	6.891,0	152,1	1.418,0	406,6	1.456,8	1.892,2	1.565,3	795,0
2004 3° trim.	1.730,7	37,7	357,5	101,9	366,5	476,2	390,8	199,8
4° trim.	1.739,1	38,1	356,6	103,7	367,6	479,0	394,0	202,2
2005 1° trim.	1.753,5	37,3	359,9	104,1	369,7	484,2	398,4	201,8
2° trim.	1.769,5	37,1	363,8	106,7	372,0	490,4	399,5	203,1
3° trim.	1.779,3	37,2	364,8	108,9	374,9	493,7	399,8	209,7
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2004	100,0	2,2	20,6	5,9	21,1	27,5	22,7	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2004 3° trim.	0,2	-0,2	0,2	-0,4	0,4	0,4	0,1	0,6
4° trim.	0,2	0,8	-0,6	0,6	0,4	0,2	0,4	0,5
2005 1° trim.	0,3	-1,8	0,3	-0,3	0,4	0,7	0,2	0,4
2° trim.	0,4	-1,0	0,7	1,9	0,6	0,4	-0,2	0,2
3° trim.	0,5	-0,3	0,7	0,3	0,7	0,4	0,6	1,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2001	2,0	-1,4	1,2	1,2	2,8	2,7	1,8	0,8
2002	1,0	-0,3	-0,1	0,0	1,2	1,4	2,0	0,1
2003	0,7	-4,1	0,2	1,0	0,5	1,3	1,1	0,9
2004	2,2	7,3	2,4	2,0	2,3	1,9	1,7	1,4
2004 3° trim.	2,0	9,2	2,2	1,2	1,8	1,8	1,6	1,2
4° trim.	1,7	6,8	0,8	1,3	2,3	1,7	1,5	0,9
2005 1° trim.	1,4	0,3	0,7	-0,1	2,1	2,0	0,9	0,2
2° trim.	1,2	-2,2	0,7	1,7	1,8	1,8	0,5	1,7
3° trim.	1,4	-2,3	1,2	2,4	2,0	1,7	0,9	2,5
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente in punti percentuali</i>								
2004 3° trim.	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
4° trim.	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
2005 1° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-
3° trim.	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>								
2001	2,0	0,0	0,3	0,1	0,6	0,7	0,4	-
2002	1,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	-
2004	2,2	0,2	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2004 3° trim.	2,0	0,2	0,4	0,1	0,4	0,5	0,4	-
4° trim.	1,7	0,2	0,2	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005 1° trim.	1,4	0,0	0,1	0,0	0,4	0,6	0,2	-
2° trim.	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1	-
3° trim.	1,4	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,2	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per le variazioni nel numero delle giornate lavorative.

5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

3. Produzione industriale

in perc. del totale ¹⁾	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni		
	1	2	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	11	12
					Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo					
									Totale	Durevoli	Non durevoli			
	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	-0,2	99,9	-0,5	-0,8	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	1,4		
2003	0,2	100,2	0,3	0,0	0,0	0,4	-0,2	-0,5	-4,6	0,2	2,9	-0,1		
2004	2,1	102,1	2,0	2,0	1,9	1,8	3,0	0,5	0,0	0,6	2,5	-0,2		
2004 4° trim.	1,1	102,4	1,1	0,7	0,5	1,0	1,7	-0,2	-3,5	0,4	3,0	-0,8		
2005 1° trim.	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,8	2,1	-1,0	-3,9	-0,5	1,1	-4,2		
2° trim.	1,1	102,9	0,7	0,8	0,3	-0,4	2,1	0,5	-1,8	0,9	1,2	-0,1		
3° trim.	1,1	103,7	1,4	1,4	1,3	1,2	2,6	1,7	-0,2	2,0	0,1	0,8		
2005 mag.	0,3	102,7	0,1	-0,3	-0,8	-0,4	0,5	0,4	-4,2	1,2	0,8	-0,3		
giu.	0,8	103,1	0,7	0,5	-0,1	-1,2	2,4	0,5	-0,5	0,7	2,6	0,6		
lug.	0,6	103,2	0,6	0,0	-0,1	-0,5	2,6	0,0	-1,9	0,4	2,0	0,6		
ago.	1,8	104,1	2,6	3,0	3,0	3,8	2,3	3,5	2,6	3,6	-0,5	2,3		
set.	1,1	103,8	1,2	1,6	1,5	1,0	2,7	1,9	-0,3	2,3	-1,4	-0,3		
ott.	.	103,0	0,2	0,7	0,5	1,2	0,2	0,9	-0,8	1,2	-2,2	.		
	<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2005 mag.	-0,6	-	-0,4	-1,0	-1,2	-0,4	-0,3	-0,3	-2,1	0,0	1,8	0,4		
giu.	0,1	-	0,5	0,6	0,5	-0,3	1,3	0,1	1,5	-0,1	2,1	0,9		
lug.	0,0	-	0,1	-0,1	0,1	0,9	0,1	0,0	-0,4	0,0	-0,3	-0,1		
ago.	0,6	-	0,8	1,4	1,5	2,1	-0,1	1,2	1,0	1,3	-2,4	0,2		
set.	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,2	0,9	-0,5	-1,3	-0,4	-0,1	-1,5		
ott.	.	-	-0,7	-0,8	-0,8	0,0	-1,3	-0,6	-0,6	-0,6	-1,7	.		

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

in perc. del totale ¹⁾	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	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8	12	13	
	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	0,1	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,4	1,1	-0,3	-2,7	0,2	911	-1,5
2004	105,1	7,1	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,8	0,9	2,8	922	1,1
2004 4° trim.	109,3	8,2	107,3	5,1	1,7	103,3	1,0	1,2	0,7	1,2	2,6	942	3,6
2005 1° trim.	106,0	3,1	106,7	2,5	2,0	104,0	1,3	1,2	1,2	0,5	0,8	921	0,4
2° trim.	108,6	3,3	110,3	4,2	1,6	103,6	0,6	0,3	0,6	0,8	0,6	938	1,0
3° trim.	109,8	4,9	110,8	3,9	2,0	103,8	1,0	0,3	1,4	1,3	1,7	942	4,6
2005 giu.	110,8	6,2	112,3	3,6	1,3	104,0	0,4	0,7	0,0	-0,3	0,6	981	6,1
lug.	109,2	1,7	106,7	0,3	0,5	103,3	-0,2	-1,0	0,3	0,1	0,5	940	3,0
ago.	109,2	7,8	112,6	7,3	3,2	104,4	2,2	0,9	3,3	4,4	3,3	933	7,4
set.	110,9	6,0	113,1	4,8	2,3	103,6	1,0	1,0	0,8	0,0	1,6	953	4,5
ott.	110,2	4,2	106,4	1,4	1,4	103,8	0,2	0,4	0,0	0,8	0,8	942	0,1
nov.	.	.	.	.	1,4	103,7	0,3	-0,2	0,7	.	.	934	-2,0
	<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2005 giu.	-	3,2	-	4,2	0,0	-	-0,1	-0,2	0,0	1,0	0,5	-	9,6
lug.	-	-1,5	-	-5,0	-0,5	-	-0,6	-0,8	-0,3	0,1	-0,4	-	-4,1
ago.	-	0,0	-	5,6	1,1	-	1,0	0,5	1,3	1,9	1,3	-	-0,8
set.	-	1,6	-	0,5	-0,5	-	-0,7	0,0	-1,2	-3,6	-0,7	-	2,2
ott.	-	-0,7	-	-6,0	0,3	-	0,2	0,4	-0,1	1,1	-0,3	-	-1,1
nov.	-	.	-	.	-0,1	-	-0,1	-0,4	0,2	.	.	-	-0,9

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 percentuali¹⁾, 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				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie ³⁾				
		Clima di fiducia					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
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,5	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,5	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,2	-7	-17	11	6	.	-14	-4	-15	28	-8
2004 4° trim.	100,5	-3	-12	8	9	82,0	-13	-3	-14	29	-6
2005 1° trim.	98,7	-6	-15	11	6	81,5	-13	-3	-13	30	-8
2° trim.	96,1	-10	-20	13	3	81,0	-14	-3	-16	31	-7
3° trim.	97,8	-8	-18	11	6	81,1	-15	-4	-17	29	-8
4° trim.	100,2	-6	-15	10	7	.	-12	-4	-15	22	-9
2005 lug.	97,3	-8	-18	11	4	80,9	-15	-4	-19	30	-9
ago.	97,6	-8	-18	11	6	-	-15	-4	-17	29	-8
set.	98,4	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
ott.	100,2	-6	-16	10	8	81,2	-13	-5	-15	23	-9
nov.	99,9	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
dic.	100,5	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9

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

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata a partire da gennaio 1985.
- 3) I risultati per l'area dell'euro, a gennaio 2004, a causa di modifiche apportate ai questionari delle indagini francesi non sono esattamente confrontabili con quelli precedenti.
- 4) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dai dati trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Occupazione

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	84,4	15,6	4,5	18,1	7,2	24,9	15,3	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	134,494	1,5	1,7	0,2	-0,8	0,1	0,7	1,8	4,2	1,3
2002	135,466	0,7	0,8	0,1	-1,6	-1,6	0,1	0,5	2,6	2,0
2003	135,842	0,3	0,3	0,3	-2,0	-1,5	0,2	0,3	1,3	1,3
2004	136,817	0,7	0,6	1,2	-0,8	-1,6	1,0	0,9	2,6	1,2
2004 3° trim.	136,888	0,8	0,6	1,5	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	1,3
4° trim.	137,225	1,0	0,9	1,5	-0,7	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 1° trim.	137,293	0,9	0,8	1,0	-1,5	-1,1	1,5	1,0	2,2	1,4
2° trim.	137,499	0,8	0,8	1,0	-1,3	-1,3	1,4	0,8	2,3	1,4
3° trim.	137,890	0,8	0,8	0,5	-1,9	-1,0	1,5	0,4	2,3	1,6
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2004 3° trim.	0,360	0,3	0,1	1,4	0,1	-0,5	1,1	0,4	0,6	0,3
4° trim.	0,337	0,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	-0,3	0,2	0,5	0,5
2005 1° trim.	0,068	0,0	0,3	-1,1	-1,1	-0,8	0,0	0,1	0,7	0,4
2° trim.	0,206	0,2	0,0	0,7	-0,2	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,2
3° trim.	0,391	0,3	0,2	0,6	-0,7	-0,1	0,4	0,2	0,6	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	48,0	52,0	10				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,017	7,9	8,093	6,6	2,924	16,1	5,037	6,3	5,980	9,9
2002	11,747	8,3	8,729	7,0	3,018	16,8	5,513	6,9	6,233	10,1
2003	12,534	8,7	9,413	7,5	3,120	17,6	5,971	7,4	6,562	10,5
2004	12,869	8,9	9,732	7,6	3,137	17,9	6,174	7,6	6,695	10,5
2004 3° trim.	12,902	8,9	9,762	7,6	3,140	17,9	6,181	7,6	6,721	10,5
4° trim.	12,865	8,8	9,741	7,6	3,124	18,0	6,259	7,6	6,606	10,3
2005 1° trim.	12,818	8,8	9,616	7,5	3,202	18,3	6,205	7,6	6,613	10,3
2° trim.	12,622	8,6	9,571	7,4	3,050	17,6	6,136	7,5	6,486	10,1
3° trim.	12,279	8,4	9,343	7,2	2,935	17,2	6,010	7,3	6,269	9,8
2005 giu.	12,515	8,6	9,535	7,4	2,981	17,3	6,091	7,4	6,425	10,0
lug.	12,384	8,5	9,455	7,3	2,928	17,1	6,046	7,4	6,338	9,9
ago.	12,294	8,4	9,362	7,3	2,932	17,1	6,025	7,4	6,269	9,8
set.	12,158	8,3	9,212	7,1	2,945	17,2	5,958	7,3	6,200	9,7
ott.	12,093	8,3	9,129	7,1	2,964	17,4	5,899	7,2	6,194	9,7
nov.	12,100	8,3	9,121	7,1	2,980	17,4	5,874	7,2	6,226	9,7

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	11	12	13	14	
1996	47,0	46,6	11,7	9,1	2,3	13,2	0,7	17,3	8,5	5,5	2,4	0,3	0,2	42,5
1997	47,2	46,7	11,9	9,1	2,5	13,4	0,7	17,3	8,6	5,5	2,3	0,5	0,3	42,9
1998	46,7	46,4	12,2	9,6	2,3	14,0	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	42,7
1999	47,2	47,0	12,6	9,7	2,5	14,2	0,6	16,2	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,3
2000	46,9	46,6	12,8	9,8	2,6	14,0	0,6	16,0	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	43,0
2001	46,1	45,8	12,4	9,6	2,4	13,6	0,6	15,7	8,2	4,7	2,2	0,2	0,3	42,0
2002	45,5	45,2	11,9	9,4	2,2	13,6	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,3	0,3	41,5
2003	45,5	44,8	11,6	9,2	2,1	13,6	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,7	0,5	41,6
2004	45,0	44,5	11,5	8,8	2,3	13,7	0,3	15,7	8,2	4,6	2,1	0,5	0,4	41,2

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	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
												A carico delle istituzioni dell'UE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	51,3	47,4	11,1	4,8	5,6	25,9	22,9	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,6
1997	49,9	46,3	10,9	4,7	5,0	25,6	22,8	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	44,9
1998	49,0	45,2	10,6	4,6	4,6	25,4	22,3	2,1	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,4
1999	48,6	44,7	10,6	4,7	4,1	25,3	22,3	2,1	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,5
2000	47,9	44,1	10,5	4,7	3,9	25,0	21,9	2,0	0,5	3,8	2,5	1,3	0,0	44,0
2001	48,0	44,0	10,4	4,8	3,8	25,0	21,9	1,9	0,5	4,0	2,5	1,4	0,0	44,1
2002	48,1	44,2	10,5	4,9	3,6	25,3	22,4	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,5
2003	48,5	44,5	10,6	4,9	3,4	25,7	22,8	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2
2004	47,7	43,9	10,5	4,9	3,2	25,3	22,6	1,8	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	44,6

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

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

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

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	0,6	-2,9	-6,1	-0,5	-1,5	0,8	-3,2	6,5	-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	-4,1	0,2	-3,2	0,2	-3,2	-1,2	-2,9	2,5
2004	0,0	-3,7	-6,6	-0,1	-3,7	1,4	-3,2	-1,2	-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	74,0	2,8	17,6	8,0	45,7	58,6	30,3	10,3	18,0	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,9	12,0	16,1	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	29,4	13,3	14,0	17,8
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	27,6	14,2	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	26,5	11,4	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	23,3	10,3	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,9	9,8	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	20,4	8,9	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	21,0	9,4	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	20,1	9,8	9,4	30,9

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri ⁵⁾	Altre valute
1995	74,0	61,8	5,6	5,9	0,8	11,5	62,5	7,5	18,6	26,7	28,8	71,8	2,2
1996	75,4	63,1	5,9	5,8	0,5	11,2	64,2	7,0	20,0	26,1	29,2	73,1	2,2
1997	74,5	62,4	6,1	5,4	0,6	9,7	64,8	6,8	19,4	25,9	29,3	72,3	2,2
1998	73,1	61,3	6,1	5,3	0,4	8,5	64,6	6,4	16,7	27,0	29,4	71,0	2,1
1999	72,4	60,9	6,1	5,1	0,3	7,3	65,0	5,7	15,1	27,9	29,3	70,4	1,9
2000	69,9	58,7	5,9	4,9	0,3	6,5	63,4	5,0	15,0	28,4	26,5	68,1	1,8
2001	68,6	57,4	6,1	4,8	0,3	6,8	61,7	3,6	15,6	26,4	26,6	67,1	1,5
2002	68,5	57,0	6,3	4,8	0,3	7,6	60,9	3,4	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,7	62,1	3,5	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,9	6,7	5,2	0,4	7,5	62,7	3,4	15,5	26,8	27,9	69,3	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	108,3	59,6	114,4	56,3	56,8	35,9	110,9	6,7	51,5	67,0	53,6	43,6
2002	105,8	61,2	111,6	53,2	58,8	32,4	108,3	6,8	51,3	66,7	56,1	42,3
2003	100,4	64,8	108,8	49,4	63,2	31,5	106,8	6,7	52,6	65,1	57,7	45,2
2004	96,2	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			Altri creditori ⁷⁾
		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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1996	3,9	4,2	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	1,7	2,0	1,4
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-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	0,2	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	0,9	0,5	2,3	0,6	1,1	0,8	2,5
2004	3,1	3,2	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⁾											Altro ¹⁰⁾
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli 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	0,5	0,0	0,1	-0,6	-0,7	0,0	0,5	0,3	0,0	0,2
2000	1,0	0,0	1,1	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
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 2° trim.	47,8	47,2	13,4	13,5	16,0	2,1	1,4	0,6	0,3	43,1
3° trim.	44,9	44,3	11,8	13,0	16,0	2,0	0,8	0,5	0,3	41,0
4° trim.	50,8	50,1	14,2	14,5	16,7	2,8	0,9	0,7	0,3	45,8
2000 1° trim.	43,7	43,1	11,1	13,1	15,5	1,9	0,7	0,6	0,3	39,9
2° trim.	47,8	47,2	13,9	13,4	15,8	2,1	1,2	0,6	0,3	43,3
3° trim.	44,5	44,0	12,0	12,7	15,8	2,0	0,8	0,5	0,2	40,7
4° trim.	50,0	49,4	13,9	14,1	16,6	2,9	0,9	0,6	0,3	44,9
2001 1° trim.	42,6	42,1	10,5	12,8	15,3	1,8	0,9	0,5	0,2	38,9
2° trim.	47,1	46,7	13,5	13,0	15,6	2,0	1,7	0,5	0,2	42,4
3° trim.	43,8	43,4	11,7	12,4	15,6	1,9	0,9	0,4	0,3	40,0
4° trim.	49,3	48,8	13,6	13,9	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	44,1
2002 1° trim.	42,3	41,8	10,2	12,8	15,5	1,7	0,8	0,5	0,2	38,8
2° trim.	45,9	45,3	12,6	12,8	15,5	2,0	1,6	0,6	0,3	41,2
3° trim.	43,9	43,4	11,3	12,9	15,5	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,3	48,7	13,5	14,1	16,3	3,0	0,9	0,6	0,3	44,2
2003 1° trim.	42,3	41,8	9,9	12,9	15,6	1,8	0,7	0,5	0,2	38,7
2° trim.	46,4	44,8	12,2	12,8	15,8	2,0	1,3	1,6	1,3	42,0
3° trim.	43,3	42,7	10,9	12,8	15,6	1,9	0,7	0,5	0,2	39,6
4° trim.	49,6	48,5	13,2	14,3	16,3	2,9	0,8	1,1	0,3	44,1
2004 1° trim.	41,9	41,3	9,7	13,0	15,4	1,7	0,7	0,5	0,3	38,4
2° trim.	45,2	44,3	12,2	13,0	15,4	2,0	0,9	0,9	0,6	41,3
3° trim.	43,0	42,5	10,8	12,8	15,5	1,9	0,7	0,5	0,3	39,3
4° trim.	49,7	48,6	13,1	14,6	16,3	2,9	0,8	1,1	0,4	44,3
2005 1° trim.	42,6	42,0	10,1	13,1	15,5	1,7	0,7	0,6	0,2	38,9
2° trim.	44,6	43,9	11,9	13,0	15,3	2,0	0,9	0,7	0,3	40,5

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 2° trim.	47,4	43,8	10,5	4,6	4,1	24,5	21,3	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,5
3° trim.	47,4	43,7	10,3	4,6	4,0	24,9	21,2	1,6	3,7	2,5	1,2	-2,5	1,5
4° trim.	50,5	45,8	11,0	5,3	3,7	25,8	22,2	1,7	4,7	3,1	1,7	0,3	4,0
2000 1° trim.	46,2	42,9	10,2	4,5	4,1	24,1	20,9	1,2	3,4	2,0	1,4	-2,6	1,5
2° trim.	46,6	43,2	10,4	4,6	3,9	24,3	21,0	1,4	3,5	2,4	1,2	1,2	5,0
3° trim.	43,3	42,9	10,1	4,5	4,0	24,3	20,9	1,5	0,4	2,5	1,1	1,2	5,2
4° trim.	49,6	45,8	11,0	5,2	3,7	25,8	21,9	1,6	3,9	3,1	1,6	0,3	4,1
2001 1° trim.	45,8	42,4	10,1	4,1	4,0	24,1	21,0	1,2	3,4	2,0	1,5	-3,2	0,8
2° trim.	46,7	43,1	10,3	4,6	3,9	24,3	20,9	1,4	3,5	2,4	1,2	0,4	4,3
3° trim.	46,7	42,9	10,1	4,6	3,9	24,3	21,0	1,5	3,8	2,5	1,3	-2,8	1,1
4° trim.	51,1	46,0	10,9	5,5	3,6	25,9	22,1	1,6	5,0	3,2	1,8	-1,8	1,8
2002 1° trim.	46,3	42,8	10,4	4,2	3,7	24,5	21,3	1,2	3,5	1,9	1,5	-4,0	-0,3
2° trim.	47,0	43,5	10,4	4,9	3,6	24,6	21,3	1,4	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,5
3° trim.	47,3	43,5	10,1	4,7	3,6	25,1	21,5	1,4	3,8	2,5	1,3	-3,4	0,2
4° trim.	51,0	46,5	11,0	5,5	3,4	26,5	22,7	1,6	4,5	2,8	1,7	-1,7	1,7
2003 1° trim.	47,0	43,5	10,4	4,4	3,6	25,1	21,7	1,2	3,5	1,9	1,6	-4,7	-1,1
2° trim.	47,8	44,1	10,5	4,7	3,5	25,5	21,9	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,1
3° trim.	47,5	43,7	10,3	4,7	3,3	25,4	21,8	1,4	3,8	2,6	1,2	-4,2	-0,9
4° trim.	51,4	46,5	11,0	5,7	3,1	26,7	22,9	1,5	4,9	3,3	1,7	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,7	43,3	10,4	4,4	3,3	25,1	21,6	1,1	3,4	2,0	1,4	-4,8	-1,5
2° trim.	46,9	43,5	10,5	4,7	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,1	-1,7	1,5
3° trim.	46,5	43,0	10,1	4,5	3,2	25,1	21,6	1,3	3,5	2,5	1,0	-3,5	-0,2
4° trim.	50,9	45,9	10,9	5,6	3,0	26,3	22,6	1,4	5,0	3,1	1,9	-1,2	1,9
2005 1° trim.	46,8	43,3	10,3	4,4	3,3	25,3	21,6	1,1	3,5	1,9	1,6	-4,2	-0,9
2° trim.	46,5	43,0	10,3	4,8	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,3

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.

6.5 Debito e variazione del debito trimestrali (in percentuale del PIL)

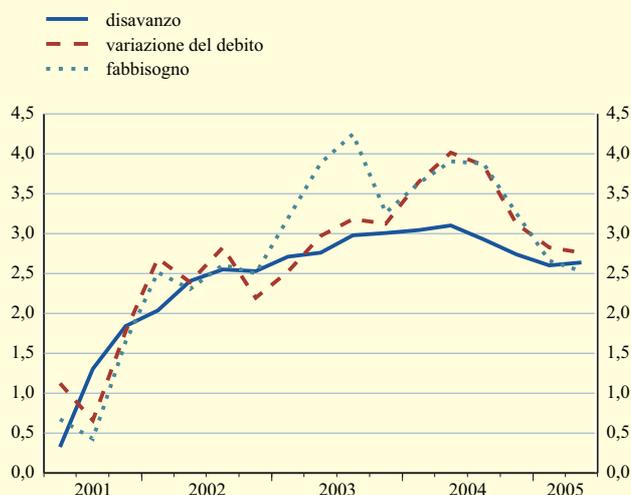
1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ¹⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2002 3° trim.	69,2	2,6	11,9	4,5	50,3
4° trim.	68,5	2,7	11,8	4,5	49,4
2003 1° trim.	69,7	2,6	11,9	5,2	50,1
2° trim.	70,2	2,6	11,7	5,7	50,2
3° trim.	70,5	2,7	11,7	5,5	50,6
4° trim.	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 1° trim.	71,4	2,0	12,5	5,4	51,5
2° trim.	71,8	2,1	12,3	5,7	51,7
3° trim.	71,8	2,2	12,1	5,5	51,9
4° trim.	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4
2005 1° trim.	71,7	2,1	12,0	4,9	52,7
2° trim.	72,3	2,3	11,7	5,1	53,2

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno 11
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni in volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Titoli 6	Prestiti 7			Azioni e altri titoli di capitale 8	
2002 3° trim.	2,1	-3,4	-1,2	-2,4	-2,5	-0,1	0,0	0,2	0,7	0,5	1,5
4° trim.	-0,7	-1,7	-2,4	0,6	0,3	0,0	0,4	-0,1	-2,8	-0,2	2,1
2003 1° trim.	7,1	-4,7	2,4	2,8	1,9	0,2	0,5	0,3	-0,7	0,3	7,8
2° trim.	3,5	-1,4	2,2	3,1	2,2	0,0	0,1	0,9	-0,7	-0,3	4,3
3° trim.	3,0	-4,2	-1,2	-1,6	-1,6	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,4	3,0
4° trim.	-0,8	-1,8	-2,6	-3,6	-2,2	-0,1	-0,6	-0,7	0,8	0,1	-1,6
2004 1° trim.	9,0	-4,8	4,2	1,9	1,2	0,2	0,5	0,0	-0,1	2,4	9,1
2° trim.	5,0	-1,7	3,3	3,8	3,4	0,3	0,0	0,1	-0,3	-0,2	5,3
3° trim.	2,4	-3,5	-1,0	-0,8	-1,2	0,1	0,1	0,1	-0,5	0,3	2,9
4° trim.	-3,4	-1,2	-4,6	-3,5	-2,6	-0,2	0,1	-0,7	0,4	-1,5	-3,8
2005 1° trim.	7,6	-4,2	3,5	2,2	1,7	0,4	0,1	0,0	1,1	0,2	6,6
2° trim.	4,7	-1,9	2,8	3,3	2,7	0,4	0,1	0,1	-0,1	-0,4	4,7

F26 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito (somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)



F27 Debito (definizione di Maastricht) (variazione annua nel rapporto debito/PIL e fattori sottostanti)



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

1) I dati sulle consistenze nel trimestre t sono espressi in percentuale della somma del PIL nel trimestre t e nei tre trimestri precedenti.

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	57,3	130,2	13,7	-37,6	-49,0	10,2	67,6	-15,2	21,9	136,3	-11,0	-159,9	-2,6	-52,3
2003	33,9	108,2	19,5	-37,4	-56,4	12,9	46,8	4,1	-1,7	68,9	-11,2	-80,2	28,2	-50,9
2004	45,6	106,7	28,3	-33,1	-56,3	17,4	63,0	-8,3	-46,8	71,2	-4,8	-40,4	12,5	-54,7
2004 3° trim.	11,9	24,5	9,2	-4,0	-17,8	4,1	15,9	1,0	8,4	8,8	-2,3	-17,4	3,5	-16,9
4° trim.	15,5	21,6	6,3	1,9	-14,3	5,9	21,4	2,3	-19,9	30,7	-4,1	-6,8	2,4	-23,7
2005 1° trim.	3,5	15,6	3,2	-3,0	-12,2	1,1	4,6	25,9	-20,0	3,8	-7,2	44,5	4,8	-30,5
2° trim.	-13,3	18,8	9,5	-25,5	-16,1	3,9	-9,4	46,0	-11,6	106,7	3,2	-55,3	3,1	-36,6
3° trim.	-3,9	16,7	8,4	-10,3	-18,7	2,9	-1,0	18,8	-94,0	70,2	-7,6	48,2	2,0	-17,8
2004 ott.	3,2	8,9	4,1	-4,1	-5,7	0,7	3,8	-16,4	-10,4	9,8	-3,7	-13,1	0,9	12,6
nov.	4,6	5,2	0,8	3,1	-4,5	1,1	5,7	13,2	-9,1	-22,4	1,8	42,9	0,0	-18,9
dic.	7,7	7,5	1,4	3,0	-4,1	4,1	11,9	5,6	-0,4	43,3	-2,1	-36,6	1,5	-17,4
2005 gen.	-5,8	1,4	0,5	-4,1	-3,6	-0,8	-6,6	18,3	-10,5	-17,3	-3,4	51,0	-1,6	-11,7
feb.	5,9	5,9	1,2	1,4	-2,6	1,1	6,9	27,1	-2,7	23,3	1,3	0,4	4,9	-34,0
mar.	3,5	8,3	1,5	-0,4	-6,0	0,8	4,3	-19,4	-6,8	-2,1	-5,0	-7,0	1,5	15,1
apr.	-10,7	4,0	2,6	-13,0	-4,3	0,2	-10,5	-11,5	-11,6	-14,5	-0,4	15,8	-0,8	22,0
mag.	-2,8	6,1	3,0	-6,7	-5,3	1,6	-1,2	39,5	8,2	19,7	0,6	8,5	2,6	-38,3
giu.	0,2	8,7	3,9	-5,8	-6,5	2,1	2,3	18,0	-8,2	101,5	3,0	-79,7	1,3	-20,3
lug.	1,3	9,9	3,8	-6,8	-5,6	0,9	2,2	-1,9	-81,2	75,3	0,7	0,8	2,4	-0,3
ago.	-1,7	2,1	1,8	0,0	-5,6	0,8	-0,9	-5,3	-15,0	-19,5	-6,3	35,6	-0,1	6,2
set.	-3,5	4,7	2,9	-3,6	-7,5	1,2	-2,4	26,0	2,2	14,3	-2,0	11,9	-0,3	-23,7
ott.	-9,2	2,3	3,5	-9,5	-5,5	0,8	-8,4	-6,6	-0,9	-5,1	-1,4	0,9	0,1	15,0
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2005 ott.	-10,6	66,1	26,8	-42,4	-61,1	13,9	3,4	102,8	-136,1	196,4	-13,4	44,5	11,5	-106,2

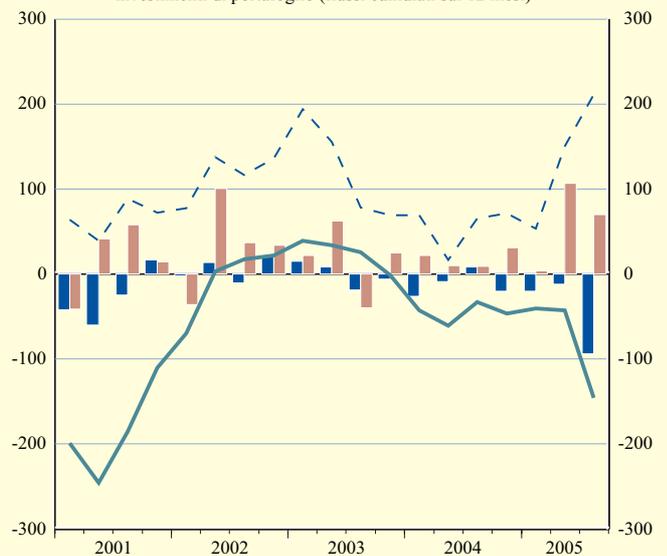
F28 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ flussi trimestrali
— flussi cumulati sui 12 mesi



F29 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

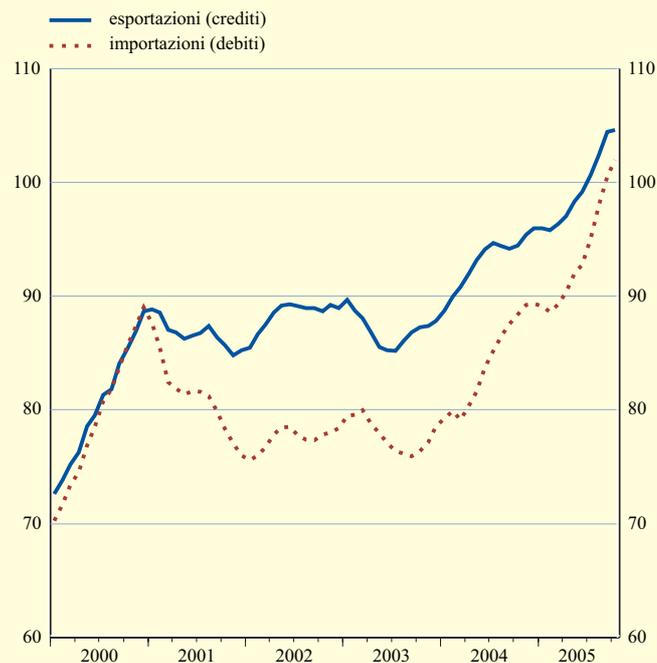
(miliardi di euro; transazioni)

2. Conto corrente e conto capitale

	Conto corrente										Conto capitale		
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti		Crediti 12	Debiti 13
	Crediti 1	Debiti 2	Saldo 3	Crediti 4	Debiti 5	Crediti 6	Debiti 7	Crediti 8	Debiti 9	Crediti 10	Debiti 11		
2002	1.723,5	1.666,2	57,3	1.061,6	931,4	331,1	317,4	245,7	283,3	85,1	134,1	19,1	8,9
2003	1.691,0	1.657,1	33,9	1.041,2	933,0	331,9	312,3	236,3	273,6	81,7	138,1	23,7	10,8
2004	1.840,7	1.795,1	45,6	1.133,1	1.026,4	360,3	332,0	266,2	299,3	81,0	137,3	24,0	6,6
2004 3° trim.	458,4	446,5	11,9	280,7	256,2	98,0	88,8	63,7	67,8	15,9	33,7	5,8	1,7
4° trim.	485,0	469,5	15,5	299,9	278,3	92,6	86,2	74,5	72,6	18,0	32,3	7,6	1,7
2005 1° trim.	460,5	457,0	3,5	278,9	263,3	83,9	80,7	65,3	68,4	32,3	44,5	4,8	3,7
2° trim.	496,7	510,0	-13,3	304,3	285,5	95,0	85,5	80,8	106,3	16,6	32,7	5,7	1,8
3° trim.	497,0	500,9	-3,9	309,4	292,7	101,7	93,3	70,7	81,0	15,2	33,9	4,4	1,5
2005 ago.	160,0	161,7	-1,7	97,9	95,7	33,2	31,4	23,4	23,4	5,6	11,1	1,4	0,6
set.	169,8	173,3	-3,5	108,0	103,3	33,2	30,3	24,0	27,5	4,6	12,1	1,7	0,5
ott.	168,4	177,6	-9,2	108,0	105,7	33,2	29,7	23,1	32,6	4,2	9,7	1,7	0,9
	Dati destagionalizzati												
2004 3° trim.	460,3	454,8	5,4	282,5	262,7	91,1	83,4	66,1	73,5	20,6	35,3	.	.
4° trim.	470,3	460,4	9,9	287,8	268,0	91,0	83,8	71,4	74,8	20,1	33,9	.	.
2005 1° trim.	473,7	469,2	4,5	289,0	267,8	93,2	85,8	70,7	77,4	20,8	38,2	.	.
2° trim.	485,9	485,4	0,5	297,4	278,3	93,3	87,0	73,7	85,6	21,5	34,6	.	.
3° trim.	501,3	512,9	-11,6	313,2	301,6	94,8	88,0	73,7	88,1	19,7	35,2	.	.
2005 feb.	157,1	152,8	4,3	95,8	88,8	31,1	28,7	23,3	24,6	6,9	10,7	.	.
mar.	160,1	158,8	1,3	97,3	90,4	31,2	28,8	24,6	27,0	7,0	12,7	.	.
apr.	161,2	161,5	-0,3	98,0	91,8	30,9	28,3	24,9	30,0	7,5	11,4	.	.
mag.	162,3	161,7	0,6	99,6	93,8	31,0	29,4	24,7	27,1	6,9	11,6	.	.
giu.	162,4	162,2	0,2	99,9	92,8	31,4	29,3	24,1	28,6	7,1	11,5	.	.
lug.	165,3	168,5	-3,2	102,4	98,4	31,7	29,6	24,3	29,5	6,8	11,0	.	.
ago.	168,3	173,3	-5,0	105,0	102,7	31,4	29,2	24,9	29,2	7,0	12,2	.	.
set.	167,8	171,1	-3,3	105,8	100,5	31,7	29,2	24,5	29,4	5,9	12,1	.	.
ott.	166,8	175,8	-9,0	103,0	102,7	32,1	29,6	25,2	32,6	6,5	10,9	.	.

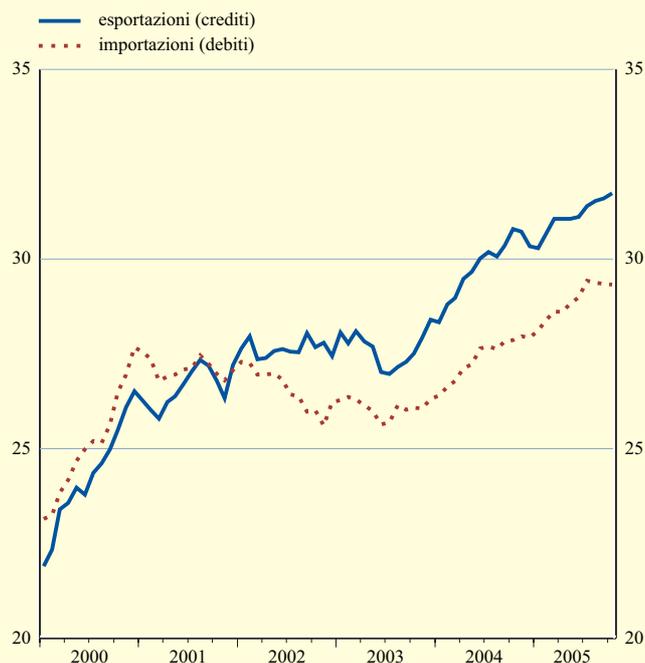
F30 Conto dei beni

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



F31 Conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro)

3. Conto dei redditi
(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale											
			Totale		Investimenti diretti				Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
	1	2			3	4	5	6	7	8	9	10			11	12	13	14
2002	15,1	6,2	230,6	277,1	54,9	55,2	7,5	7,1	19,9	52,1	65,4	71,9	83,0	90,8
2003	14,8	6,1	221,4	267,5	59,4	52,6	10,0	9,7	18,6	53,5	65,7	79,1	67,8	72,6
2004	15,2	6,2	251,0	293,1	77,8	67,5	11,7	12,3	24,0	57,3	74,6	84,3	63,0	71,6
2004 2° trim.	3,7	1,6	64,8	90,7	20,2	20,0	3,1	3,1	8,2	26,2	17,8	23,9	15,4	17,5
3° trim.	3,8	1,8	59,9	66,0	16,5	16,3	2,5	2,9	5,7	11,3	19,3	17,6	15,9	17,8
4° trim.	4,0	1,6	70,5	71,0	25,5	15,1	3,0	3,5	5,4	10,4	19,5	22,7	17,1	19,4
2005 1° trim.	3,7	1,4	61,7	67,0	15,6	13,2	2,8	2,9	6,1	11,2	19,2	19,1	18,0	20,5
2° trim.	3,7	1,7	77,1	104,5	24,2	23,8	3,1	3,5	9,6	30,2	21,7	24,1	18,5	22,8

4. Investimenti diretti
(transazioni nette)

	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	-170,1	-175,9	-22,8	-153,2	5,9	0,0	5,9	192,0	141,4	2,1	139,3	50,5	0,5	50,1
2003	-139,7	-122,6	-2,3	-120,3	-17,1	0,0	-17,1	138,0	120,4	3,1	117,4	17,6	0,1	17,5
2004	-130,8	-141,6	-18,5	-123,0	10,8	0,1	10,7	84,0	76,6	1,2	75,5	7,4	0,7	6,7
2004 3° trim.	-15,4	-26,9	-1,2	-25,7	11,4	0,0	11,4	23,9	19,6	0,6	19,0	4,3	0,4	3,9
4° trim.	-65,2	-68,6	-8,6	-60,0	3,4	0,1	3,3	45,4	36,4	1,0	35,4	9,0	-0,1	9,1
2005 1° trim.	-32,3	-15,5	-2,4	-13,0	-16,9	0,1	-16,9	12,3	12,2	0,3	11,8	0,1	0,3	-0,2
2° trim.	-27,0	-21,4	-2,1	-19,3	-5,7	0,0	-5,7	15,4	4,6	0,6	4,0	10,9	-0,1	11,0
3° trim.	-104,0	-80,5	-3,8	-76,7	-23,5	0,0	-23,5	10,0	-2,7	0,5	-3,2	12,7	0,1	12,5
2004 ott.	-29,6	-23,0	-0,2	-22,7	-6,6	0,0	-6,7	19,3	11,0	0,3	10,7	8,3	-0,1	8,4
nov.	-29,9	-25,7	-13,2	-12,5	-4,2	0,1	-4,3	20,8	11,4	0,2	11,2	9,5	0,2	9,2
dic.	-5,7	-20,0	4,8	-24,8	14,3	0,0	14,3	5,3	14,0	0,6	13,5	-8,8	-0,2	-8,6
2005 gen.	-13,9	-7,7	-0,5	-7,2	-6,2	0,0	-6,2	3,4	4,7	0,1	4,7	-1,3	0,1	-1,4
feb.	-5,9	-2,1	-1,2	-0,9	-3,9	0,0	-3,9	3,2	2,9	0,3	2,6	0,3	0,1	0,2
mar.	-12,5	-5,7	-0,8	-4,9	-6,8	0,1	-6,9	5,7	4,5	-0,1	4,6	1,2	0,2	1,0
apr.	-16,0	1,5	-1,9	3,4	-17,5	0,0	-17,5	4,4	7,8	-0,1	7,9	-3,4	0,1	-3,5
mag.	8,5	-4,3	-0,6	-3,7	12,9	0,0	12,9	-0,4	-2,6	0,3	-2,9	2,2	0,0	2,2
giu.	-19,6	-18,5	0,4	-18,9	-1,1	0,0	-1,1	11,4	-0,6	0,4	-1,0	12,0	-0,3	12,3
lug.	-82,6	-74,8	-2,7	-72,0	-7,8	0,0	-7,8	1,4	3,6	0,2	3,4	-2,2	0,0	-2,2
ago.	-11,7	-4,0	-0,5	-3,5	-7,8	0,0	-7,7	-3,3	-3,2	0,1	-3,3	-0,1	-0,1	0,0
set.	-9,6	-1,7	-0,6	-1,1	-7,9	0,0	-7,9	11,8	-3,1	0,2	-3,3	14,9	0,2	14,7
ott.	-4,3	7,0	0,6	6,5	-11,4	0,0	-11,4	3,4	6,3	0,1	6,2	-2,9	0,0	-2,9

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				Passività	Titoli di debito									
	Attività			Passività		Obbligazioni e notes				Passività	Strumenti di mercato monetario				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	Amministrazioni pubbliche		
														Amministrazioni pubbliche		Euro-sistema	IFM (escluso l'euro-sistema)	Non IFM	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2002	-0,4	-7,4	-31,2	-4,4	85,4	-0,6	-17,4	-70,7	-0,9	167,4	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-13,9	-63,1	-2,6	111,6	-2,4	-45,0	-129,4	-0,2	197,5	0,2	-45,9	21,6	0,6	38,0
2004	0,0	-22,4	-80,4	-3,4	137,5	1,2	-81,4	-94,7	-2,1	255,8	-0,1	-43,3	-9,7	0,1	8,6
2004 3° trim.	0,0	-2,5	-7,3	-1,0	39,5	0,7	-23,3	-20,4	-0,4	51,7	0,0	-14,7	-4,8	-0,7	-10,1
4° trim.	0,0	-0,9	-23,8	-0,2	82,9	0,6	-20,9	-27,2	-0,5	41,3	-0,1	-12,2	5,6	4,3	-14,6
2005 1° trim.	0,0	-27,5	-20,6	-0,9	36,5	-0,1	-35,4	-38,9	-0,3	45,3	0,3	5,9	-6,6	-3,7	45,1
2° trim.	0,0	21,7	-22,4	-0,6	27,6	-0,7	-40,5	-33,1	-0,1	155,7	-0,4	-9,7	-4,6	-2,3	13,1
3° trim.	-0,1	-5,8	-15,6	.	137,9	-0,4	-19,6	-55,7	.	24,3	0,1	-7,4	-8,7	.	21,2
2004 ott.	0,0	-3,7	-10,7	-	22,1	0,2	-13,4	-6,8	-	18,0	-0,1	0,7	0,0	-	3,6
nov.	0,0	-9,1	-7,2	-	22,7	0,3	-5,9	-12,5	-	8,0	0,2	-14,3	4,7	-	-9,2
dic.	0,0	11,9	-5,9	-	38,2	0,1	-1,5	-7,9	-	15,3	-0,2	1,5	0,9	-	-9,0
2005 gen.	0,0	-9,2	-7,7	-	10,5	-0,1	-27,0	-2,1	-	4,9	0,2	-4,1	-5,9	-	23,1
feb.	0,0	-16,5	-3,7	-	9,2	-0,2	-4,0	-16,4	-	37,5	0,1	17,2	-1,9	-	1,9
mar.	0,0	-1,8	-9,3	-	16,8	0,2	-4,5	-20,4	-	2,9	0,0	-7,3	1,2	-	20,1
apr.	0,0	9,9	-5,3	-	-47,5	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,9	-0,3	-10,6	2,0	-	10,1
mag.	0,0	6,7	-15,5	-	22,8	-0,1	-16,1	-5,3	-	27,8	0,0	-2,4	-6,2	-	8,0
giu.	0,0	5,1	-1,6	-	52,3	0,2	-11,1	-17,2	-	75,9	0,0	3,4	-0,4	-	-5,1
lug.	-0,1	-3,5	-11,1	-	105,0	0,3	-1,8	-17,6	-	2,6	-0,6	0,4	-0,1	-	1,8
ago.	0,0	2,0	-4,8	-	23,0	-0,5	-5,2	-15,9	-	-10,7	0,3	-11,6	-1,6	-	5,6
set.	0,0	-4,2	0,3	-	9,8	-0,2	-12,6	-22,1	-	32,4	0,4	3,8	-7,0	-	13,8
ott.	0,0	4,9	-7,4	-	-10,0	0,6	-16,0	-12,9	-	20,0	0,0	7,0	4,6	-	4,1

6. Altri investimenti per settore

	Totale		Eurosistema		Amministrazioni pubbliche		IFM (escluso l'Eurosistema)						Altri settori			
	Attività	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività	Totale		A lungo		A breve		Attività	Passività		
							Banconote, monete e depositi	Passività	Attività	Passività	Attività	Passività				
															Attività	Passività
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2002	-225,4	65,5	-0,9	19,3	-0,1	-	-8,0	-168,0	25,8	-34,9	52,5	-133,1	-26,7	-56,4	-	28,4
2003	-254,1	173,9	-0,8	10,0	-0,4	-	-3,4	-152,4	134,8	-50,7	52,3	-101,7	82,5	-100,5	-	32,6
2004	-314,3	273,9	-0,2	7,1	-2,2	-2,0	-2,6	-259,6	246,9	-20,0	-3,3	-239,6	250,2	-52,4	-13,2	22,5
2004 3° trim.	-32,8	15,4	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,3	-23,8	6,5	-7,9	-6,0	-15,9	12,4	-7,7	-12,9	3,4
4° trim.	-71,8	65,0	1,4	3,5	3,1	3,7	-1,6	-73,8	58,8	0,9	-0,9	-74,6	59,7	-2,5	10,3	4,4
2005 1° trim.	-170,6	215,1	0,5	4,7	4,0	2,7	0,3	-126,8	195,8	-21,5	10,3	-105,2	185,6	-48,3	-19,0	14,2
2° trim.	-160,4	105,1	-1,3	0,4	-7,4	-8,4	-1,8	-97,4	45,2	-18,7	22,2	-78,7	23,0	-54,3	13,2	61,3
3° trim.	-81,9	130,0	0,4	4,3	7,9	5,3	1,1	-75,1	118,7	-37,2	15,1	-37,9	103,6	-15,0	-12,0	5,9
2004 ott.	-15,9	2,9	0,0	1,2	2,0	2,3	0,1	-9,6	-0,5	8,4	7,0	-18,0	-7,6	-8,3	-1,3	2,0
nov.	-66,1	109,0	0,8	2,0	-0,7	-0,8	1,0	-59,9	97,1	-0,3	3,2	-59,5	94,0	-6,3	-0,9	9,0
dic.	10,2	-46,9	0,7	0,3	1,8	2,2	-2,7	-4,3	-37,9	-7,2	-11,2	2,9	-26,7	12,1	12,5	-6,7
2005 gen.	-50,4	101,4	0,7	3,9	0,2	-1,3	2,6	-33,8	95,4	-9,0	12,9	-24,9	82,5	-17,4	-16,1	-0,5
feb.	-65,5	65,9	0,1	-3,5	-1,8	0,3	-4,3	-60,8	61,8	-8,2	4,6	-52,6	57,2	-3,0	5,2	11,9
mar.	-54,7	47,8	-0,2	4,3	5,5	3,7	2,0	-32,1	38,6	-4,4	-7,2	-27,8	45,8	-27,9	-8,0	2,9
apr.	-120,3	136,1	0,1	-0,2	-5,1	-5,2	-2,1	-98,0	94,5	-9,1	0,0	-89,0	94,5	-17,2	11,6	43,9
mag.	-13,0	21,5	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	20,9	-3,4	10,9	20,9	10,0	-30,0	-4,2	0,4
giu.	-27,1	-52,6	-0,7	0,8	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,2	-6,2	11,3	-10,6	-81,5	-7,1	5,8	17,0
lug.	-40,4	41,2	0,0	-1,1	-0,6	-4,3	0,8	-34,4	42,0	-10,3	3,4	-24,1	38,6	-5,4	-5,5	-0,5
ago.	28,3	7,3	0,2	0,8	6,3	8,6	0,5	24,1	0,7	-6,4	4,1	30,6	-3,4	-2,3	-1,9	5,3
set.	-69,7	81,5	0,2	4,5	2,2	1,0	-0,2	-64,8	76,0	-20,4	7,6	-44,4	68,4	-7,3	-4,6	1,2
ott.	-55,1	56,0	0,0	-1,0	0,3	-0,6	2,0	-49,1	50,7	-5,0	0,6	-44,1	50,1	-6,3	-0,4	4,3

Fonte: BCE.

7.1 Bilancia dei pagamenti
(miliardi di euro; transazioni)

7. Altri investimenti per settore e per strumento

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

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				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	-51,0	-	-	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-	-	-2,3	4,1	28,3	0,1
2004	-256,5	-3,1	244,0	2,9	-6,0	-41,3	-28,1	-13,2	-5,0	8,6	11,7	2,2
2004 2° trim.	-4,8	-0,6	22,5	0,1	-4,9	-8,9	-16,9	8,0	-0,9	3,3	-6,4	-2,2
3° trim.	-22,1	-1,7	4,9	1,5	1,8	-8,7	4,2	-12,9	-0,8	0,0	-0,3	3,7
4° trim.	-75,6	1,8	59,1	-0,3	-0,1	-0,8	-11,2	10,3	-1,6	2,5	2,4	-0,5
2005 1° trim.	-124,8	-1,9	193,0	2,8	-2,8	-42,7	-23,8	-19,0	-2,8	2,9	6,2	5,2
2° trim.	-97,2	-0,2	44,0	1,2	-5,0	-47,3	-60,5	13,2	-2,0	1,1	58,6	1,6

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	-2,6	0,7	0,2	-2,0	-1,5	-1,7	-17,1	0,0	8,5	8,9	-0,2	0,0
2003	28,2	1,7	0,0	-1,6	28,1	-2,5	1,9	-0,1	22,1	6,7	0,1	0,0
2004	12,5	1,2	0,5	4,0	6,9	-3,8	4,0	0,3	18,7	-12,2	-0,1	0,0
2004 2° trim.	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,3	0,1	0,0
3° trim.	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,1	1,4	1,7	0,0	0,0
4° trim.	2,4	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	-0,1	3,4	-2,8	-0,1	0,0
2005 1° trim.	4,8	0,8	0,0	1,6	2,4	5,2	-1,1	0,0	1,1	-2,7	0,0	0,0
2° trim.	3,1	1,3	0,0	1,3	0,5	-4,4	1,1	0,0	0,8	3,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

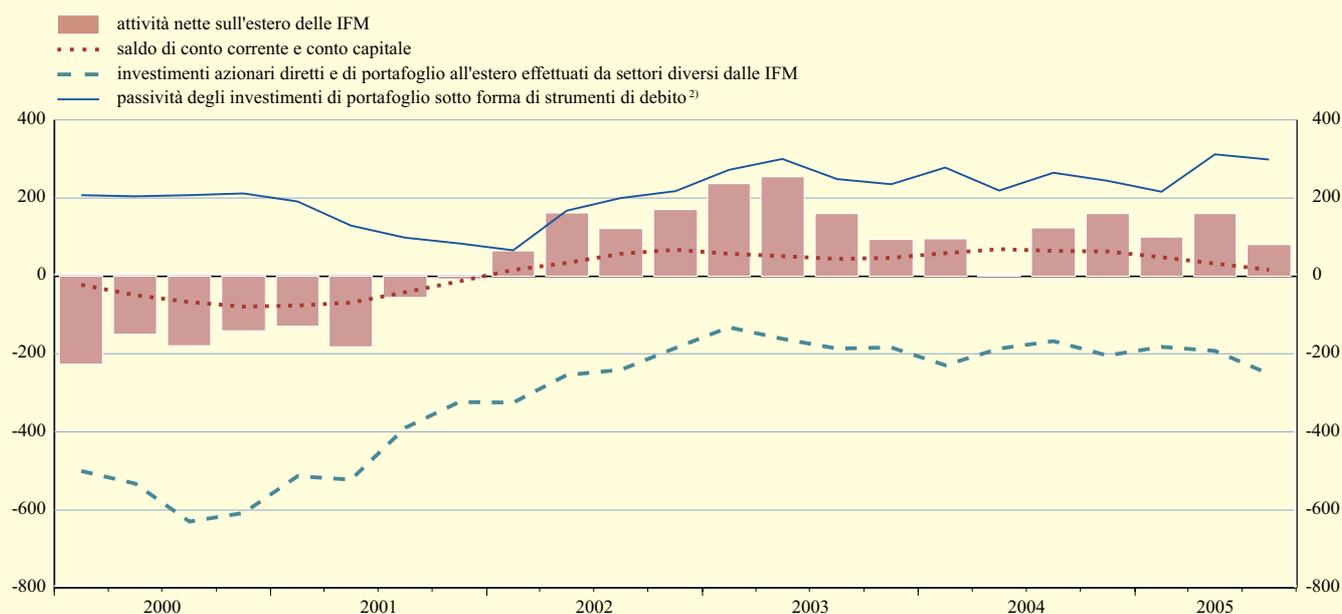
7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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⁾	Strumenti di debito ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	67,6	-147,3	191,5	-120,6	49,1	217,5	-56,5	20,3	-11,0	-52,3	158,2	170,4
2003	46,8	-137,4	137,9	-170,9	115,9	235,8	-100,9	29,2	-11,2	-50,9	94,3	94,1
2004	63,0	-112,4	83,3	-184,8	127,5	244,5	-54,6	19,9	-4,8	-54,7	127,0	160,7
2004 3° trim.	15,9	-14,3	23,5	-32,5	38,6	53,2	-7,5	5,8	-2,3	-16,9	63,4	63,7
4° trim.	21,4	-56,7	45,4	-45,4	90,3	13,3	0,6	2,7	-4,1	-23,7	43,9	57,2
2005 1° trim.	4,6	-30,0	12,0	-66,2	29,3	71,2	-44,4	14,6	-7,2	-30,5	-46,6	-24,8
2° trim.	-9,4	-25,0	15,6	-60,2	1,8	174,4	-61,7	59,5	3,2	-36,6	61,6	65,0
3° trim.	-1,0	-100,1	9,9	-79,9	142,4	39,6	-7,1	7,0	-7,6	-17,8	-14,6	-17,2
2004 ott.	3,8	-29,4	19,4	-17,5	20,8	18,7	-6,3	2,1	-3,7	12,6	20,5	20,5
nov.	5,7	-16,8	20,6	-15,0	26,5	-3,4	-7,0	10,0	1,8	-18,9	3,5	10,3
dic.	11,9	-10,5	5,4	-12,9	43,0	-2,0	13,9	-9,4	-2,1	-17,4	19,8	26,4
2005 gen.	-6,6	-13,4	3,3	-15,7	7,4	22,9	-17,2	2,1	-3,4	-11,7	-32,2	-15,8
feb.	6,9	-4,8	3,1	-22,0	16,4	35,8	-4,8	7,6	1,3	-34,0	5,5	13,7
mar.	4,3	-11,8	5,5	-28,6	5,5	12,5	-22,4	4,9	-5,0	15,1	-19,9	-22,7
apr.	-10,5	-14,1	4,3	-13,9	-57,9	59,2	-22,4	41,8	-0,4	22,0	8,1	2,3
mag.	-1,2	9,1	-0,4	-27,0	11,1	33,8	-29,7	0,8	0,6	-38,3	-41,2	-39,5
giu.	2,3	-20,0	11,7	-19,3	48,6	81,4	-9,6	16,8	3,0	-20,3	94,7	102,2
lug.	2,2	-79,9	1,4	-28,8	112,0	2,6	-6,0	0,3	0,7	-0,3	4,3	0,6
ago.	-0,9	-11,2	-3,2	-22,3	24,7	-6,2	3,9	5,7	-6,3	6,2	-9,6	1,7
set.	-2,4	-9,0	11,6	-28,8	5,8	43,2	-5,1	1,0	-2,0	-23,7	-9,3	-19,5
ott.	-8,4	-4,9	3,4	-15,7	-10,7	18,2	-6,0	6,2	-1,4	15,0	-4,3	-9,5
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2005 ott.	3,4	-187,3	66,9	-249,9	232,4	298,0	-112,4	87,8	-13,4	-106,2	19,3	50,2

F32 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 dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza fino a due anni.

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

1. Bilancia dei pagamenti: conto corrente e conto capitale

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	Totale		Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)					Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
Conto corrente	1.900,5	701,5	39,0	62,8	378,7	161,3	59,6	25,5	49,5	129,6	324,4	670,1
Beni	1.163,8	406,9	26,8	43,4	205,1	131,5	0,2	14,9	33,3	67,3	174,9	466,4
Servizi	369,5	133,8	7,3	10,3	94,3	17,7	4,2	5,1	10,5	35,6	74,0	110,5
Redditi	284,4	100,4	4,6	8,7	70,5	10,8	5,8	5,0	5,4	20,5	69,2	84,0
<i>di cui: redditi da capitale</i>	269,2	95,3	4,5	8,6	69,0	10,6	2,5	4,9	5,3	14,4	67,6	81,7
Trasferimenti correnti	82,9	60,4	0,4	0,5	8,7	1,3	49,4	0,5	0,2	6,2	6,3	9,2
Conto capitale	23,9	21,3	0,0	0,1	0,8	0,1	20,3	0,0	0,1	0,3	1,1	1,1
Debiti												
Conto corrente	1.883,0	615,2	34,0	59,1	296,8	137,3	88,0	18,7	79,4	120,8	285,2	763,7
Beni	1.083,3	321,2	25,4	39,4	147,0	109,4	0,0	8,6	51,1	53,9	113,7	534,8
Servizi	341,3	106,6	6,0	7,9	71,0	21,6	0,1	5,1	7,3	29,5	73,4	119,4
Redditi	315,1	93,8	2,3	10,9	71,3	4,7	4,6	3,3	20,7	32,2	89,7	75,3
<i>di cui: redditi da capitale</i>	308,5	90,6	2,2	10,9	70,3	2,6	4,5	3,2	20,6	31,7	88,8	73,6
Trasferimenti correnti	143,3	93,6	0,3	0,9	7,6	1,6	83,3	1,6	0,3	5,2	8,5	34,2
Conto capitale	8,9	1,0	0,0	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,6	6,8
Saldo												
Conto corrente	17,5	86,3	5,0	3,7	81,9	24,0	-28,4	6,8	-29,9	8,8	39,2	-93,7
Beni	80,4	85,7	1,3	4,0	58,1	22,1	0,2	6,3	-17,8	13,4	61,3	-68,4
Servizi	28,2	27,2	1,3	2,3	23,4	-3,9	4,1	0,0	3,2	6,1	0,6	-8,9
Redditi	-30,7	6,6	2,3	-2,2	-0,8	6,1	1,2	1,7	-15,3	-11,7	-20,5	8,7
<i>di cui: redditi da capitale</i>	-39,3	4,7	2,3	-2,3	-1,3	8,0	-2,0	1,7	-15,3	-17,3	-21,2	8,2
Trasferimenti correnti	-60,4	-33,2	0,1	-0,3	1,2	-0,3	-33,8	-1,1	0,0	1,0	-2,1	-25,0
Conto capitale	15,0	20,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	20,2	-0,1	0,1	-0,1	0,5	-5,7

2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	Totale		Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)					Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti diretti	-43,1	-27,0	5,1	-0,7	-31,7	0,4	0,0	-2,0	1,3	20,3	10,1	-14,2	-31,6
All'estero	-140,0	-77,9	-0,1	-5,8	-52,3	-19,7	0,0	1,5	-1,5	7,5	-10,3	-20,7	-38,6
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-132,3	-65,1	-2,6	-2,4	-36,9	-23,2	0,0	2,1	-1,3	1,1	-22,0	-22,1	-25,2
Debito	-7,7	-12,8	2,6	-3,4	-15,4	3,4	0,0	-0,6	-0,3	6,4	11,7	1,4	-13,4
Nell'area dell'euro	96,9	50,9	5,2	5,1	20,5	20,1	0,0	-3,5	2,8	12,8	20,4	6,5	7,0
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	72,7	41,8	-1,1	4,0	36,5	2,4	0,0	-4,5	1,1	7,5	15,1	10,1	1,6
Debito	24,2	9,1	6,2	1,1	-15,9	17,7	0,0	1,0	1,7	5,3	5,3	-3,5	5,4

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 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Investimenti di portafoglio: attività	-364,0	-157,1	-5,3	-6,0	-116,4	-20,2	-9,2	-3,6	-36,9	0,2	-54,6	-57,6	-54,3
Azioni e altre partecipazioni	-83,4	-23,9	0,5	-1,4	-20,4	-2,5	-0,1	-2,3	-11,7	-0,1	-7,9	-19,6	-17,8
Strumenti di debito	-280,6	-133,2	-5,8	-4,5	-96,1	-17,7	-9,1	-1,3	-25,3	0,3	-46,7	-38,0	-36,4
Obbligazioni e notes	-239,4	-109,1	-4,0	-6,6	-71,4	-18,1	-8,9	-1,7	-16,6	0,5	-55,9	-23,3	-33,4
Strumenti di mercato monetario	-41,2	-24,1	-1,7	2,1	-24,6	0,4	-0,2	0,3	-8,6	-0,2	9,2	-14,8	-3,1

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 3° trim. 2004 al 2° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Altri investimenti	-35,0	-73,1	3,6	-0,4	-71,9	-11,1	6,7	-2,5	12,8	-2,0	33,7	-27,5	1,9	21,6
Attività	-435,6	-320,1	-9,6	-4,3	-282,7	-21,4	-2,1	-3,5	7,3	-10,1	-32,3	-46,4	-3,2	-27,4
Amministrazioni pubbliche	-0,1	-1,1	-1,3	-0,1	-0,4	1,4	-0,6	-0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,8	3,2
IFM	-322,7	-232,1	-6,2	-1,8	-200,4	-22,0	-1,5	-2,8	8,8	-8,3	-35,8	-30,2	-1,4	-20,9
Altri settori	-112,9	-86,9	-2,0	-2,3	-81,8	-0,8	0,0	-0,3	-1,5	-1,8	3,5	-16,2	0,0	-9,7
Passività	400,6	247,0	13,2	3,8	210,8	10,3	8,8	0,9	5,5	8,2	66,0	18,9	5,1	49,0
Amministrazioni pubbliche	-0,8	0,6	0,0	0,1	-0,6	0,0	1,1	0,0	-0,5	0,0	-0,8	0,0	-0,4	0,3
IFM	318,1	176,1	13,0	3,0	147,0	8,4	4,7	0,6	5,1	8,1	49,0	15,6	5,6	58,0
Altri settori	83,3	70,3	0,2	0,8	64,4	1,9	3,0	0,3	1,0	0,1	17,8	3,2	-0,1	-9,3

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							
2004	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Investimenti diretti	33,1	-273,1	-10,4	-11,8	-361,5	110,8	-0,2	22,7	-4,0	35,3	-63,5	-30,9	0,0	346,7
All'estero	2.265,1	759,8	26,1	71,1	537,6	125,1	0,0	66,8	55,9	220,3	486,6	272,2	0,0	403,5
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.825,7	608,4	22,9	43,8	432,7	108,9	0,0	58,3	50,5	171,0	377,2	255,7	0,0	304,8
Debito	439,3	151,4	3,1	27,2	104,9	16,2	0,0	8,5	5,4	49,4	109,4	16,5	0,0	98,7
Nell'area dell'euro	2.231,9	1.032,9	36,5	82,8	899,1	14,3	0,2	44,1	59,8	185,1	550,2	303,0	0,1	56,8
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	1.642,1	814,3	23,0	67,4	719,4	4,4	0,1	40,4	48,8	129,6	387,7	177,0	0,0	44,2
Debito	589,9	218,6	13,4	15,4	179,8	9,9	0,1	3,7	11,1	55,4	162,4	126,1	0,0	12,6
Investimenti di portafoglio: attività	2.984,0	941,1	45,1	100,8	680,8	56,8	57,6	63,4	174,3	91,9	1.050,2	310,3	28,4	324,4
Azioni e altre partecipazioni	1.238,7	315,3	6,6	32,9	261,4	14,4	0,0	12,6	109,5	82,3	483,3	106,8	0,9	128,0
Strumenti di debito	1.745,3	625,8	38,5	67,9	419,4	42,4	57,6	50,8	64,8	9,7	566,9	203,5	27,5	196,3
Obbligazioni e notes	1.458,6	513,8	34,4	58,7	322,5	41,1	57,1	48,7	39,9	8,5	463,5	185,9	27,1	171,2
Strumenti di mercato monetario	286,7	112,1	4,1	9,2	96,9	1,3	0,5	2,1	25,0	1,2	103,4	17,6	0,3	25,1
Altri investimenti	-196,1	34,7	26,1	30,2	90,7	20,8	-133,0	3,6	20,0	-68,9	-42,6	-232,8	-13,4	103,3
Attività	2.940,3	1.472,4	53,8	67,1	1.261,0	85,5	5,0	14,5	85,0	174,1	415,3	258,2	39,8	481,0
Amministrazioni pubbliche	98,6	10,4	1,1	0,0	4,1	2,2	3,1	0,0	0,2	0,1	2,8	1,2	34,3	49,6
IFM	2.004,7	1.136,1	45,0	54,2	971,8	64,0	1,1	7,4	67,1	106,8	244,4	171,5	4,8	266,7
Altri settori	837,0	325,9	7,8	12,9	285,2	19,3	0,8	7,1	17,7	67,2	168,1	85,6	0,7	164,6
Passività	3.136,4	1.437,6	27,7	36,9	1.170,3	64,8	138,0	10,9	65,0	243,0	457,9	491,1	53,2	377,7
Amministrazioni pubbliche	43,6	24,0	0,0	0,2	5,3	0,0	18,5	0,0	0,9	0,1	4,1	0,3	2,9	11,3
IFM	2.539,6	1.143,3	23,9	20,5	955,2	52,2	91,6	6,9	44,5	207,0	355,4	449,5	48,7	284,4
Altri settori	553,2	270,2	3,8	16,2	209,8	12,5	27,9	4,0	19,6	35,9	98,4	41,3	1,6	82,1

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	-389,0	-5,6	422,9	-834,8	2,5	-372,3	392,7
2002	-703,6	-9,8	184,5	-937,6	-12,0	-304,6	366,1
2003	-809,3	-10,9	43,1	-914,0	-8,3	-236,8	306,6
2004	-946,4	-12,3	33,1	-1.049,4	-14,8	-196,1	280,8
2005 1° trim.	-956,7	-12,1	89,2	-1.071,1	-21,3	-238,5	285,0
2° trim.	-1.009,2	-12,7	113,5	-1.226,1	-13,5	-185,4	302,3
Attività							
2001	7.758,3	111,3	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	103,1	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	107,1	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	112,1	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 1° trim.	9.118,1	114,9	2.324,0	3.141,0	174,3	3.193,8	285,0
2° trim.	9.684,6	122,0	2.378,1	3.355,3	197,7	3.451,2	302,3
Passività							
2001	8.147,3	116,9	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,8	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	118,1	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.579,0	124,4	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,4	-
2005 1° trim.	10.074,8	126,9	2.234,8	4.212,2	195,6	3.432,3	-
2° trim.	10.693,8	134,7	2.264,6	4.581,4	211,2	3.636,6	-

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	1.557,6	124,1	1.433,5	528,4	2,1	526,3	1.165,5	43,9	1.121,6	497,6	2,8	494,8
2002	1.547,4	133,3	1.414,1	461,4	1,6	459,7	1.293,1	42,1	1.251,0	531,2	2,9	528,3
2003	1.702,8	125,9	1.577,0	449,2	1,4	447,8	1.526,9	46,6	1.480,3	582,0	2,9	579,1
2004	1.825,7	139,9	1.685,9	439,3	1,2	438,1	1.642,1	46,1	1.596,0	589,9	3,4	586,5
2005 1° trim.	1.858,6	145,3	1.713,3	465,3	1,2	464,2	1.640,0	46,1	1.593,9	594,7	3,7	591,0
2° trim.	1.908,5	152,1	1.756,4	469,6	1,2	468,4	1.655,1	47,2	1.608,0	609,5	3,7	605,8

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

	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
	Attività				Passività	Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario					
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM			Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Passività	Attività				Passività
			Ammini- strazioni pubbliche	Altri settori	Ammini- strazioni pubbliche			Altri settori	Eurosistema		IFM (escluso l'Euro- sistema)	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	1.068,8	1.643,9	2,0	424,8	8,2	783,5	1.517,4	2,8	135,1	0,2	41,8	186,5
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6
2005 1° trim.	2,1	104,2	17,1	1.180,5	1.862,5	6,1	582,4	10,1	950,3	2.078,1	0,5	223,9	4,1	59,7	271,6
2° trim.	2,5	88,1	18,8	1.266,5	2.002,9	6,9	643,4	10,2	1.006,5	2.283,8	0,9	242,0	6,5	63,0	294,6

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		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	2,3	0,8	40,2	0,2	3,1	70,1	-	-	55,8	0,2	44,7	12,3
2002	3,6	0,1	57,2	0,2	1,3	59,4	-	-	54,5	0,1	42,2	13,8
2003	4,4	0,6	65,3	0,2	1,4	54,2	50,1	4,1	39,1	0,0	40,2	3,8
2004	4,5	0,1	73,2	0,2	1,4	57,6	51,0	6,7	39,6	0,0	40,1	3,5
2005 1° trim.	3,8	0,1	77,5	0,2	1,4	55,3	49,1	6,2	40,8	0,0	43,7	2,4
2° trim.	5,0	0,2	78,9	0,2	1,4	62,2	47,7	14,5	42,3	0,0	42,0	3,1

	IFM (escluso l'Eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Altre attività	Passività		
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi				Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	1.666,4	48,8	2.362,1	49,3	176,4	511,7	-	-	101,2	109,7	349,7	40,7
2002	1.686,3	60,8	2.251,1	48,5	174,5	492,6	-	-	92,7	104,4	365,2	47,8
2003	1.739,6	38,4	2.242,9	30,9	170,3	538,4	208,7	329,8	96,7	106,6	383,5	46,3
2004	1.955,8	44,3	2.424,3	42,0	172,3	558,6	227,5	331,1	106,2	109,5	394,7	48,9
2005 1° trim.	2.117,3	58,5	2.662,9	60,8	177,6	627,5	259,7	367,9	111,4	116,7	411,6	56,4
2° trim.	2.277,6	66,4	2.780,1	72,5	184,4	683,0	325,8	357,1	128,6	116,4	480,5	62,8

5. Riserve ufficiali

	Riserve ufficiali												Per memoria:			
	Totale	Oro monetario		Diritti speciali di prelievo	Posizione di riserva nell'FMI	Totale	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	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi	Titoli				Strumenti finanziari derivati				
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale	Azioni					Obbligazioni e notes	Strumenti di mercato monetario
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,6	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,7	1,0	80,2	26,5	0,9	0,0	20,3	-16,3
2004	280,8	125,4	389,998	3,9	18,6	132,9	12,5	25,5	94,7	0,5	58,5	35,6	0,2	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	59,8	40,1	-0,1	0,0	21,4	-15,1
2° trim.	302,3	138,2	382,323	4,2	16,5	143,4	12,4	28,3	103,0	0,5	62,8	39,7	-0,4	0,0	23,4	-17,7
2005 set.	311,6	149,4	380,258	4,2	13,8	144,2	10,8	27,3	106,3	-	-	-	-0,2	0,0	24,0	-19,5
ott.	310,5	148,1	378,357	4,2	13,6	144,5	8,7	28,8	107,1	-	-	-	-0,1	0,0	23,6	-20,4
nov.	322,7	158,8	377,023	4,3	13,4	146,2	8,8	27,8	109,7	-	-	-	-0,1	0,0	23,6	-19,4
	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	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
2° trim.	39,7	8,4	23,145	0,2	0,0	31,2	3,8	5,1	22,3	0,0	8,2	14,1	0,0	0,0	2,6	-1,4
2005 set.	41,0	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,5
ott.	41,0	9,1	23,145	0,2	0,0	31,7	2,3	6,9	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,3	-1,5
nov.	42,3	9,7	23,145	0,2	0,0	32,3	2,2	6,4	23,8	-	-	-	0,0	0,0	3,1	-2,3

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:			
			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	235,1	289,2	932,5	1.016,8	579,2	178,9	228,4	740,9	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,5	949,3	984,6	559,4	163,2	234,3	717,4	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,8	500,9	222,8	300,4	925,2	989,9	553,8	164,2	240,9	716,4	109,0
2004	8,9	9,3	1.147,1	548,0	247,0	313,6	997,1	1.075,1	604,1	183,7	256,2	769,7	129,4
2004 2° trim.	12,6	10,0	288,4	137,3	62,0	80,1	249,5	265,1	148,3	46,6	63,7	189,8	29,8
3° trim.	9,0	14,5	287,9	138,7	61,7	78,6	250,0	275,6	157,1	46,1	64,0	195,2	36,6
4° trim.	8,8	12,5	291,7	139,5	62,8	77,9	254,0	279,1	158,5	47,3	65,1	199,7	36,6
2005 1° trim.	3,4	8,5	292,1	137,7	62,0	77,3	255,7	279,3	155,3	45,0	63,2	197,8	36,1
2° trim.	5,9	10,5	301,6	143,0	63,7	80,2	258,4	292,1	165,1	49,0	64,5	200,8	40,5
3° trim.	9,5	14,0	317,3	148,2	69,4	83,4	273,1	314,2	179,2	51,4	68,0	215,9	51,0
2005 mag.	6,8	13,1	101,1	47,7	21,1	26,6	86,8	98,1	55,4	15,9	21,8	68,0	13,2
giu.	6,4	7,8	100,9	47,7	21,5	27,2	85,8	97,2	54,8	16,7	21,7	66,5	13,7
lug.	2,8	9,4	103,3	47,7	22,3	26,9	88,8	102,2	56,8	16,5	22,0	70,9	14,7
ago.	14,1	19,7	106,7	50,0	23,4	28,1	91,9	106,8	62,4	18,0	23,0	73,3	18,1
set.	12,4	13,3	107,3	50,5	23,7	28,4	92,3	105,1	60,1	16,9	23,0	71,7	18,2
ott.	6,9	12,3	104,9	48,7	22,6	27,7	88,8	106,0	59,2	17,3	22,7	71,3	14,8
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2001	5,1	-0,8	104,9	102,1	108,6	107,9	105,4	99,1	99,3	96,3	100,5	97,8	99,3
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,1	108,2	98,3	98,8	89,5	104,1	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,0	114,9	109,3	102,0	100,4	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,4	121,0	120,0	118,2	108,0	103,8	108,3	118,4	107,3	105,6
2004 2° trim.	12,1	6,8	118,4	115,9	121,0	122,0	118,3	107,1	103,0	109,1	117,9	105,8	101,3
3° trim.	7,7	8,2	117,6	116,0	120,2	120,1	118,0	108,8	105,1	108,2	117,8	108,1	114,4
4° trim.	7,5	6,0	119,6	116,1	123,6	119,3	120,1	109,5	104,2	112,9	120,0	110,7	105,0
2005 1° trim.	1,3	2,4	119,0	113,6	122,3	117,9	120,1	110,1	102,6	108,9	116,3	109,6	105,8
2° trim.	4,2	4,3	121,8	117,0	125,0	121,4	121,0	111,4	103,8	116,9	118,3	110,5	103,6
3° trim.	6,8	4,3	126,5	119,7	135,3	124,7	127,0	113,5	104,5	119,8	122,5	117,3	108,9
2005 mag.	5,6	8,0	123,3	117,8	124,8	121,1	122,5	113,9	106,6	114,3	119,9	112,6	107,3
giu.	4,4	1,4	121,5	116,2	126,2	122,7	120,0	108,9	100,8	117,5	118,2	108,7	99,3
lug.	0,3	0,9	123,8	115,5	130,6	121,4	124,0	111,8	100,6	116,1	119,3	115,8	97,7
ago.	11,5	9,1	127,5	121,5	136,4	125,6	128,2	115,3	108,8	123,7	124,1	119,1	117,3
set.	9,4	3,4	128,2	122,2	138,8	127,0	128,7	113,5	104,1	119,4	124,1	117,1	111,7
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
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 2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,3	94,7	100,0	96,3	96,7	97,4	93,4	97,9	96,2	95,7
3° trim.	1,3	5,8	97,6	97,1	94,8	99,7	96,7	99,0	101,1	93,1	98,4	96,9	104,0
4° trim.	1,2	6,1	97,3	97,6	93,9	99,5	96,5	99,6	103,0	91,5	98,1	96,8	113,6
2005 1° trim.	2,1	6,0	97,8	98,5	93,8	99,9	97,1	99,1	102,3	90,2	98,4	96,9	111,2
2° trim.	1,6	5,9	98,7	99,4	94,3	100,7	97,5	102,5	107,7	91,6	98,8	97,5	127,5
3° trim.	2,5	9,3	100,0	100,6	94,9	101,9	98,1	108,1	116,0	93,8	100,4	98,8	152,3
2005 mag.	1,1	4,7	98,1	98,7	93,9	100,3	97,0	101,0	105,4	91,1	98,8	97,3	120,2
giu.	2,0	6,3	99,4	100,1	94,4	101,4	97,8	104,6	110,4	92,9	99,5	98,4	134,8
lug.	2,5	8,4	99,8	100,6	94,8	101,3	98,1	107,1	114,5	93,3	100,0	98,6	146,7
ago.	2,2	9,8	100,1	100,4	95,0	102,4	98,1	108,6	116,3	95,4	100,5	99,1	151,3
set.	2,8	9,6	100,1	100,7	94,8	102,0	98,1	108,6	117,2	92,6	100,7	98,6	159,0
ott.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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	60,4	49,9	93,4
2002	1.083,7	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	100,4
2003	1.059,8	24,9	38,7	194,9	117,6	29,2	63,4	24,9	166,3	35,2	31,3	135,5	59,5	37,9	100,5
2004	1.147,1	25,7	41,8	203,7	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,3
2004 2° trim.	288,4	6,3	10,4	51,0	32,3	9,0	16,3	8,3	44,1	10,7	8,0	36,9	16,0	9,9	29,2
3° trim.	287,9	6,5	10,5	51,4	31,7	9,2	17,2	7,9	43,3	9,7	8,4	38,3	16,5	10,2	26,9
4° trim.	291,7	6,7	10,7	51,1	32,8	9,2	17,1	7,7	43,8	10,1	8,2	37,8	16,0	10,5	30,2
2005 1° trim.	292,1	6,7	10,9	49,8	33,3	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,9
2° trim.	301,6	7,0	11,2	49,9	34,0	10,6	16,8	8,1	45,4	10,0	8,4	40,4	17,1	11,2	31,6
3° trim.	317,3	7,3	11,4	51,3	35,8	11,3	17,8	8,9	47,0	11,3	8,5	43,7	19,1	12,2	31,6
2005 mag.	101,1	2,4	3,7	16,9	11,2	3,5	5,7	2,7	15,1	3,3	2,7	13,3	6,1	3,7	10,8
giu.	100,9	2,4	3,7	16,5	11,5	3,6	5,5	2,7	15,3	3,4	2,8	13,3	5,5	3,6	11,3
lug.	103,3	2,4	3,8	16,8	11,7	3,4	5,7	2,8	15,2	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,5
ago.	106,7	2,5	3,8	17,5	11,8	4,0	6,2	3,1	15,9	3,7	2,9	14,4	6,6	4,0	10,1
set.	107,3	2,5	3,8	16,9	12,3	3,8	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,8	6,5	4,1	11,0
ott.	104,9	.	.	.	.	3,6	5,8	3,0	15,5	3,7	2,8	13,8	6,0	4,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,2	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
Importazioni (c.i.f.)															
2001	1.016,8	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,5	58,6	150,5	74,0	41,0	83,0
2002	984,6	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	80,9
2003	989,9	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,4	52,2	141,4	68,9	39,8	84,2
2004	1.075,1	25,3	39,7	143,7	107,1	56,4	53,4	22,8	113,8	92,1	53,9	163,1	72,8	45,1	86,0
2004 2° trim.	265,1	6,1	9,9	35,2	26,8	13,6	13,2	5,7	29,8	22,5	13,1	40,7	17,2	11,0	20,3
3° trim.	275,6	6,4	10,1	37,4	26,1	14,5	13,6	6,0	28,7	23,6	13,7	42,2	19,1	11,6	22,6
4° trim.	279,1	6,5	10,2	36,4	27,3	15,9	13,8	6,1	28,8	25,3	13,5	43,2	19,9	11,7	20,7
2005 1° trim.	279,3	6,2	10,0	35,7	27,0	16,7	13,4	6,2	29,1	26,6	13,0	41,0	20,2	12,1	22,1
2° trim.	292,1	6,4	10,2	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,8	12,4	45,8	21,8	11,9	22,8
3° trim.	314,2	6,3	10,5	38,6	29,8	18,7	15,0	6,1	30,6	30,4	13,4	49,2	26,6	13,7	25,3
2005 mag.	98,1	2,3	3,4	12,2	9,9	6,0	4,8	2,1	9,9	9,5	4,2	14,9	7,6	3,9	7,5
giu.	97,2	2,0	3,4	11,9	9,6	5,8	4,9	1,8	10,0	9,4	4,1	16,1	7,2	4,0	7,0
lug.	102,2	2,0	3,5	12,8	9,7	5,7	5,0	2,0	10,1	9,9	4,3	15,6	7,8	4,1	9,8
ago.	106,8	2,2	3,5	13,0	9,9	6,7	5,0	2,1	10,3	10,2	4,7	17,3	9,8	4,9	7,4
set.	105,1	2,1	3,5	12,9	10,1	6,4	5,0	2,0	10,2	10,3	4,4	16,3	9,1	4,7	8,2
ott.	106,0	.	.	.	.	6,3	5,0	2,1	10,2	10,4	4,2	15,1	8,2	4,7	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,4	3,7	13,4	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
Saldo															
2001	45,9	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	10,4
2002	99,2	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	19,5
2003	69,9	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,1	-20,9	-5,9	-9,4	-1,8	16,3
2004	72,0	0,5	2,1	60,0	20,9	-20,7	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	27,3
2004 2° trim.	23,3	0,3	0,6	15,7	5,5	-4,5	3,1	2,6	14,3	-11,8	-5,1	-3,8	-1,3	-1,1	8,8
3° trim.	12,3	0,1	0,4	14,0	5,7	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,8	-5,3	-3,9	-2,5	-1,4	4,3
4° trim.	12,6	0,2	0,5	14,7	5,5	-6,6	3,3	1,6	15,0	-15,2	-5,3	-5,5	-3,9	-1,2	9,5
2005 1° trim.	12,8	0,5	0,9	14,1	6,3	-6,9	4,0	1,7	14,4	-16,3	-4,5	-2,1	-3,2	-1,1	4,8
2° trim.	9,5	0,6	1,0	13,3	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,8	-4,0	-5,4	-4,7	-0,7	8,8
3° trim.	3,1	1,1	0,9	12,7	6,1	-7,4	2,9	2,9	16,4	-19,1	-4,9	-5,5	-7,6	-1,5	6,3
2005 mag.	3,0	0,1	0,3	4,7	1,3	-2,4	0,9	0,7	5,1	-6,2	-1,5	-1,6	-1,5	-0,2	3,4
giu.	3,8	0,3	0,3	4,6	1,8	-2,1	0,6	0,9	5,3	-6,0	-1,3	-2,8	-1,7	-0,4	4,3
lug.	1,1	0,3	0,3	4,0	1,9	-2,3	0,8	0,9	5,1	-6,2	-1,5	-1,1	-1,8	0,0	0,7
ago.	-0,2	0,3	0,3	4,6	1,9	-2,7	1,2	1,0	5,6	-6,4	-1,8	-2,9	-3,2	-0,9	2,8
set.	2,2	0,4	0,3	4,1	2,2	-2,5	0,9	1,0	5,7	-6,4	-1,6	-1,5	-2,6	-0,6	2,8
ott.	-1,2	.	.	.	.	-2,7	0,8	1,0	5,3	-6,7	-1,4	-1,4	-2,2	-0,7	.

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

TASSI DI CAMBIO

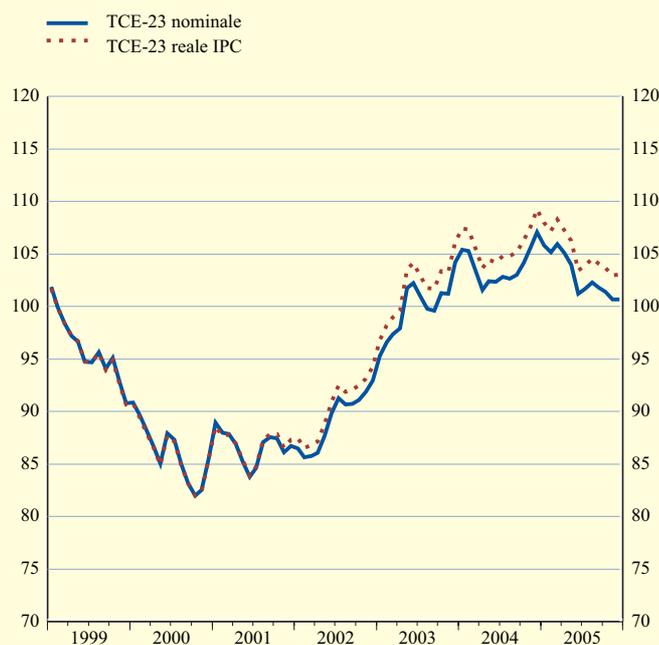
8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

(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	
2003	99,9	101,7	102,2	101,2	97,8	98,6	106,6	101,6	
2004	103,8	105,9	105,2	105,0	103,2	102,8	111,0	105,4	
2005	102,9	105,2	103,6	.	.	.	109,5	103,6	
2004 4° trim.	105,7	107,7	106,6	106,6	105,2	104,2	113,0	107,1	
2005 1° trim.	105,7	107,9	106,9	106,8	103,9	103,6	112,6	106,6	
2° trim.	103,4	105,6	104,2	104,5	100,8	101,6	110,1	104,1	
3° trim.	101,9	104,2	102,4	102,7	99,5	100,2	108,3	102,4	
4° trim.	100,9	103,2	100,9	.	.	.	107,2	101,2	
2004 dic.	107,1	109,2	108,1	-	-	-	114,4	108,4	
2005 gen.	105,8	108,0	107,1	-	-	-	112,9	106,9	
feb.	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,9	
mar.	106,0	108,3	107,3	-	-	-	112,9	106,9	
apr.	105,1	107,3	105,9	-	-	-	111,9	105,8	
mag.	104,0	106,2	104,6	-	-	-	110,6	104,6	
giu.	101,2	103,4	102,1	-	-	-	107,6	101,8	
lug.	101,7	103,9	102,3	-	-	-	108,0	102,1	
ago.	102,3	104,6	102,9	-	-	-	108,7	102,8	
set.	101,8	104,1	102,0	-	-	-	108,2	102,4	
ott.	101,4	103,7	101,4	-	-	-	107,8	101,8	
nov.	100,7	103,0	100,7	-	-	-	106,9	100,8	
dic.	100,7	103,1	100,6	-	-	-	106,9	100,8	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2005 dic.	0,0	0,1	-0,1	-	-	-	0,0	0,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2005 dic.	-6,0	-5,6	-7,0	-	-	-	-6,6	-7,0	

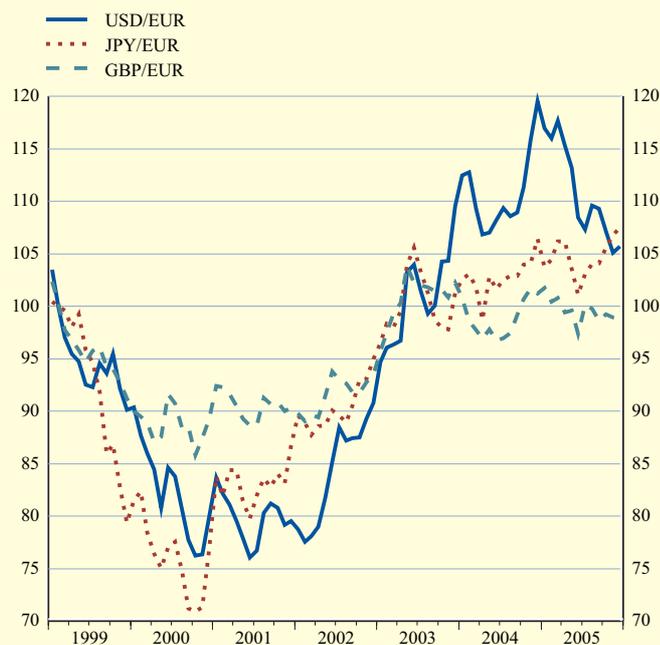
F33 Tassi di cambio effettivi

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



F34 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	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
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	7,4518	9,2822	0,68380	1,2441	136,85	1,5483	1.273,61	9,6768	2,0702	1,5087	8,0092	1,6320
2005 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
4° trim.	7,4586	9,4731	0,67996	1,1884	139,41	1,5472	1.231,69	9,2157	2,0065	1,3956	7,8785	1,5983
2005 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
ott.	7,4620	9,4223	0,68137	1,2015	138,05	1,5490	1.256,66	9,3191	2,0326	1,4149	7,8347	1,5937
nov.	7,4596	9,5614	0,67933	1,1786	139,59	1,5449	1.226,38	9,1390	2,0017	1,3944	7,8295	1,6030
dic.	7,4541	9,4316	0,67922	1,1856	140,58	1,5479	1.212,30	9,1927	1,9855	1,3778	7,9737	1,5979
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2005 dic.	-0,1	-1,4	0,0	0,6	0,7	0,2	-1,1	0,6	-0,8	-1,2	1,8	-0,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2005 dic.	0,3	5,0	-2,3	-11,6	1,0	0,7	-13,9	-11,8	-9,8	-15,6	-3,0	-8,5
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno ¹⁾
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
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	29,782	15,6466	0,57683	0,6962	3,4528	248,05	0,4299	4,0230	239,57	38,599	1,9558	3,6209
2005 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
4° trim.	29,304	15,6466	0,57339	0,6965	3,4528	251,84	0,4293	3,9152	239,51	38,494	1,9558	3,6379
2005 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
ott.	29,675	15,6466	0,57319	0,6965	3,4528	251,85	0,4293	3,9229	239,53	38,923	1,9559	3,5997
nov.	29,266	15,6466	0,57351	0,6963	3,4528	251,04	0,4293	3,9701	239,51	38,678	1,9557	3,6543
dic.	28,972	15,6466	0,57346	0,6967	3,4528	252,68	0,4293	3,8501	239,51	37,872	1,9558	3,6589
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2005 dic.	-1,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	0,0	-3,0	0,0	-2,1	0,0	0,1
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2005 dic.	-5,4	0,0	-1,0	1,0	0,0	2,8	-0,7	-6,9	-0,1	-2,6	0,0	-
	Yuan renminbi cinese ²⁾	Kuna croata ²⁾	Corona islandese	Rupia indonesiana ²⁾	Ringgit malese ²⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino ²⁾	Rublo russo ²⁾	Rand sud africano	Bath thailandese ²⁾	Nuova lira turca ³⁾	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
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	10,1955	7,4008	78,23	12.072,83	4,7119	1,7660	68,494	35,1884	7,9183	50,068	1,6771	
2005 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	
4° trim.	9,6057	7,3831	73,86	11.875,37	4,4881	1,7124	64,821	34,1294	7,7706	48,780	1,6132	
2005 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	
ott.	9,7189	7,3822	73,29	12.118,09	4,5330	1,7212	66,777	34,3262	7,9139	49,153	1,6331	
nov.	9,5273	7,3791	72,98	11.834,55	4,4534	1,7088	64,258	33,9184	7,8502	48,469	1,6033	
dic.	9,5746	7,3882	75,36	11.675,40	4,4796	1,7072	63,454	34,1538	7,5439	48,731	1,6038	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2005 dic.	0,5	0,1	3,3	-1,3	0,6	-0,1	-1,3	0,7	-3,9	0,5	0,0	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2005 dic.	-13,7	-2,3	-10,3	-5,7	-12,1	-8,9	-15,8	-8,7	-1,8	-7,3	-	

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													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	.	.	.	.	.	2,5	.	.	.
2005 2° trim.	1,2	1,6	3,6	2,1	6,7	2,4	3,6	2,2	2,2	2,2	2,6	0,5	1,9
3° trim.	1,6	2,2	4,3	1,7	6,7	2,2	3,5	2,1	1,7	2,3	2,2	0,9	2,4
4° trim.	2,2	2,0	4,0	1,9	.	.	.	.	.	2,6	.	.	.
2005 ago.	1,4	2,3	4,2	1,5	6,3	2,3	3,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,1	2,4
set.	2,0	2,4	4,9	2,1	7,4	2,6	3,6	2,0	1,9	3,2	2,3	1,1	2,5
ott.	2,5	1,9	4,5	2,2	7,7	3,0	3,1	3,0	1,6	3,2	3,5	0,9	2,3
nov.	2,2	1,9	4,0	2,0	7,5	2,8	3,3	4,3	1,1	2,1	3,6	1,2	2,1
dic.	1,9	2,2	3,6	1,4	.	.	.	.	.	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	-5,8	-3,3	-2,7	-7,8	-0,3	-1,7
2003	-12,5	1,2	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	2,9	1,7	-4,1	-0,9	-1,4	-5,4	-5,1	-3,9	-2,1	-3,1	1,6	-3,2
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	63,2	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 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
set.	3,26	3,05	-	4,81	3,87	3,50	5,64	4,41	4,57	3,74	3,13	2,98	4,25
ott.	3,46	3,22	-	4,22	3,87	3,50	6,49	4,41	4,91	3,62	3,25	3,17	4,40
nov.	3,76	3,46	-	4,22	3,56	3,64	6,81	4,39	5,38	3,62	3,70	3,39	4,37
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
set.	1,80	2,18	2,32	3,80	2,82	2,32	5,65	3,26	4,51	4,03	2,93	1,67	4,60
ott.	1,91	2,22	2,32	3,59	2,78	2,31	6,15	3,24	4,55	4,01	3,03	1,72	4,59
nov.	2,24	2,39	2,32	3,51	2,84	2,42	6,20	3,19	4,64	4,01	3,19	1,72	4,62
PIL a prezzi costanti													
2003	3,2	0,6	6,7	1,9	7,2	10,4	3,4	-1,7	3,8	2,7	4,5	1,7	2,5
2004	4,7	2,1	7,8	3,8	9,8	7,0	4,6	0,1	5,4	4,2	5,5	3,7	3,2
2005 1° trim.	5,0	2,1	7,0	3,9	7,3	6,3	4,3	0,2	2,1	2,9	5,1	2,3	2,0
2° trim.	5,2	3,1	10,2	3,7	11,4	7,6	4,3	1,9	2,8	5,0	5,1	2,3	1,6
3° trim.	4,9	4,7	10,4	3,9	11,4	8,5	4,4	2,9	3,7	4,2	6,2	2,8	1,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2003	-6,3	3,3	-11,6	-2,4	-7,5	-6,4	-8,7	-5,5	-2,1	-1,0	-0,5	7,4	-1,3
2004	-5,7	2,4	-11,9	-4,9	-11,8	-6,4	-8,5	-8,7	-3,8	-2,5	-3,1	8,2	-1,8
2005 1° trim.	3,0	3,4	-9,5	-13,5	-9,3	-3,7	-6,8	-7,9	-1,0	-1,7	-2,2	8,3	-1,7
2° trim.	-4,1	5,3	-10,9	1,5	-9,8	-6,7	-7,2	-10,4	-0,8	0,4	-11,9	6,2	-1,1
3° trim.	-4,4	5,2	-6,6	3,1	-11,1	-6,7	-7,1	-0,6	-1,4	0,6	-4,7	7,8	-3,1
Costo del lavoro per unità di prodotto													
2003	7,6	1,6	4,9	-	5,6	1,5	7,2	-	.	4,7	3,5	1,0	3,2
2004	1,1	1,1	3,0	-	7,3	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,6	2,0
2005 1° trim.	-0,3	1,9	3,1	-	-	4,0	-	-	.	-	5,7	2,6	4,3
2° trim.	0,4	2,6	2,4	-	-	1,2	-	-	.	-	3,6	0,1	3,3
3° trim.	2,0	-1,1	4,1	-	-	3,4	-	-	.	-	4,1	0,9	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2004	8,3	5,4	9,2	5,2	9,8	10,9	6,0	7,7	18,8	6,0	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	.	.	6,0	.	8,2	.	.	.	.	.	.	.
2005 2° trim.	8,0	5,0	7,8	5,8	9,1	8,6	7,1	8,2	18,0	5,8	16,5	.	4,6
3° trim.	7,8	4,8	7,3	6,1	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,3	.	4,7
4° trim.	7,9	.	.	5,9	.	7,0	.	.	.	.	.	.	.
2005 ago.	7,8	4,8	7,3	6,1	8,8	7,9	7,2	7,8	17,7	5,8	16,2	.	4,6
set.	7,9	4,7	7,1	6,2	8,8	7,6	7,2	7,8	17,7	5,8	16,2	.	4,8
ott.	7,9	4,6	6,8	6,1	8,7	7,3	7,2	7,7	17,6	5,8	16,2	.	.
nov.	7,9	4,5	6,6	5,9	8,6	7,0	7,3	7,7	17,4	5,9	16,0	.	.
dic.	7,8	.	.	5,8	.	6,8	.	.	.	.	.	.	.

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

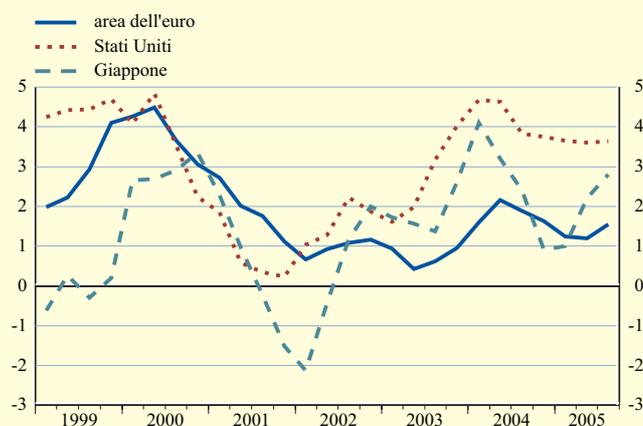
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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											
2002	1,6	-0,6	1,6	0,3	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	2,2	2,7	0,7	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-5,0	47,9
2004	2,7	-3,1	4,2	5,0	5,5	5,1	1,62	4,26	1,2439	-4,7	48,6
2005	.	.	.	.	5,1	.	3,56	4,28	1,2441	.	.
2004 4° trim.	3,3	-1,6	3,8	5,2	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-4,3	48,6
2005 1° trim.	3,0	2,3	3,6	4,8	5,2	5,8	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,5
2° trim.	2,9	3,1	3,6	3,4	5,1	5,0	3,28	4,16	1,2594	-3,4	48,6
3° trim.	3,8	1,7	3,6	3,0	5,0	6,1	3,77	4,21	1,2199	.	.
4° trim.	.	.	.	.	4,9	.	4,34	4,48	1,1884	.	.
2005 ago.	3,6	-	-	3,1	4,9	6,1	3,80	4,26	1,2292	-	-
set.	4,7	-	-	2,7	5,1	6,6	3,91	4,19	1,2256	-	-
ott.	4,3	-	-	3,7	4,9	7,3	4,17	4,45	1,2015	-	-
nov.	3,5	-	-	4,1	5,0	7,4	4,35	4,53	1,1786	-	-
dic.	.	-	-	.	4,9	.	4,49	4,46	1,1856	-	-
Giappone											
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	.	.
2005	.	.	.	.	.	.	0,06	1,39	136,85	.	.
2004 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.	-0,3	0,3	2,8	0,1	4,3	1,8	0,06	1,36	135,62	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,06	1,53	139,41	.	.
2005 ago.	-0,3	-1,1	-	1,5	4,3	1,7	0,06	1,43	135,98	-	-
set.	-0,3	-0,6	-	1,1	4,2	2,0	0,06	1,38	136,06	-	-
ott.	-0,7	.	-	3,0	4,5	2,0	0,06	1,54	138,05	-	-
nov.	-0,8	.	-	3,3	4,6	2,2	0,06	1,52	139,59	-	-
dic.	.	.	-	.	.	.	0,07	1,54	140,58	-	-

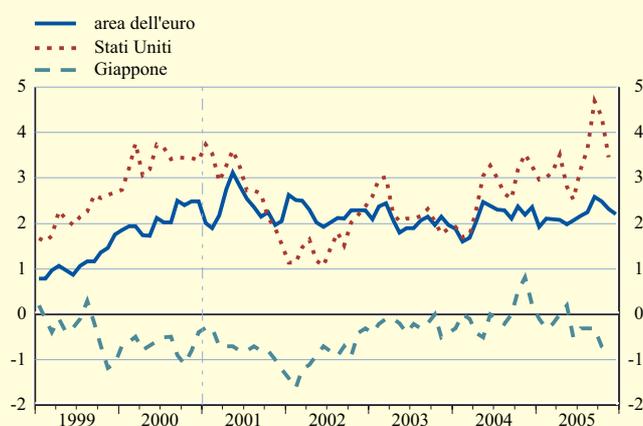
F35 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F36 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonti: dati nazionali (colonne 1, 2 (Stati Uniti), 3, 4, 5 (Stati Uniti), 6, 9 e 10); OCSE (colonna 2 (Giappone)); Eurostat (colonna 5 (Giappone), grafico area dell'euro), Reuters (colonne 7 e 8); elaborazioni della BCE (colonna 11).

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

2) Valori medi; M3 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

3) Per ulteriori informazioni, cfr. sezioni 4.6 e 4.7.

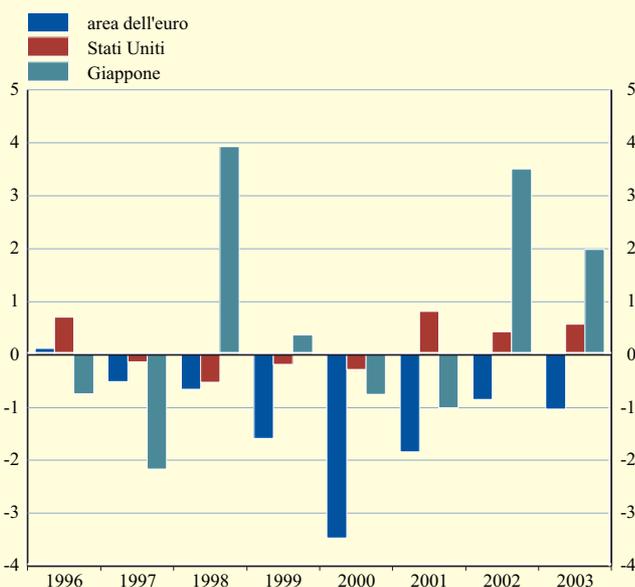
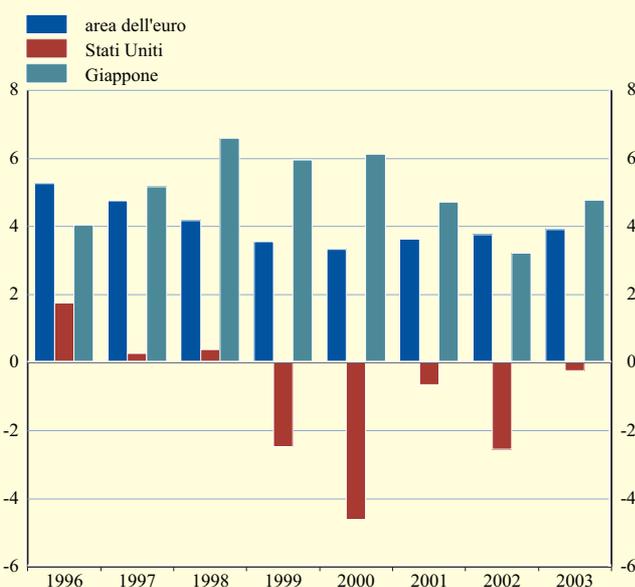
4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

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

9.2 Stati Uniti e Giappone
(in percentuale del PIL)

2. Risparmio, investimenti e saldi finanziari

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie 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	4,9	10,8	5,5
2002	14,2	18,4	-4,4	7,0	7,0	1,2	7,7	0,8	-0,2	13,0	4,1	11,4	6,6
2003	13,4	18,5	-4,6	6,8	6,8	0,8	8,0	0,3	0,8	13,3	7,7	11,3	7,9
2004	13,4	19,6	-5,6	7,3	7,0	4,0	8,0	3,0	0,9	13,5	6,7	11,0	9,4
2003 4° trim.	13,9	18,8	-4,3	7,0	6,9	1,2	8,3	0,4	0,0	13,5	5,6	11,2	4,0
2004 1° trim.	13,4	19,0	-5,0	7,1	6,8	5,0	8,2	3,7	1,1	13,3	6,9	11,0	9,7
2° trim.	13,3	19,8	-5,6	7,4	7,0	3,3	8,1	2,0	-0,2	13,6	5,2	10,7	8,9
3° trim.	13,5	19,8	-5,5	7,3	7,1	3,3	8,4	1,9	0,5	13,6	6,7	10,9	8,9
4° trim.	13,5	19,9	-6,2	7,5	7,2	4,6	7,3	4,3	2,1	13,6	7,8	11,4	10,2
2005 1° trim.	13,4	20,2	-6,4	7,6	7,2	3,0	7,7	2,5	0,8	13,7	5,1	10,0	7,8
2° trim.	13,2	19,8	-6,0	7,2	7,3	2,7	8,1	1,3	0,6	13,9	3,7	9,4	9,3
3° trim.	13,3	19,9	-6,0	7,2	7,4	2,5	8,5	0,7	-0,7	13,9	5,5	9,7	9,6
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 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	.	.	.	-17,0	.	-16,4	0,9	.	7,6	.	-6,7
3° trim.	.	23,5	.	.	.	5,7	.	4,3	-1,5	.	-4,0	.	3,3

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

F38 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 nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	S32
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S33
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S34
F17	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	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S54
F27	Debito (definizione di Maastricht)	S54
F28	Saldi di conto corrente	S55
F29	Investimenti diretti e di portafoglio	S55
F30	Conto dei beni	S56
F31	Conto dei servizi	S56
F32	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	S60
F33	Tassi di cambio effettivi	S67
F34	Tassi di cambio bilaterali	S67
F35	PIL a prezzi costanti	S70
F36	Indici dei prezzi al consumo	S70
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	S71
F38	Saldo finanziario delle famiglie	S71

NOTE TECNICHE

RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

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

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

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

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

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

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

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ 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 stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

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 nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali 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:

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza è motivata dalla necessità di distinguere i diversi modi di ottenere le “emissioni nette” e le equivalenti “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 nozionali 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.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA 2). La destagionalizzazione è effettuata, per le emissioni totali di titoli, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Similmente a quanto riportato nelle formule l) e m), il tasso di crescita per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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*.

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

RELATIVE ALLA TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

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

RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni, 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 redditi, la correzione per il numero di giornate lavorative tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. I dati sui crediti del conto dei beni 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. 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 all'11 gennaio 2006.

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

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

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – che sono convertiti in ECU dalle monete nazionali dei paesi partecipanti utilizzando i tassi di cambio correnti con l'ECU – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche moneta-

rie, i dati anteriori al 1999 nelle sezioni dalla 2.1 alla 2.8 sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

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

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

Il gruppo "Altri Stati membri dell'UE" è costituito da: Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Ungheria, Malta, Polonia, Slovenia, Slovacchia, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo di contabilità nazionale del 1995 (SEC 95) ed il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, rivalutazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, per strumenti con scadenza originaria fino a n anni si intendono quegli strumenti con scadenza originaria non superiore a n anni.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. Le

osservazioni 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 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) G.U. L. 356 del 30.12.1998, pag. 7.

2) G.U. 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 termine”: i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza opzionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. Si stima che tali statistiche coprano circa il 95 per cento delle emissioni totali da parte di residenti nell'area dell'euro. I titoli denominati in euro indicati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3 includono anche voci espresse nelle denominazioni nazionali dell'euro.

La sezione 4.1 riporta i titoli non azionari distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione. Essa contiene i dati sulle consistenze, sulle emissioni lorde e nette di titoli non azionari denominati in euro non ché di quelli emessi da residenti nell'area dell'euro, in euro e in tutte le altre valute, sia per il totale dei titoli sia per quelli a lungo termine. Le emissioni nette differiscono dalla variazione delle consistenze per effetto di rivalutazioni, riclassificazioni e altri aggiustamenti. Questa sezione presenta anche statistiche stagionalizzate, fra cui i tassi di crescita sui sei mesi annualizzati per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine.

Questi ultimi sono calcolati sull'indice stagionalizzato delle consistenze nozionali che è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde e emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. 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 colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio

consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della 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, corretti e non corretti per la stagionalità, 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. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. 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 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 termine³⁾. 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 2001⁴⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I dati relativi ai prezzi internazionali delle materie prime (tavola 2 della sezione 5.1) fanno riferimento alle variazioni nei prezzi delle importazioni dell'area denominate in euro rispetto al periodo base.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro⁵⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁶⁾. Una scomposizione dei costi orari del lavoro per l'area dell'euro è disponibile per componente di costo del lavoro (retribuzioni e salari, e contributi sociali a carico dei datori di lavoro più tasse connesse all'impiego da loro pagate meno i sussidi ricevuti) e per attività economica. La BCE calcola l'indicatore delle retribuzioni contrattuali (cfr. tavola 3 nella sezione 5.1) sulla base di dati a definizione nazionale non armonizzati.

I dati relativi alle componenti del costo del lavoro per unità di prodotto (tavola 4 della sezione 5.1), al PIL e alle sue componenti (tavole 1 e 2 nella sezione 5.2), ai deflatori del PIL (tavola 5 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavola 1 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria misurano gli ordini ricevuti durante il periodo di riferimento e coprono quei settori industriali che lavorano prevalentemente sulla base di ordinativi, in particolare: quello tessile, della produzione di pasta-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (tavola 4 nella sezione 5.2) si riferiscono al fatturato generatosi nel periodo di riferimento, comprensivo di tasse e oneri ad eccezione dell'IVA. Per quanto attiene alle vendite al dettaglio i dati sul fatturato coprono tutto il commercio al dettaglio ad esclusione delle vendite di veicoli a motore e motocicli ed al netto delle riparazioni. Le immatricolazioni di nuove autovetture si riferiscono alle immatricolazioni di autovetture sia private che commerciali.

I dati relativi alle inchieste congiunturali su consumatori e imprese (tavola 2 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

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.

3) G.U. L. 162 del 5.6.1998, pag. 1.

4) G.U. L. 86 del 27.3.2001, pag. 11.

5) G.U. L. 69 del 13.3.2003, pag. 1.

6) G.U. L. 169 dell'8.7.2003, pag. 37.

FINANZA PUBBLICA

Le sezioni da 6.1 a 6.5 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 6.5, 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 2000⁷⁾, 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 2002⁸⁾ sui conti trimestrali non finanziari delle Amministrazioni pubbliche. Nella sezione 6.5 vengono presentati i dati trimestrali sul debito lordo delle amministrazioni pubbliche, sul raccordo disavanzo-debito e sul fabbisogno delle amministrazioni pubbliche. Queste statistiche vengono compilate utilizzando i dati forniti dagli Stati membri in base ai Regolamenti (CE) n. 501/2004 e n. 1222/2004 e quelli forniti dalle Banche Centrali Nazionali.

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 (5^a edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)⁹⁾ 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) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics*

7) G.U. L. 172 del 12.7.2000, pag. 3.

8) G.U. L. 179 del 9.7.2002, pag. 1.

9) G.U. L. 354 del 30.11.2004, pag. 34.

(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 principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua

la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

La scomposizione per categoria merceologica alle colonne da 4 a 6 e da 9 a 11 della tavola 1 nella sezione 7.5 è coerente con la classificazione per destinazione economica (Broad economic categories – BEC). Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 3. Nella scomposizione geografica (tavola 2 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina continentale non comprende Hong Kong.

Per effetto di differenze riguardanti definizioni, classificazione, copertura e tempi di rilevazione, i dati relativi al commercio estero, e in particolare alle importazioni, non sono del tutto confrontabili con la voce "beni" delle statistiche di bilancia dei pagamenti (cfr. sezioni da 7.1 a 7.3). Per le importazioni la differenza negli ultimi anni è quantificabile intorno al 5 per cento (stima della BCE), di cui una parte significativa è attribuibile all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi al commercio estero.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati

membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23, i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di que-

sto 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.

ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

8 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

12 GENNAIO 2004

Il Consiglio direttivo decide di aumentare, da 15 a 25 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2004. Tale aumento tiene conto del maggiore fabbisogno di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro previsto per il 2004. L'Eurosistema continuerà tuttavia a fornire la maggior parte della liquidità attraverso le operazioni di rifinanziamento principali. Il Consiglio direttivo può decidere di adeguare ancora all'inizio del 2005 l'importo da aggiudicare.

5 FEBBRAIO E 4 MARZO 2004

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

10 MARZO 2004

In accordo con la decisione del Consiglio direttivo del 23 gennaio 2003, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema è ridotta da due a una settimana e il periodo di mantenimento del sistema di riserva obbligatoria dell'Eurosistema è ridefinito in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione mensile dell'orientamento di politica monetaria, anziché con il 24° giorno del mese.

1 APRILE, 6 MAGGIO, 3 GIUGNO, 1 LUGLIO, 5 AGOSTO, 2 SETTEMBRE, 7 OTTOBRE, 4 NOVEMBRE, 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, 6 OTTOBRE E 3 NOVEMBRE 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.

1 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di

1) Per la cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2003, cfr. le pagine 181-185 del Rapporto Annuale 1999 della BCE, le pagine 220-223 del Rapporto Annuale 2000 della BCE, le pagine 231-232 del Rapporto Annuale 2001 della BCE, la pagina 246 del Rapporto Annuale 2002 della BCE e le pagine 229-230 del Rapporto Annuale 2003 della BCE.

rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,25 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento il 6 dicembre 2005. In aggiunta, decide di aumentare 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 3,25 e all'1,25 per cento, a decorrere dal 6 dicembre 2006.

16 DICEMBRE 2005

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare, da 30 a 40 miliardi di euro, l'importo da aggiudicare tramite ciascuna operazione di rifinanziamento a più lungo termine che sarà condotta nell'anno 2006. Tale incremento tiene conto di due fattori: in primo luogo, ci si attende che le esigenze di liquidità del sistema bancario dell'area dell'euro aumenteranno ulteriormen-

te nel 2006; in secondo luogo, l'Eurosistema ha deciso di aumentare lievemente la quota di fabbisogno di fondi soddisfatta tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. 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 2007.

12 GENNAIO 2006

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 2,25, al 3,25 e all'1,25 per cento, rispettivamente.

DOCUMENTI PUBBLICATI DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA DAL GENNAIO 2005

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

ARTICOLI DEL BOLLETTINO MENSILE

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.

Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro, novembre 2005.

Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro, novembre 2005.

Relazioni economiche e finanziarie tra l'area dell'euro e la Russia, novembre 2005.

La prevedibilità della politica monetaria della BCE, gennaio 2006.

Hedge fund: sviluppi e implicazioni sul piano delle scelte di policy, gennaio 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Pubblicazione mensile disponibile da agosto 2003.



OCCASIONAL PAPERS SERIES

- 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. Mörntinen, 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 emerging 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, ottobre 2005.
- 38 *Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature*, di M. G. Briotti, ottobre 2005.
- 39 *Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004*, di A. Annenkov e C. Madaschi, ottobre 2005.
- 40 *What does European institutional integration tell us about trade integration?*, di F.P. Mongelli, E. Dorrucchi e I. Agur, dicembre 2005.
- 41 *Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences*, di N. Leiner-Killinger, C. Madaschi e M. Ward-Warmedinger, dicembre 2005.
- 42 *The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union*, di F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher e K.G. Spitzer, dicembre 2005.

WORKING PAPERS SERIES

- 531 *Market power, innovative activity and exchange rate pass-through in the euro area*, di S. N. Brissimis e T. S. Kosma, ottobre 2005.

- 532 *Intra-and extra-euro area import demand for manufactures*, di R. Anderton, B. H. Baltagi, F. Skudelny e N. Sousa, ottobre 2005.
- 533 *Discretionary policy, multiple equilibria and monetary instruments*, di A. Schabert, ottobre 2005.
- 534 *Time-dependent or state-dependent price-setting? Micro-evidence from German metal-working industries*, di H. Stahl, ottobre 2005.
- 535 *The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence*, di S. Fabiani, M. Druant, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T. Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl e A. C. J. Stokman, ottobre 2005.
- 536 *Heterogeneity in consumer price stickiness: a microeconomic investigation*, di D. Fougère, H. Le Bihan e P. Sevestre, ottobre 2005.
- 537 *Global inflation*, di M. Ciccarelli e B. Mojon, ottobre 2005.
- 538 *The price setting behaviour of Spanish firms: evidence from survey data*, di L. J. Álvarez e I. Hernando, ottobre 2005.
- 539 *Inflation persistence and monetary policy design: an overview*, di A. T. Levin e R. Moessner, novembre 2005.
- 540 *Optimal discretionary policy and uncertainty about inflation persistence*, di R. Moessner, novembre 2005.
- 541 *Consumer price behaviour in Luxembourg: evidence from micro CPI data*, di P. Lünemann e T. Y. Mathä, novembre 2005.
- 542 *Liquidity and real equilibrium interest rates: a framework of analysis*, di L. Stracca, novembre 2005.
- 543 *Lending booms in the new EU Member States: will euro adoption matter?*, di M. Brzoza-Brzezina, novembre 2005.
- 544 *Forecasting the yield curve in a data-rich environment: a no-arbitrage factor-augmented VAR approach*, di E. Mönch, novembre 2005.
- 545 *Trade integration of central and eastern European countries: lessons from a gravity model*, di M. Bussière, J. Fidrmuc e B. Schnatz, novembre 2005.
- 546 *The natural real interest rate and the output gap in the euro area: a joint estimation*, di J. Garnier and B.-R. Wilhelmsen, novembre 2005.
- 547 *Bank finance versus bond finance: what explains the differences between the US and Europe?*, di F. de Fiore and H. Uhlig, novembre 2005.
- 548 *The link between interest rates and exchange rates: do contractionary depreciations make a difference?*, di M. Sánchez, novembre 2005.
- 549 *Eigenvalue filtering in VAR models with application to the Czech business cycle*, di J. Beneš e D. Vávra, novembre 2005.
- 550 *Underwriter competition and gross spreads in the eurobond market*, di M. G. Kollo, novembre 2005.
- 551 *Technological diversification*, di M. Koren e S. Tenreyro, novembre 2005.
- 552 *European Union enlargement and equity markets in accession countries*, di T. Dvorak e R. Podpiera, novembre 2005.
- 553 *Global bond portfolios and EMU*, di P. R. Lane, novembre 2005.
- 554 *Equilibrium and inefficiency in fixed rate tenders*, di C. Ewerhart, N. Cassola e N. Valla, novembre 2005.
- 555 *Near-rational exuberance*, di J. Bullard, G. W. Evans e S. Honkapohja, novembre 2005.
- 556 *The role of real wage rigidity and labour market frictions for unemployment and inflation dynamics*, di K. Christoffel e T. Linzert, novembre 2005.
- 557 *How should central banks communicate?*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, novembre 2005.
- 558 *Ricardian fiscal regimes in the European Union*, di A. Afonso, novembre 2005.

- 559 *When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?*, di B. Mojon, dicembre 2005.
- 560 *The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies*, di A. Mehl e J. Reynaud, dicembre 2005.
- 561 *Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data*, di H. Stahl, dicembre 2005.
- 562 *The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data*, di F. Martins, dicembre 2005.
- 563 *Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence*, di L. J. Álvarez, E. Dhyne, M.M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen e J. Vilmunen, dicembre 2005.
- 564 *Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb*, di M. Diron e B. Mojon, dicembre 2005.
- 565 *The timing of central bank communication*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, dicembre 2005.
- 566 *Real versus financial frictions to capital investment*, di N. Bayraktar, P. Sakellaris e P. Vermeulen, dicembre 2005.
- 567 *Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation*, di M. Sánchez, dicembre 2005.
- 568 *Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis*, di S. Déés, F. di Mauro, M.H. Pesaran e L.V. Smith, dicembre 2005.
- 569 *Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions*, di F. González e S. Launonen, dicembre 2005.

ALTRE PUBBLICAZIONI

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 accession countries – 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.
Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles, agosto 2005.
Indicators of financial integration in the euro area, settembre 2005.
EU banking structures, ottobre 2005.
EU banking sector stability, ottobre 2005.
Second progress report on TARGET2, ottobre 2005.
Legal aspects of the European System of Central Banks, ottobre 2005.
European Union balance of payments/international investment position statistical methods, novembre 2005.
Large EU banks' exposures to hedge funds, novembre 2005.
Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission's public consultation, novembre 2005.
The European Commission's Green Paper on mortgage credit in the EU. Eurosystem contribution to the public consultation, dicembre 2005.
Financial stability review, dicembre 2005.
Review of the international role of the euro, dicembre 2005.
The Eurosystem, the Union and beyond, dicembre 2005.

OPUSCOLI INFORMATIVI

The current TARGET system, agosto 2005.
TARGET2 – innovation and transformation, agosto 2005.
The euro area at a glance, agosto 2005.

GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato fruibili dal singolo individuo e dalla collettività e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato.

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 la produttività del lavoro (definito come PIL 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*]: rappresentazione grafica della relazione esistente fra il tasso di interesse o il rendimento e la scadenza a una certa data di titoli di debito con stesso rischio di credito ma con scadenze differenti. L'inclinazione della curva può essere misurata come la 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 lordo (depositi, prestiti e titoli di debito esclusi i prodotti finanziari derivati) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Deflazione [*deflation*]: calo del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

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.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla Banca centrale europea e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'UE che hanno già introdotto l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

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 compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: 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 (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposti dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

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.

Inflazione [inflation]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

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 (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: 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.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

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.

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.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

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*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.