



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  
FEBBRAIO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



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



## BOLLETTINO MENSILE FEBBRAIO 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  
al 1° febbraio 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

# INDICE

<b>EDITORIALE</b>	<b>5</b>
-------------------	----------

## **ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI**

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
--	---

Gli andamenti monetari e finanziari	14
-------------------------------------	----

Prezzi e costi	35
----------------	----

La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	47
--	----

I tassi di cambio e la bilancia dei pagamenti	52
--	----

### Riquadri:

1 Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro	17
--	----

2 L'appiattimento della curva dei rendimenti statunitense segnala in prospettiva una diminuzione della crescita?	28
---	----

3 La trasmissione dei prezzi energetici mondiali alle componenti energetiche dello IAPC dell'area dell'euro	37
---	----

4 Le aspettative del settore privato per l'area dell'euro: i risultati della <i>Survey of Professional Forecasters</i> per il primo trimestre del 2006	43
---	----

## **ARTICOLI**

Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro	59
---	----

Politiche di bilancio e mercati finanziari	77
--	----

<b>STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO</b>	<b>SI</b>
--	-----------

## **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 2 febbraio 2006, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento. Esso ha inoltre concluso che le ultime informazioni desunte dall'analisi economica confortano, in generale, la propria valutazione delle prospettive per l'andamento dei prezzi e l'economia dell'area dell'euro, e che l'espansione della moneta e del credito resta vigorosa e la liquidità abbondante. In tale contesto, il Consiglio direttivo vigilerà per assicurare che le aspettative di inflazione a lungo termine siano bene ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Un atteggiamento vigile è altresì necessario tenuto conto dei livelli storicamente bassi dei tassi di interesse, nominali e reali, per tutte le scadenze e dell'orientamento nel complesso accomodante di politica monetaria. Affinché quest'ultima contribuisca in maniera duratura a sostenere la crescita e l'occupazione nell'area dell'euro, le attese di inflazione devono essere saldamente ancorate.

Per quanto riguarda l'analisi economica, i dati recenti rimangono coerenti con lo scenario per l'attività economica incorporato nelle proiezioni dello scorso dicembre degli esperti dell'Euro-sistema. Pertanto, la valutazione del Consiglio direttivo circa le prospettive di crescita nell'area dell'euro è sostanzialmente confermata. L'attività economica ha iniziato a rafforzarsi in maniera più generalizzata nella seconda metà del 2005, e sulla base dei più recenti indicatori e dei risultati delle ultime indagini congiunturali sembra che tale andamento sia essenzialmente proseguito, considerando la consueta variabilità degli andamenti trimestrali. Guardando al futuro, continuano a esistere i presupposti per il procedere dell'espansione economica nei prossimi trimestri. Il contesto esterno risulta positivo e sostiene le esportazioni dell'area dell'euro. Gli investimenti dovrebbero restare vigorosi, grazie al perdurare di condizioni di finanziamento molto favorevoli, alla ristrutturazione dei bilanci societari e all'incremento, passato e corrente, dei profitti e dell'efficienza delle imprese. La crescita dei consumi dovrebbe altresì rafforzarsi nel tempo, in linea con l'andamento del reddito

disponibile reale, allorché la situazione nel mercato del lavoro migliorerà gradualmente. Queste prospettive per l'attività economica trovano inoltre riscontro nelle previsioni disponibili.

Dal lato esterno, seguitano a prevalere rischi al ribasso per l'espansione economica, connessi in particolare ai prezzi del petrolio persistentemente elevati e variabili, nonché ai timori circa gli squilibri mondiali.

Per quanto riguarda l'andamento dei prezzi, il tasso di inflazione misurato sullo IAPC è sceso al 2,2 per cento in dicembre, dal 2,3 di novembre e 2,5 di ottobre. Nel breve periodo l'inflazione potrebbe in certa misura aumentare nuovamente, in particolare a seguito di ulteriori rincari dell'energia e di alcuni effetti base. Su orizzonti più lunghi, potrebbero gradualmente manifestarsi gli effetti indiretti degli scorsi rincari del greggio su altre componenti dell'indice, mentre le variazioni già annunciate dei prezzi amministrati e delle imposte indirette dovrebbero esercitare spinte al rialzo sull'inflazione. Nel contempo, la dinamica salariale è rimasta moderata negli ultimi trimestri e al momento ci si attende che rimanga tale, soprattutto per effetto delle pressioni concorrenziali a livello mondiale. Nell'insieme, le informazioni disponibili sono sostanzialmente in linea con lo scenario incorporato nelle proiezioni di dicembre scorso per l'inflazione di quest'anno e del prossimo.

Queste prospettive per l'andamento dei prezzi restano soggette a rischi al rialzo, derivanti da ulteriori rincari del petrolio e da una trasmissione ai prezzi al consumo maggiore del previsto, da nuovi aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette nonché, in misura più sostanziale, da potenziali effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi. Pertanto, è d'importanza cruciale che le parti sociali continuino a mostrare senso di responsabilità anche in un contesto economico più favorevole.

Passando all'analisi monetaria, la crescita sui dodici mesi di M3 rimane sostenuta, sebbene sia ulteriormente diminuita in dicembre. Tale dimi-

nuzione sembra essere in parte riconducibile a una ripresa dell'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio, che esercita un effetto frenante sull'espansione complessiva di M3. Tuttavia, il tasso di incremento della moneta resta tendenzialmente elevato, rispecchiando l'effetto di stimolo dei tassi di interesse al momento contenuti. In particolare, l'espansione delle componenti più liquide di M3 permane molto vigorosa e la crescita sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è nuovamente aumentata. La dinamica dei mutui ipotecari è particolarmente vivace e rende quindi necessario tenere sotto stretta osservazione l'andamento dei mercati immobiliari. Nel complesso, data l'abbondante liquidità presente nell'area dell'euro, la forte crescita della moneta e del credito segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine.

In sintesi, l'analisi economica suggerisce che gli effetti indiretti degli scorsi rincari del petrolio e le variazioni già annunciate dei prezzi amministrati e delle imposte indirette dovrebbero esercitare spinte al rialzo sull'inflazione nei prossimi anni. Essa indica inoltre che i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo rimangono orientati verso l'alto. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma la necessità di vigilare per evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Di fatto, è essenziale che tali rischi non influenzino le aspettative di inflazione a medio-lungo termine, le quali devono restare bene ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi. Questo costituisce un presupposto affinché la politica monetaria contribuisca in maniera duratura a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro.

Per quanto concerne la politica fiscale, le informazioni recenti indicano per il 2005 un'evoluzione in certa misura migliore delle attese in diversi paesi e nell'insieme dell'area dell'euro. Con il rafforzamento dell'espansione economica, rivestono al momento crescente importanza decisi interventi di risanamento delle finanze pubbliche. In particolare, i paesi che presentano

disavanzi eccessivi devono cogliere questa opportunità per ridurre in maniera risoluta e durevole gli squilibri di bilancio. Ciò offrirebbe un notevole sostegno al quadro di riferimento per le politiche fiscali in Europa definito nel Patto di stabilità e crescita. Ritardare il processo di riequilibrio dei conti pubblici sarebbe inopportuno nel breve periodo e rischioso a lungo termine. Gli sforzi di aggiustamento devono basarsi su misure credibili e precisate in maniera esaustiva, che formino parte integrante di un programma di risanamento complessivo. Le eventuali entrate straordinarie derivanti da una crescita superiore alle attese o da altri fattori devono essere utilizzate per accelerare la riduzione dei disavanzi. Questo consentirebbe di prevenire il ripetersi delle esperienze passate, quando in periodi favorevoli il compiacimento per i risultati raggiunti ha concorso alla persistenza di squilibri di bilancio.

Quanto alle riforme strutturali, il Consiglio direttivo ha discusso una serie di questioni attinenti al settore dei servizi nell'area dell'euro. Le attività connesse ai servizi rappresentano un importante input per altri comparti dell'economia e incidono in misura notevole e crescente sul valore aggiunto e sull'occupazione nell'area, in entrambi i casi per circa il 70 per cento negli ultimi anni. Dato il ruolo sempre più rilevante di questo settore, l'esigenza di realizzare un mercato interno dei servizi pienamente integrato rappresenta una delle priorità della politica economica nell'Unione europea. Riforme strutturali volte ad aumentare la concorrenza nei mercati dei servizi, sia sul piano dell'UE sia sul piano internazionale, permetterebbero alle imprese di beneficiare di economie di scala e dovrebbero migliorare l'efficienza economica. Ciò contribuirebbe a raggiungere un livello più elevato e un'espansione più vigorosa della produttività del lavoro nel settore dei servizi, favorirebbe un'economia più dinamica e creerebbe più posti di lavoro. Inoltre, una maggiore concorrenza nel mercato dei servizi dovrebbe esercitare un effetto calmierante sui prezzi e concorrerebbe a ridurre la loro vischiosità in alcune branche del settore. Nel complesso, ampliare l'accesso al comparto dei servizi tenderebbe a promuove-

re l'efficienza e la flessibilità di questi mercati, agevolare i processi di aggiustamento e migliorare la capacità dell'area dell'euro di resistere agli shock economici, offrendo in tal modo sostegno alla crescita dell'economia e all'occupazione nel lungo periodo.

Questo numero del Bollettino contiene due articoli. Il primo passa in rassegna i recenti andamenti dei prezzi degli immobili residenziali

nell'area dell'euro, soffermandosi sulle determinanti di tali andamenti e valutando la situazione attuale sul mercato delle abitazioni. Il secondo illustra il ruolo dei mercati finanziari nel favorire la disciplina fiscale, esaminando i principali canali attraverso cui le politiche di bilancio possono influenzare i differenziali di interesse fra i titoli di Stato nell'area e in quale misura il basso livello dei differenziali è riconducibile a fattori di natura non fiscale.





## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

*Verso la fine del 2005 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente sostenuto e le pressioni inflazionistiche si sono generalmente attenuate. Benché le prospettive per il contesto esterno e la domanda estera dell'area dell'euro rimangano positive, il recente rialzo dei prezzi del petrolio, riconducibile soprattutto a tensioni geopolitiche, evidenzia i perduranti rischi, connessi ai mercati delle materie prime, per i prezzi e l'attività economica a livello mondiale.*

#### I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Nella seconda metà del 2005 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente sostenuto e l'attività industriale ha ripreso slancio, dopo un periodo di rallentamento tra la metà del 2004 e la metà del 2005. In ottobre la produzione industriale dei paesi dell'OCSE è cresciuta del 2,4 per cento sui dodici mesi, proseguendo la graduale ascesa in atto da maggio. I risultati di indagini più recenti indicano che l'attività mondiale è rimasta piuttosto vigorosa fino a dicembre.

In generale le spinte inflazionistiche si sono attenuate ulteriormente verso la fine dell'anno. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 2,6 per cento in novembre, da un massimo del 3,3 per cento in settembre, mentre il tasso calcolato escludendo i prezzi dei prodotti energetici e alimentari è lievemente aumentato, all'1,9 per cento (cfr. figura 1). Secondo le indicazioni delle indagini, in dicembre le pressioni sui prezzi degli input sono rimaste moderate sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi.

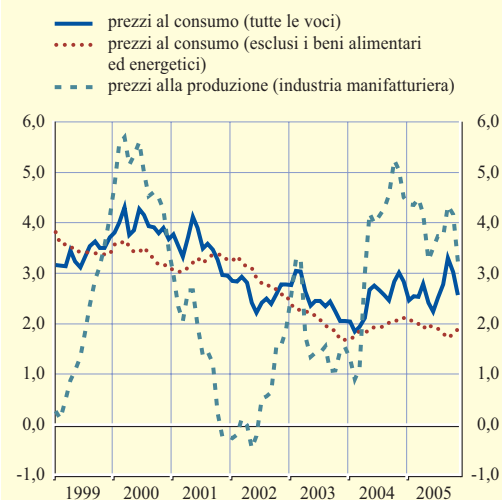
#### STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'attività economica, dopo la robusta espansione dei primi tre trimestri del 2005, ha rallentato. In base a stime preliminari, il PIL in termini reali è aumentato dell'1,1 per cento in ragione d'anno, contro il 4,1 per cento nel terzo trimestre. Tale andamento ha riflesso soprattutto il rallentamento dei consumi privati (principalmente riconducibile al minor numero di autoveicoli acquistati), l'accelerazione delle importazioni, il calo della spesa del governo federale e la decelerazione sia degli investimenti in attrezzature e software sia degli investimenti fissi nell'edilizia residenziale, in parte compensata da una ripresa dell'accumulazione di scorte. Ciò nonostante, nel 2005 il tasso di crescita del PIL sul periodo corrispondente è rimasto vigoroso (3,5 per cento).

In dicembre l'inflazione complessiva è calata lievemente, al 3,4 per cento sui dodici mesi, riflettendo la prosecuzione del calo dei prezzi dei prodotti energetici. L'inflazione al consumo calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è invece salita leggermente, al 2,2 per cento. Benché al momento le attese inflazionistiche appaiano contenute e gli incrementi salariali restino moderati, il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva ed eventuali eccessi di domanda nel mercato

**Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

del lavoro, soprattutto se accompagnati da ulteriori rincari dei beni energetici, potrebbero in futuro intensificare le spinte sui prezzi.

Le prospettive per la crescita del PIL in termini reali restano nell'insieme favorevoli. L'atteso rallentamento della spesa delle famiglie e l'indebolimento del mercato delle abitazioni dovrebbero essere in parte compensati dall'andamento favorevole della spesa per investimenti.

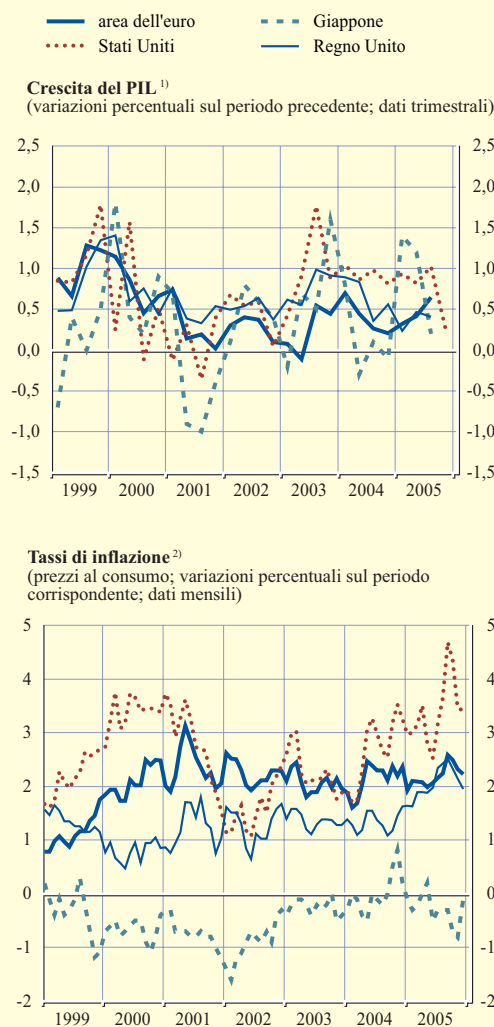
Per quanto concerne la politica monetaria, il Federal Open Market Committee ha deciso il 31 gennaio di innalzare il tasso obiettivo sui *federal funds* di 25 punti base per la quattordicesima volta consecutiva, al 4,5 per cento, e nella dichiarazione successiva alla riunione ha rilevato che "potrebbe essere necessario proseguire, in qualche misura, la fase di restrizione della politica monetaria".

## GIAPPONE

In Giappone sta proseguendo la graduale ripresa dell'economia, mentre la deflazione dei prezzi al consumo si sta moderando. Vari indicatori economici e indagini congiunturali confermano le più favorevoli condizioni cicliche e il miglioramento del clima di fiducia delle imprese. In linea con questi indicatori, negli ultimi mesi la produzione industriale e le esportazioni hanno acquisito slancio. Alla maggiore fiducia delle imprese si è accompagnata un'evoluzione positiva del clima di fiducia dei consumatori, che in dicembre ha continuato a crescere fino al livello massimo degli ultimi dieci anni. Tale risultato ha riflesso in larga misura il graduale miglioramento in atto delle percezioni circa le condizioni dell'occupazione e quelle reddituali. In prospettiva, la graduale ripresa economica del Giappone dovrebbe proseguire, sorretta dalla vivace domanda interna e dal rinnovato vigore delle esportazioni.

Per quanto riguarda i prezzi al consumo, in dicembre il tasso di variazione sui dodici mesi dell'IPC al netto degli alimentari freschi è rimasto lievemente positivo (0,1 per cento) per il secondo mese consecutivo, mentre l'indice complessivo è lievemente calato (-0,1 per cento). I prezzi alla produzione, misurati dall'indice nazionale dei prezzi alla produzione, sono aumentati del 2,2 per cento sui dodici mesi in dicembre. Secondo dati preliminari, nell'insieme del 2005 quest'ultimo indice ha registrato un incremento sul periodo corrispondente pari all'1,7 per cento, contro l'1,3 per cento del 2004. L'aumento della dinamica dei prezzi alla produzione riflette principalmente i significativi rialzi dei prezzi delle merci e delle materie prime industriali nel corso del 2005.

**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.

Nella riunione del 20 gennaio 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 straordinariamente debole per motivi riconducibili a fattori tecnici – potrebbe consentire che tale saldo scenda al di sotto del limite inferiore dell'intervallo obiettivo.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito la crescita economica sembra avere registrato una modesta ripresa durante l'ultimo trimestre del 2005. In base alla stima preliminare, il PIL è aumentato dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, trainato principalmente dal settore dei servizi. Nei tre mesi fino a dicembre le vendite al dettaglio sono salite dell'1,6 per cento rispetto al trimestre precedente, a indicare un rafforzamento dei consumi privati. Questo andamento positivo va inserito nel contesto di dati meno favorevoli relativi al mercato del lavoro, in presenza di un incremento della disoccupazione e di una moderazione delle retribuzioni medie (al netto delle gratifiche). Si stima che la crescita delle esportazioni sia aumentata nell'ultimo trimestre del 2005, determinando un contributo positivo delle esportazioni nette nel periodo. In prospettiva, l'attività economica dovrebbe mantenere approssimativamente lo stesso ritmo evidenziato nell'ultimo trimestre del 2005.

In dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è scesa al 2,0 per cento, principalmente per il calo dei prezzi dei trasporti, mentre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli immobili residenziali misurato sull'indice Halifax dei prezzi delle abitazioni è salito al 5,5 per cento, a indicare una maggiore attività sul mercato immobiliare.

### ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'espansione del prodotto è aumentata o si è mantenuta generalmente vigorosa durante il terzo trimestre dello scorso anno. Gli indicatori congiunturali indicano inoltre che l'andamento favorevole della domanda interna e delle esportazioni è proseguito nel quarto trimestre. In dicembre l'inflazione misurata sullo IAPC è calata ulteriormente in gran parte delle economie, in concomitanza con l'attenuarsi delle pressioni esercitate dai prezzi dei beni energetici.

In Danimarca e in Svezia la crescita del PIL in termini reali si è rafforzata durante il terzo trimestre (salendo rispettivamente all'1,4 e all'1,0 per cento sul periodo precedente) e, stando alle informazioni disponibili, ha evidenziato un'evoluzione favorevole anche nel quarto trimestre. Nonostante il lieve aumento dell'inflazione in dicembre (al 2,2 per cento in Danimarca e all'1,3 per cento in Svezia), la forte concorrenza nel settore al dettaglio, i moderati incrementi salariali e la crescita vigorosa della produttività dovrebbero continuare a esercitare pressioni al ribasso sulla dinamica dei prezzi.

Nei tre principali nuovi Stati membri la crescita del prodotto si è mantenuta vigorosa durante il terzo trimestre, in presenza di andamenti ancora favorevoli delle esportazioni e di un rafforzamento della domanda interna, e gli indicatori congiunturali mostrano una prosecuzione di questo vigore anche nel quarto trimestre. In dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è calata ulteriormente nella Repubblica Ceca e in Polonia (rispettivamente all'1,9 e allo 0,8 per cento), soprattutto per l'attenuarsi delle pressioni esercitate dai prezzi dei beni energetici e per l'apprezzamento delle rispettive valute, mentre è rimasta invariata al 3,3 per cento in Ungheria.

### PAESI ASIATICI ESCLUSO IL GIAPPONE

Nei paesi asiatici escluso il Giappone il prodotto ha continuato ad aumentare rapidamente alla fine del 2005. Sia la domanda interna sia le esportazioni sono rimaste molto sostenute in gran parte delle

principali economie della regione. In dicembre le spinte inflazionistiche sono state in generale piuttosto moderate, anche se è aumentato il grado di dispersione tra i paesi per la diversa trasmissione ai prezzi al consumo dei rincari del greggio.

In Cina l'economia ha continuato a espandersi notevolmente, trainata in misura crescente dalla domanda interna a fronte di un rallentamento delle esportazioni. Nell'ultimo trimestre del 2005 il PIL in termini reali è salito del 9,9 per cento sul periodo corrispondente. Se si tiene conto delle revisioni al rialzo per i primi tre trimestri, nel 2005 il tasso di crescita del PIL in termini reali è stato pari al 9,9 per cento. In dicembre le vendite al dettaglio e la produzione industriale hanno continuato a crescere vigorosamente (in misura rispettivamente pari al 12,5 e al 16,5 per cento sui dodici mesi). Le pressioni inflazionistiche sono rimaste piuttosto contenute e in dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita moderatamente, all'1,6 per cento; nel complesso del 2005 essa è scesa all'1,8 per cento, dal 3,9 del 2004. In Corea, la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 5,2 per cento nel quarto trimestre, dal 4,5 del trimestre precedente.

Le prospettive economiche per i paesi asiatici escluso il Giappone restano favorevoli, sorrette dal vigore della domanda interna e dalle migliorate prospettive per le esportazioni. Ciò nonostante, il crescente grado di capacità inutilizzata in settori dell'economia cinese quali la siderurgia e la produzione automobilistica costituisce un rischio potenziale per l'attività economica del paese. Nel contempo, gli elevati corsi petroliferi continuano a rappresentare un rilevante rischio verso il basso per le prospettive favorevoli della regione.

#### **AMERICA LATINA**

In America latina, gli indicatori recenti segnalano andamenti ancora differenziati nel ritmo di espansione delle economie principali. In Brasile è perdurato il ristagno della produzione industriale, che in novembre è salita di appena lo 0,6 per cento sui dodici mesi. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a scendere e in dicembre ha raggiunto il 5,7 per cento. Su questo sfondo, nella riunione del 18 gennaio la banca centrale ha deciso di abbassare il tasso di riferimento ufficiale di 75 punti base per il quinto mese consecutivo, al 17,25 per cento. In Messico la produzione industriale ha continuato a riguadagnare terreno e in novembre è salita del 3,1 per cento sui dodici mesi. Il 27 gennaio anche la banca centrale messicana ha abbassato i tassi di interesse di riferimento di 50 punti base, al 7,75 per cento, segnalando l'esistenza di uno scarso margine per ulteriori riduzioni in futuro.

In Argentina la crescita è rimasta superiore alle attese e in novembre l'indicatore anticipatore dell'attività economica (EMAE) è aumentato del 9,1 per cento sui dodici mesi. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC ha continuato a salire fino a raggiungere il 12,3 per cento in dicembre. Le prospettive economiche per l'insieme della regione restano favorevoli nel breve periodo, in quanto la domanda interna dovrebbe segnare una ripresa in Brasile e in Messico e la crescita – sebbene in lieve moderazione – dovrebbe restare vigorosa in Argentina.

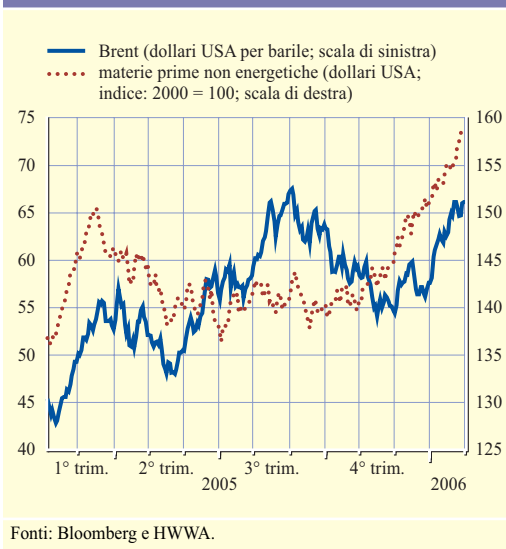
#### **1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME**

In gennaio i prezzi del petrolio sono cresciuti ulteriormente e il 1° febbraio il greggio di qualità Brent ha raggiunto i 66,1 dollari al barile, un livello superiore del 14 per cento rispetto all'inizio dell'anno e inferiore di appena il 2 per cento ai massimi del periodo immediatamente successivo agli uragani che hanno colpito il Golfo del Messico agli inizi di settembre scorso. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, nel 2006 la domanda di petrolio dovrebbe registrare una ripresa dopo la relativa debolezza della seconda metà del 2005 e continuare a sostenere le quotazioni. La maggiore

offerta mondiale di greggio verso la fine dello scorso anno non ha depresso i prezzi poiché le accresciute tensioni geopolitiche hanno acuito i timori degli operatori circa la sicurezza futura degli approvvigionamenti. 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 dovrebbero mantenere le quotazioni petrolifere relativamente elevate e volatili nel breve periodo.

Negli ultimi mesi i prezzi delle materie prime non energetiche sono anch'essi notevolmente aumentati, a seguito dei rincari delle materie prime industriali e dei prodotti alimentari. In gennaio i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori di circa il 14 per cento rispetto a un anno prima.

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera dell'area dell'euro rimangono nell'insieme positive. L'andamento piuttosto robusto degli utili e le favorevoli condizioni di finanziamento, assieme ai miglioramenti strutturali dei bilanci societari in molti paesi, dovrebbero sostenere, in particolare, la spesa per investimenti delle imprese.

In linea con questa valutazione, il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è ulteriormente aumentato in novembre, confermando la tendenza al rialzo evidenziata a partire dalla metà del 2005. Fra le economie principali, gli aumenti sono stati più pronunciati in Giappone, Canada e Stati Uniti e in quest'ultimo paese hanno interamente compensato la debolezza temporanea dell'indice connessa agli uragani.

Il nuovo aumento dei prezzi del petrolio fino a livelli vicini ai massimi storici del settembre 2005, riconducibile in larga misura alle maggiori tensioni geopolitiche, e le recenti pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime non energetiche evidenziano il perdurante rischio per l'economia mondiale connesso ai mercati delle materie prime. 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 7,3 per cento, in dicembre la crescita sui dodici mesi di M3 ha mostrato un'ulteriore lieve diminuzione. Sono risultati ancora evidenti i segnali di una ripresa dell'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio osservati in ottobre. Anche le dinamiche sottostanti della moneta e del credito sono rimaste vigorose, con un basso livello prevalente dei tassi di interesse che ha continuato a essere la principale determinante dell'espansione monetaria. In un contesto caratterizzato da una liquidità già abbondante, dal miglioramento del clima di fiducia e dalla ripresa dell'attività economica, il perdurante vigore della crescita della moneta e del credito segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e lungo periodo. Tali andamenti rendono peraltro necessario tenere sotto attenta osservazione la dinamica dei prezzi delle attività, che potrebbero essere interessati da disallineamenti.*

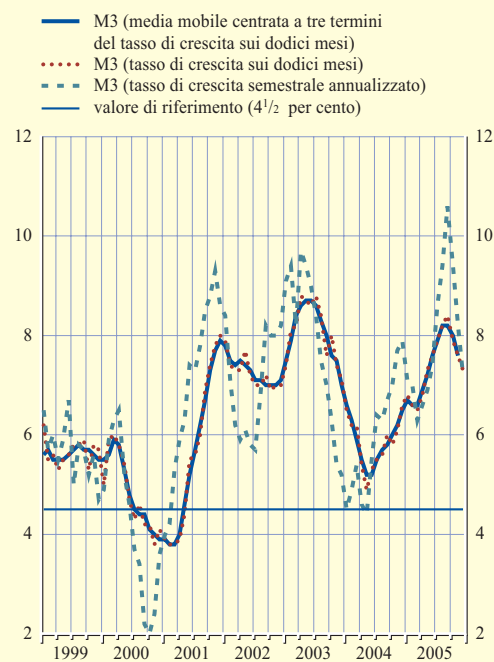
#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui dodici mesi dell'aggregato monetario ampio M3 è diminuito ulteriormente in dicembre, al 7,3 per cento dal 7,6 di novembre. Nel periodo ottobre-dicembre la media a tre mesi è scesa al 7,6 per cento, dall'8,0 del periodo settembre-novembre (cfr. figura 4). Anche la dinamica a più breve termine di M3, misurata ad esempio dal tasso di variazione sui sei mesi espresso in ragione d'anno, ha continuato a rallentare, anche se la variazione di dicembre sul mese precedente, pari allo 0,5 per cento, ha rappresentato una crescita rispetto agli incrementi molto contenuti di ottobre e novembre.

Nonostante i cali recenti, l'espansione sui dodici mesi di M3 è rimasta su un livello elevato. I dati di dicembre, inoltre, continuano a mostrare che il basso livello prevalente dei tassi di interesse resta la principale determinante della vigorosa crescita sottostante di M3. A conferma di ciò vi è l'ampio contributo che l'aggregato ristretto M1 ha continuato a dare alla crescita monetaria, nonché l'ulteriore rafforzamento della forte domanda di prestiti delle IFM da parte del settore privato. Nel contempo i segnali di una ripresa dell'inversione delle scorse ricomposizioni di portafoglio, già rilevati in ottobre, sono rimasti evidenti nei dati di dicembre. Tale andamento, osservato in precedenza fra la metà del 2003 e la metà del 2004, eserciterebbe un freno sulla crescita di M3, per cui la serie ufficiale dell'aggregato sottostimerebbe il ritmo dell'espansione monetaria sottostante <sup>1)</sup>.

**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. La forte espansione della moneta e del credito in un contesto di liquidità già abbondante comporta 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. Tale espansione rende inoltre necessario tenere sotto attenta osservazione gli andamenti dei prezzi delle attività, che potrebbero essere interessati da disallineamenti.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Il rallentamento di M3 in dicembre va per lo più ricondotto al minore contributo fornito dagli strumenti negoziabili, cui si è contrapposta una forte crescita delle componenti più liquide, in particolare dei depositi a vista. Di conseguenza, il contributo di M1 all'espansione di M3 si è ulteriormente accresciuto, restandone di gran lunga la determinante principale. La forte accelerazione dei depositi a vista ha più che compensato la perdurante graduale decelerazione del circolante degli ultimi mesi. I depositi a breve termine diversi da quelli a vista hanno segnato un'ulteriore lieve moderazione in dicembre (cfr. tavola 1). Nel complesso, tuttavia, la domanda di depositi a breve termine è rimasta robusta, di riflesso al basso costo opportunità di detenere tali attività in un contesto di tassi di interesse modesti.

La crescita degli strumenti negoziabili compresi in M3 è notevolmente diminuita in dicembre, in gran parte per effetto del calo del tasso di variazione sui dodici mesi delle consistenze di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, divenuto negativo per la prima volta dall'introduzione dell'euro. Negli ultimi mesi, la dinamica sempre più debole 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 potrebbe essere ripresa l'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio.

In dicembre 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 insie-

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2005 nov.	2005 dic.
<b>M1</b>	<b>48,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>10,4</b>	<b>11,3</b>
Banconote e monete in circolazione	7,3	18,0	17,3	16,0	14,8	14,6	13,7
Depositi a vista	41,1	8,2	8,5	10,4	10,2	9,7	10,9
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>37,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,7	0,5	2,6	4,5	6,6	6,7	6,6
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,8	7,1	6,6	6,0	5,3	5,2	4,2
<b>M2</b>	<b>86,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	14,0	4,0	4,4	5,6	3,8	3,8	0,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,3</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>6,5</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,9</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		3,4	2,2	1,2	2,7	3,4	4,5
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,3	-0,7	-0,9	0,4	-0,2	2,0
Credito al settore privato		7,3	7,8	8,6	9,4	9,4	9,5
Prestiti al settore privato		7,3	7,6	8,4	8,9	9,0	9,1
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,4</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>

Fonte: BCE.

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



me costituiscono la più ampia aggregazione di componenti di M3 per la quale sono disponibili dati per settore detentore. Il rallentamento di questo aggregato, in atto da settembre, rispecchia in larga parte il minore contributo fornito dagli intermediari finanziari diversi dalle IFM, a indicazione della natura temporanea della dinamica di crescita mostrata in precedenza da questo settore. Nel mese in esame è calato anche il contributo fornito dalle società non finanziarie, mentre è proseguita la tendenza al rialzo di quello dato dalle famiglie.

### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Dal lato delle contropartite, il tasso di crescita dei prestiti delle IFM al settore privato si è ulteriormente rafforzato, portandosi in dicembre al 9,1 per cento dal 9,0 di novembre. L'andamento ha interessato pressoché tutto il settore privato non finanziario. Benché nel complesso le condizioni di offerta del credito siano rimaste sostanzialmente invariate (cfr. il riquadro 1 che riporta i risultati dell'indagine di gennaio 2006 sul credito bancario nell'area dell'euro), la domanda di prestiti è stata stimolata dal basso livello dei tassi di interesse e, presumibilmente, dal migliore clima di fiducia in taluni comparti dell'economia.

All'andamento dei prestiti delle IFM alle famiglie ha continuato a contribuire soprattutto il dinamismo dei mutui per l'acquisto di abitazioni, aumentati in dicembre a un tasso dell'11,5 per cento, a fronte dell'11,1 di novembre (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. L'espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, rafforzatasi dagli inizi del 2004, è ulteriormente aumentata nel mese in esame, principalmente per effetto della maggiore domanda di prestiti con scadenza fino a un anno.

Fra le altre contropartite di M3, il tasso di variazione delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) è sceso all'8,8 per cento in dicembre, dal 9,5 di novembre, in parte per via dell'effetto base risultante dal forte incremento mensile registrato a dicembre del 2004 (cfr. tavola 1). Alla moderazione hanno contribuito pressoché tutte le componenti di questa

**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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.	2005 nov.	2005 dic.
<b>Società non finanziarie</b>	<b>41,1</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>
Fino a 1 anno	30,5	3,2	4,6	5,7	5,3	4,8	5,9
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	17,4	6,7	6,5	6,4	8,0	8,3	8,6
Oltre 5 anni	52,2	6,9	7,0	7,9	8,6	8,9	9,1
<b>Famiglie<sup>2)</sup></b>	<b>50,6</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,2</b>	<b>9,4</b>
Credito al consumo <sup>3)</sup>	13,2	6,4	6,7	6,9	7,7	8,1	7,5
Mutui per l'acquisto di abitazioni <sup>3)</sup>	69,6	10,1	10,2	10,7	11,1	11,1	11,5
Altri prestiti	17,2	2,2	2,1	2,2	2,9	3,0	2,8
<b>Società di assicurazione e fondi pensione</b>	<b>0,8</b>	<b>23,0</b>	<b>14,4</b>	<b>16,5</b>	<b>29,3</b>	<b>37,3</b>	<b>30,7</b>
<b>Altri intermediari finanziari non monetari</b>	<b>7,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,3</b>	<b>15,5</b>	<b>14,4</b>	<b>12,9</b>	<b>12,3</b>

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.

voce, sebbene sia la dinamica dei titoli di debito con scadenza originaria superiore a due anni, sia quella dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni continuano a segnalare una sostenuta domanda di questa classe di attività. Ciò conforta l'opinione secondo cui, all'interno del settore detentore di moneta dell'area dell'euro, vi è una propensione a investire in strumenti a più lungo termine dell'area.

Il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM è diminuito ulteriormente in dicembre, facendo registrare un deflusso netto pari a 14 miliardi di euro, dopo un deflusso netto di 2 miliardi in novembre (cfr. figura 5). Il calo riflette una serie di deflussi netti mensili fra agosto e novembre che hanno indotto una moderazione della crescita di M3. Il flusso netto mensile è tornato positivo in dicembre, il che potrebbe essere ascrivibile sia al lieve apprezzamento dell'euro, sia a una riduzione del differenziale di interesse rispetto alle altre principali valute; tuttavia, agli andamenti a breve termine di questo indicatore non va attribuito eccessivo rilievo, considerata la variabilità della serie su base mensile.

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, che a sua volta 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.

#### Riquadro I

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

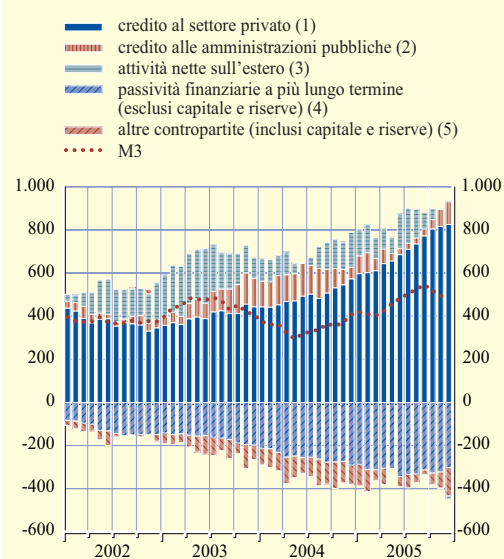
Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema<sup>1)</sup>. Nel complesso, i criteri per la concessione dei prestiti di tutte le categorie sono variati di poco. Più in particolare, per il quarto trimestre del 2005 è emerso un lieve allentamento netto<sup>2)</sup> dei criteri per i prestiti alle imprese, a fronte di un leggero inasprimento netto nel trimestre precedente. Nel contempo, le banche hanno reso lievemente più

1) Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 3 febbraio ed è disponibile sul sito Internet della BCE ([www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)).

2) Il saldo percentuale netto fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un inasprimento dei criteri di concessione del credito e quella di banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo percentuale positivo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza a inasprire i criteri ("inasprimento netto"), mentre uno negativo indicherebbe che le banche hanno mostrato la tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

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.

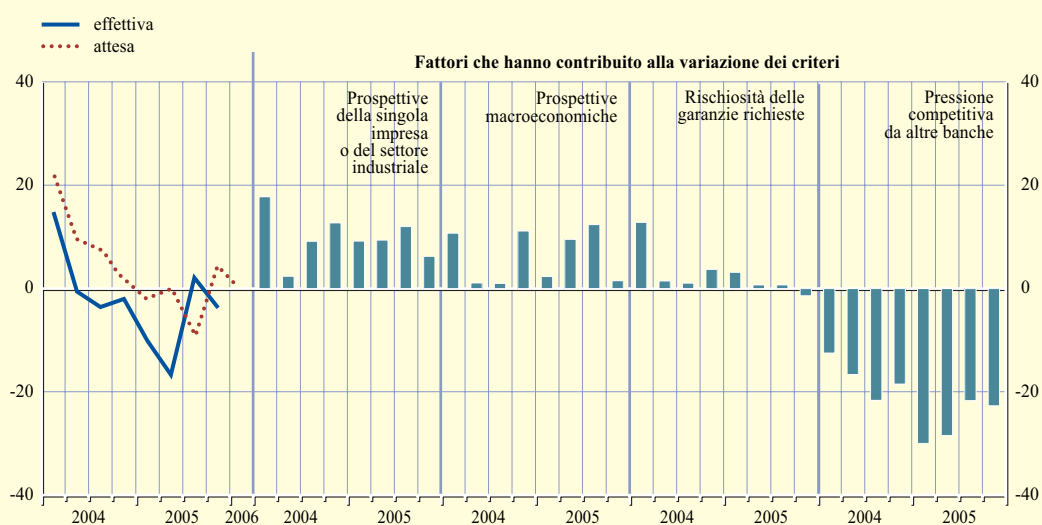
restrittivi i criteri applicati ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre quelli per il credito al consumo e altri prestiti alle famiglie sono rimasti sostanzialmente invariati. Nel quarto trimestre del 2005 le banche hanno segnalato un forte aumento della domanda netta<sup>3)</sup> di prestiti da parte di imprese e famiglie. Per il primo trimestre del 2006, gli istituti interpellati si attendono che in termini netti i criteri per la concessione di prestiti alle imprese e di mutui per l'acquisto di abitazioni rimangano invariati, mentre quelli per il credito al consumo e altri prestiti alle famiglie dovrebbero subire un lieve allentamento.

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

**Criteri per la concessione del credito.** Per il quarto trimestre del 2005 le banche hanno segnalato un leggero allentamento netto dei criteri per la concessione di prestiti o di linee di credito a favore delle imprese (-4 per cento, contro un inasprimento netto del 2 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura A, primo riquadro). Ciò ha riflesso le percezioni di un minore rischio ri-

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2006.

guardo alle prospettive specifiche di settore e, in maniera più significativa, riguardo all'attività economica generale, sebbene questi fattori abbiano continuato a fornire un contributo marginale verso un inasprimento netto (cfr. figura A, secondo e terzo riquadro). Allo stesso tempo la concorrenza da parte di altre banche e la rischiosità delle garanzie richieste hanno contribuito a un allentamento netto (cfr. figura A, quarto e quinto riquadro). Per quanto concerne i termini e le

3) L'espressione "domanda netta" fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un aumento nella domanda di prestiti e quella di banche che ne segnalano una contrazione.

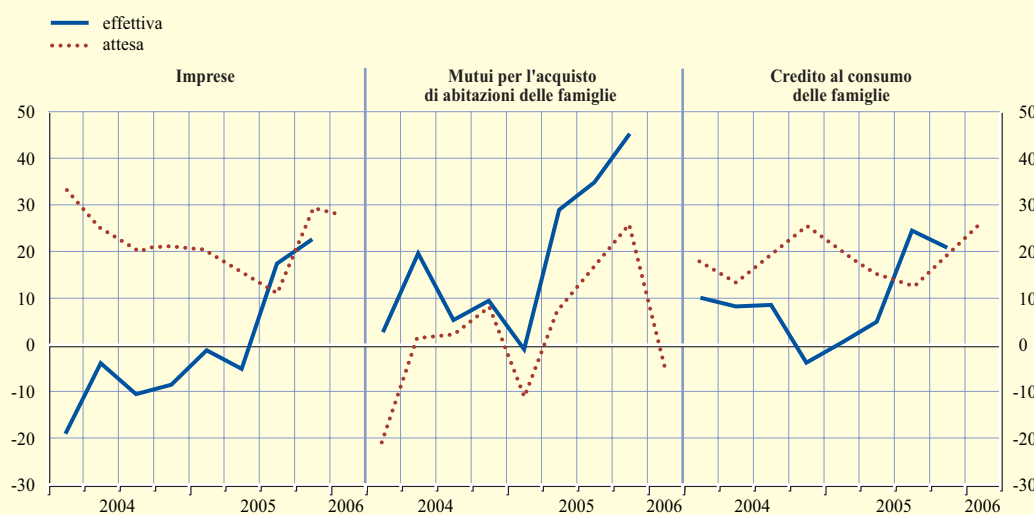
condizioni del credito, l'allentamento netto è attribuibile principalmente a un calo dei margini sulla media dei prestiti, nonché a un allungamento delle scadenze di prestiti e linee di credito. In termini di dimensioni dei prenditori, le banche hanno segnalato un allentamento netto dei criteri applicati sia alle imprese piccole e medie sia a quelle grandi, mentre in termini di scadenze hanno confermato l'allentamento netto di quelli applicati ai prestiti a breve termine, lasciando invariati i criteri per il credito a lungo termine.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di prestiti alle imprese è ulteriormente cresciuta, raggiungendo il livello più elevato dall'introduzione dell'indagine sul credito bancario (pari al 23 per cento in gennaio, dal 17 per cento di ottobre; cfr. figura B, primo riquadro). Questo sviluppo rispecchia in particolare il forte aumento della domanda netta delle piccole e medie imprese.

Fra i fattori che hanno contribuito all'aumento della domanda netta figurano, stando alle banche intervistate, l'accresciuto fabbisogno di finanziamento delle imprese per investimenti fissi, scorte e capitale circolante. Le operazioni di fusione e acquisizione e l'attività di ristrutturazione hanno anch'esse continuato a fornire un contributo alla crescita della domanda netta, così come vi hanno concorso la minore disponibilità di finanziamento interno e la diminuzione delle emissioni azionarie.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2006.

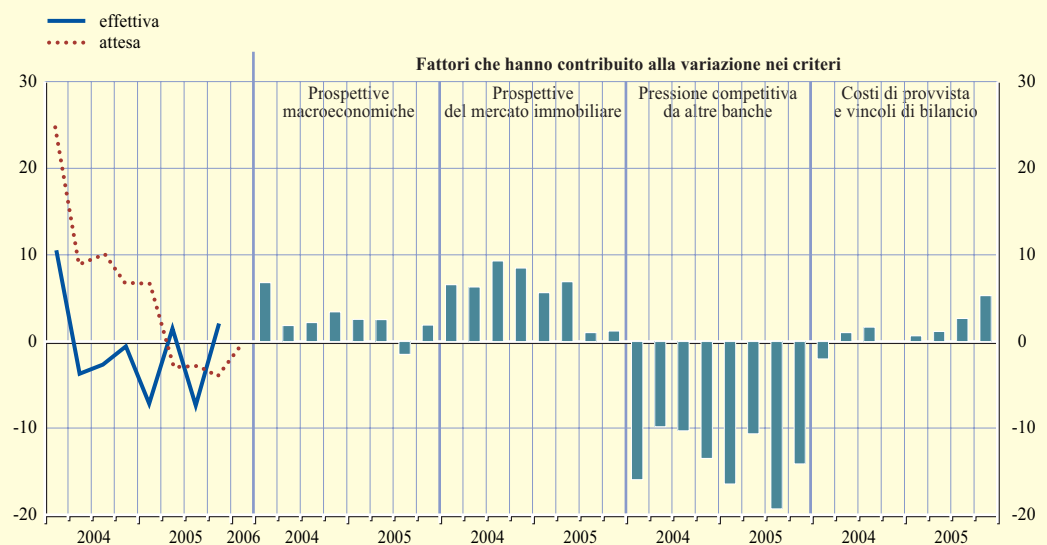
**Aspettative.** Nell'insieme, per il primo trimestre del 2006 le banche si attendono che i criteri di approvazione dei prestiti o delle linee di credito a favore delle imprese restino invariati (cfr. figura A, primo riquadro) e che quelli applicati sui prestiti alle piccole e medie imprese subiscano un generale rilassamento. Allo stesso tempo le banche si attendono una domanda netta positiva di prestiti a favore delle imprese (cfr. figura B, primo riquadro), in particolare delle piccole e medie imprese.

## Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

**Criteri per la concessione del credito.** Per il quarto trimestre del 2005 le banche hanno segnalato un lieve inasprimento netto dei criteri applicati alle famiglie in sede di approvazione dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (2 per cento in gennaio, dal -7 per cento in ottobre; cfr. figura C, primo riquadro). Ciò riflette principalmente il minore contributo verso l'allentamento proveniente dalla concorrenza e un incremento del contributo verso l'inasprimento fornito dai costi di provvista e dai vincoli di bilancio (cfr. figura C, quarto e quinto riquadro). Allo stesso tempo, le prospettive del mercato degli immobili residenziali hanno leggermente contribuito a un inasprimento, così come già nel trimestre precedente (cfr. figura C, terzo riquadro). Quanto ai termini e alle condizioni del credito, gli istituti interpellati hanno segnalato che il leggero inasprimento netto dei criteri applicati ai mutui è stato conseguito soprattutto attraverso l'incremento dei margini sui prestiti più rischiosi. Gli sviluppi riguardanti il rapporto fra il valore del prestito e quello delle garanzie e i margini sulla media dei prestiti hanno contribuito all'allentamento dei criteri di concessione del credito in misura inferiore rispetto ai trimestri precedenti.

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2006.

**Domanda di prestiti.** La domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni ha continuato a segnare una crescita vigorosa nel quarto trimestre (salendo al 45 per cento in gennaio, dal 35 per cento di ottobre; cfr. figura B, secondo riquadro). L'aumento è stato considerevolmente superiore alle attese che le banche avevano formulato per il quarto trimestre in occasione dell'indagine di ottobre 2005. Il principale fattore all'origine di questo andamento è stato, a quanto dichiarato dalle banche, un significativo miglioramento del clima di fiducia dei consumatori. Fra le altre

cause figura il contributo positivo proveniente dalle prospettive per il mercato degli immobili residenziali, sostanzialmente invariato rispetto al trimestre precedente. Inoltre, per la prima volta dall'inizio dell'indagine, le banche hanno segnalato che la domanda netta ha risentito positivamente della spesa per consumi diversi dall'acquisto di abitazioni.

**Aspettative.** Per il primo trimestre del 2006 gli istituti interpellati prevedono criteri sostanzialmente invariati per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni (cfr. figura C, primo riquadro) e un forte calo della domanda netta di tali prestiti (cfr. figura B, secondo riquadro).

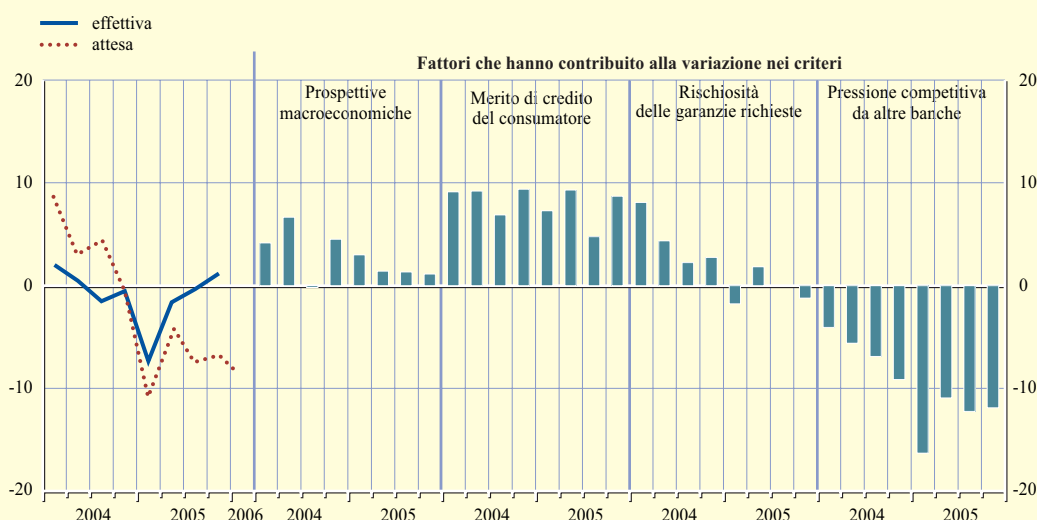
### Prestiti per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

**Criteri per la concessione del credito.** Quanto ai prestiti alle famiglie per il credito al consumo, i criteri per la concessione del credito sono rimasti fondamentalmente immutati rispetto al trimestre precedente (cfr. figura D, primo riquadro). Le banche hanno segnalato che il contributo a un inasprimento netto derivante dai rischi connessi con il più basso merito di credito dei consumatori è cresciuto rispetto al trimestre precedente, mentre la concorrenza da altre banche ha concorso in misura minore a un allentamento netto (cfr. figura D, terzo e quinto riquadro). Per quanto riguarda i termini e le condizioni del credito al consumo, i margini sui prestiti più rischiosi hanno agito in direzione di un inasprimento, mentre altri fattori, quali i requisiti fissati per le garanzie e la scadenza dei prestiti, hanno contribuito marginalmente a un allentamento netto.

**Domanda di prestiti.** Secondo le banche partecipanti all'indagine, la crescita della domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie è rimasta elevata nel quarto trimestre del 2005 (al 21 per cento, dal 25 per cento del trimestre precedente; cfr. figura B, terzo

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

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" sono i saldi percentuali calcolati dalle risposte date dalle banche nella precedente indagine; ad esempio i valori per il primo trimestre del 2006 sono stati dichiarati dalle banche nell'indagine di gennaio 2006.

riquadro). Fra i principali fattori all'origine di questo risultato vi sono stati un miglioramento del clima di fiducia dei consumatori e la vigorosa spesa per beni di consumo durevoli.

**Aspettative.** Per il primo trimestre del 2006 le banche si aspettano un allentamento netto dei criteri di concessione del credito (cfr. figura D, primo riquadro) e un incremento della domanda netta di credito al consumo e altre tipologie di prestiti a favore delle famiglie (cfr. figura B, terzo riquadro).

## 2.2 EMISSIONE DI TITOLI

*In novembre il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostenuto, al 7,6 per cento, senza sostanziali variazioni rispetto al mese precedente. Sono emerse indicazioni di una crescente preferenza dei prenditori per nuove emissioni a lungo termine a tasso fisso, anziché a tasso variabile. Mentre la crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM e dalle istituzioni finanziarie non monetarie è stata sostenuta, quella da parte delle società non finanziarie è rimasta modesta. Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area ha segnato un lieve recupero, che tuttavia potrebbe riflettere, in una certa misura, piani di privatizzazione su vasta scala.*

### TITOLI DI DEBITO

In novembre il tasso di incremento sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area è rimasto sostanzialmente invariato, al 7,6 per cento (cfr. tavola 3). Il robusto ritmo di crescita ha continuato ad essere sostenuto principalmente dalla vigorosa dinamica delle emissioni di titoli di debito a lungo termine, che hanno segnato un ulteriore lieve aumento in novembre, all'8,2 per cento, mentre il tasso di variazione delle emissioni a breve termine si è mantenuto relativamente moderato, al 2,1 per cento. Come nei mesi scorsi, l'espansione relativamente vigorosa dei titoli di debito a lungo termine è stata alimentata principalmente dalla sostenuta attività di emissione di obbligazioni a tasso variabile, nonostante il calo del corrispondente tasso di variazione negli ultimi due mesi (dal 20,8 per cento di settembre al 18,5 di novembre). Pur restando moderata, la

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

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2005 nov.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente <sup>1)</sup>					
		2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 ott.	2005 nov.
<b>Emissione di titoli di debito:</b>	<b>10.254</b>	<b>7,2</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>
IFM	4.120	9,9	10,1	9,8	10,0	9,4	9,4
Società finanziarie non monetarie	878	9,9	11,6	17,2	19,5	21,8	21,4
Società non finanziarie	623	3,1	2,8	4,6	2,2	4,0	2,9
Amministrazioni pubbliche	4.633	5,3	5,5	4,9	4,5	4,1	4,5
di cui:							
Amministrazioni centrali	4.354	4,8	5,1	4,5	4,0	3,6	4,0
Altre amministrazioni pubbliche	279	14,5	13,7	12,0	11,9	11,8	11,7
<b>Emissione di azioni quotate:</b>	<b>4.873</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,1</b>
IFM	809	2,1	2,7	2,2	2,7	3,2	1,3
Società finanziarie non monetarie	506	1,5	1,0	1,0	1,2	1,9	2,0
Società non finanziarie	3.558	0,8	0,8	0,7	2,9	3,3	3,7

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*.

crescita delle emissioni a lungo termine a tasso fisso ha registrato un lieve recupero nello stesso periodo (portandosi dal 4,2 al 4,9 per cento), il che potrebbe essere indicativo di una crescente preferenza dei prenditori di fondi per emissioni a lungo termine a tasso fisso.

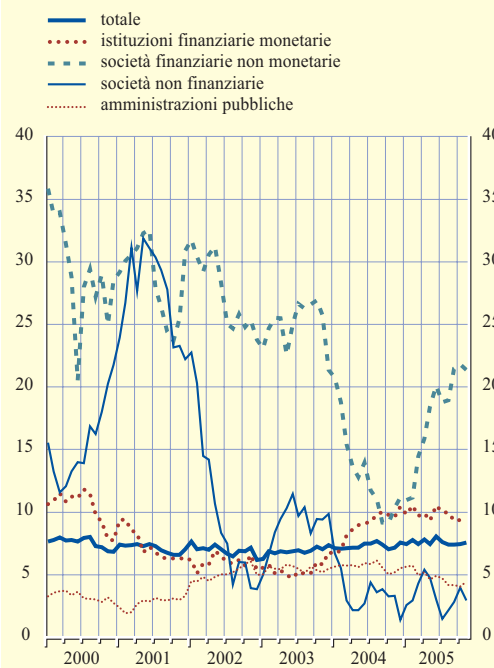
Riguardo alla scomposizione per settore dell'attività di emissione, il tasso di crescita dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è sceso al 2,9 per cento in novembre, dal 4,0 di ottobre, mantenendosi pertanto prossimo ai bassi livelli degli ultimi due anni (cfr. figura 6). Il modesto volume di emissioni nette di novembre è indicato anche dal minore tasso di variazione calcolato sulla base dei dati destagionalizzati. È possibile che il ricorso relativamente contenuto alle emissioni obbligazionarie da parte delle società non finanziarie sia stato dovuto alla disponibilità di finanziamento interno, nonché, molto probabilmente, alle condizioni favorevoli per l'ottenimento di credito bancario (cfr. il riquadro 1 *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro*), compresi i prestiti sindacati. Al tempo stesso, è proseguita l'accelerazione dei titoli di debito a lungo termine a tasso variabile emessi da società non finanziarie.

In novembre il tasso di crescita dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto su un livello relativamente alto, pari al 9,4 per cento, senza variazioni rispetto al mese precedente. Questo sostenuto ritmo di espansione è da ricondurre principalmente alla perdurante vigorosa emissione di titoli a tasso variabile sia a breve che a lungo termine, che ha rappresentato circa due terzi delle emissioni totali nette, mentre quella di titoli a tasso fisso è rimasta moderata. La forte crescita delle emissioni a tasso variabile rispecchia probabilmente il fabbisogno di finanziamento delle IFM, determinato dalla crescita alquanto robusta dei prestiti al settore privato, in particolare nei paesi che registrano un forte incremento dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. Dopo diversi anni di forte espansione, alla fine di novembre i titoli di debito a lungo termine a tasso variabile costituivano circa un terzo delle consistenze in essere di titoli emessi dalle IFM, contro meno del 20 per cento alla fine del dicembre del 1998.

Le società non finanziarie e le IFM si avvalgono altresì di società finanziarie non monetarie per la raccolta indiretta di finanziamento esterno. Pur diminuendo lievemente in novembre, al 21,4 per cento dal 21,8 di ottobre, il tasso di crescita delle emissioni obbligazionarie di queste ultime società è rimasto elevato, riflettendo presumibilmente la cartolarizzazione di mutui ipotecari. Particolarmente elevato è stato il tasso di incremento per le emissioni di titoli a lungo termine a tasso variabile (44,8 per cento in novembre). Dopo diversi anni di forte espansione, alla fine di novembre i titoli di debito a lungo termine a tasso variabile rappresentavano metà delle consistenze in essere di titoli emessi dalle società finanziarie non monetarie, contro appena il 7 per cento alla fine del dicembre del 1998.

**Figura 6 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro**

(tassi di crescita sui dodici mesi)<sup>1)</sup>



Fonte: BCE.

1) Per una descrizione del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche relative alle tavole 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.



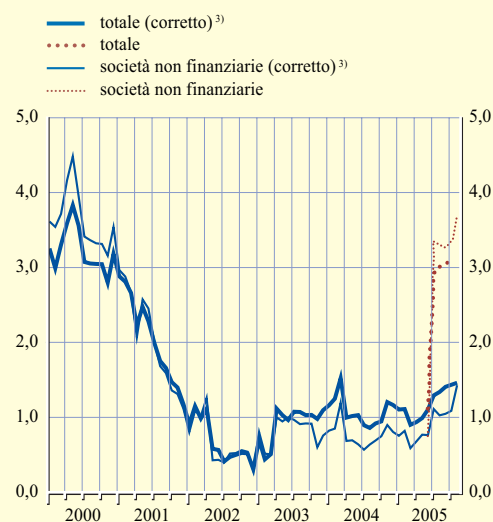
L'espansione dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è aumentata lievemente in novembre, portandosi al 4,5 per cento dal 4,1 di ottobre.

### AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dai residenti nell'area dell'euro è rimasto invariato in novembre al 3,1 per cento, risentendo di alcuni effetti statistici. Depurate da tali effetti, le emissioni nette si sono collocate su un livello relativamente elevato in novembre. Con riferimento alle emissioni di azioni quotate da parte di società non finanziarie, cui sono da ricondurre circa tre quarti delle consistenze in essere, il tasso di crescita è salito al 3,7 per cento in novembre, dal 3,3 di ottobre. Corretto per l'effetto statistico generato da un'operazione di ristrutturazione societaria che in luglio ha coinvolto un soggetto residente nell'area e uno non residente, tale tasso sarebbe salito all'1,4 per cento in novembre, dall'1,1 di ottobre, raggiungendo così il livello massimo dalla fine del 2001 (cfr. figura 7). Questi recenti aumenti potrebbero altresì essere collegati a piani di privatizzazione su larga scala. Il calo del tasso di variazione delle azioni quotate emesse dalle IFM, all'1,3 per cento in novembre dal 3,2 di ottobre, è imputabile all'effetto base risultante dall'acquisizione da parte di un soggetto residente nell'area dell'euro di uno non residente nella seconda metà del 2004.

**Figura 7 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>**

(tassi di crescita sul periodo corrispondente)<sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

1) Per i tassi di crescita sul periodo corrispondente in altri settori, cfr. figura F17 nella sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

2) Per una descrizione del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche relative alle tavole 4.3 e 4.4 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro*.

3) 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.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

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

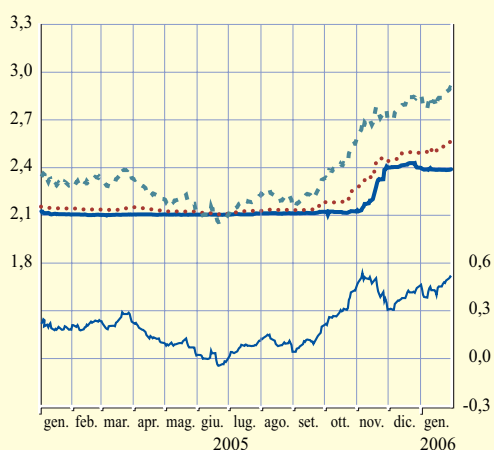
Nel periodo compreso fra la fine di dicembre e il 1° febbraio i tassi di interesse del mercato monetario con scadenza a un mese sono scesi di 1 punto base, mentre quelli con scadenza a tre, sei e dodici mesi sono aumentati, rispettivamente, di 7, 6 e 6 punti base. Il 1° febbraio i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si sono collocati rispettivamente al 2,39, 2,55, 2,69 e 2,90 per cento. Di conseguenza, nel corso del periodo in rassegna 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 è salito da 44 a 51 punti base fra fine dicembre e il 1° febbraio.

Il 1° febbraio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza in marzo, giugno e settembre 2006 erano pari rispettivamente al 2,69, 2,91 e 3,07 per cento. Rispetto ai livelli di fine dicembre, il contratto con scadenza in marzo è sceso di 1 punto base, quello con scadenza in giugno è cresciuto di 1 punto base, mentre quello con scadenza in settembre è cresciuto di 6 punti base.

**Figura 8 Tassi di interesse del mercato monetario a breve termine**

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

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

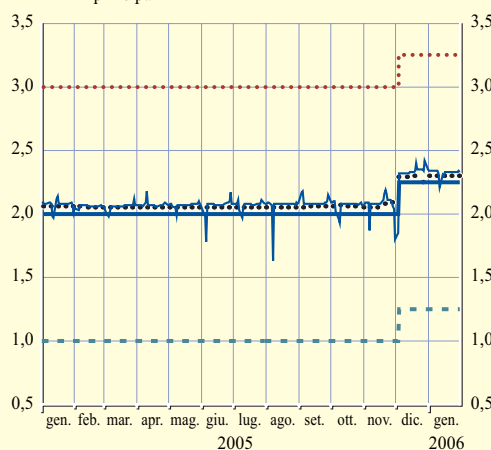


Fonti: BCE e Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE e Reuters.

All'inizio di gennaio il tasso Eonia si è collocato al 2,34 per cento, con un differenziale rispetto al tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema lievemente superiore a quello osservato prima di Natale. Verso la fine del periodo di mantenimento conclusosi il 17 gennaio l'Eonia, pur se caratterizzato da una certa volatilità, si è portato su livelli inferiori allorché gli operatori di mercato hanno percepito come abbondanti le condizioni di liquidità prevalenti. Il 13 gennaio l'Eonia era sceso al 2,21 per cento, per poi risalire al 2,31 per cento il 16 gennaio dopo la pubblicazione dei dati sulla liquidità che, contrariamente alle percezioni del mercato, indicavano che le proiezioni della BCE anticipavano condizioni di liquidità tese alla fine del periodo di mantenimento. Il 17 gennaio la BCE ha condotto un'operazione di *fine-tuning* di creazione di liquidità da 7 miliardi di euro per bilanciare le condizioni di liquidità. Dal primo giorno del periodo di mantenimento successivo, terminante il 7 febbraio, l'Eonia si è stabilizzato al 2,33 per cento, fatto salvo l'aumento al 2,34 per cento del 31 gennaio dovuto agli effetti di fine mese. Pertanto, al netto di questi ultimi effetti, il differenziale fra l'Eonia e il tasso minimo di offerta è sceso a 8 punti base, collocandosi su un livello lievemente inferiore a quello osservato dopo il volgere dell'anno.

In gennaio il tasso marginale e quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema sono rimasti stabili. La liquidità è stata fornita a un tasso marginale del 2,30 per cento e a un tasso medio del 2,31 per cento. Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine dell'Eurosistema regolata il 25 gennaio, che è stata la prima operazione di questo genere con un importo di aggiudicazione più elevato, pari a 40 miliardi di euro, i tassi di interesse marginale e medio ponderato sono saliti rispettivamente al 2,47 e al 2,48 per cento, ossia di 2-3 punti base rispetto all'operazione precedente. Rispetto al tasso Euribor a tre mesi prevalente a quella data, i tassi d'asta sono risultati inferiori rispettivamente di 5 e 4 punti base.

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*Fra la fine di dicembre e gli inizi di febbraio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel complesso, gli andamenti recenti del mercato obbligazionario dell'area sembrano confermare le indicazioni di un miglioramento in atto dell'attività economica, mentre le aspettative di inflazione potrebbero in qualche misura essere riviste al rialzo alla luce dei nuovi rincari petroliferi.*

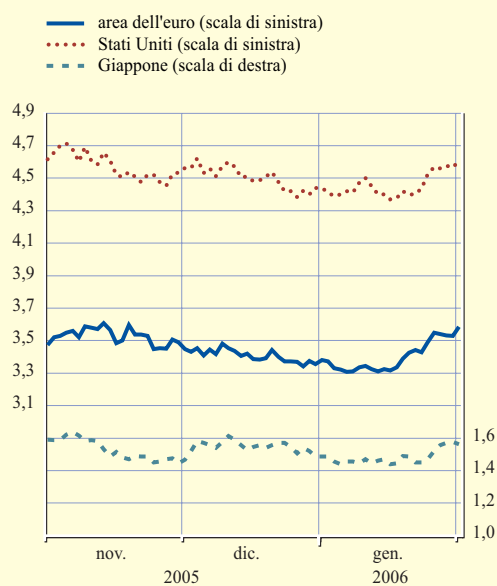
Fra la fine di dicembre e il 1° febbraio i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, rispettivamente al 3,6 e al 4,6 per cento (cfr. figura 10). Ciò nonostante, in entrambe le economie i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono rimasti ancora su livelli storicamente abbastanza bassi. Di conseguenza, il differenziale fra i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e degli Stati Uniti ha subito variazioni modeste, collocandosi a 100 punti base alla fine del periodo in esame. I rendimenti degli analoghi titoli di Stato del Giappone sono lievemente aumentati nello stesso periodo, collocandosi all'1,55 per cento il 1° febbraio. In gennaio l'incertezza degli operatori di mercato circa l'andamento a breve termine nel segmento a dieci anni del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita derivata dalle opzioni su obbligazioni, è lievemente aumentata nell'area dell'euro e in Giappone, mentre è rimasta sostanzialmente invariata negli Stati Uniti.

Nel complesso, negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono aumentati su tutte le scadenze fra la fine di dicembre e il 1° febbraio. I recenti aumenti delle quotazioni petrolifere (che, per il greggio di qualità Brent, sono tornate a salire nuovamente oltre i 60 dollari per barile) sembrano aver esercitato una pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari attraverso un aumento delle aspettative di inflazione da parte degli investitori. Questa ipotesi è suffragata dal fatto che i tassi di inflazione di pareggio negli Stati Uniti, in particolare sulle scadenze più brevi, sono cresciuti dalla fine di dicembre. I rendimenti sono stati altresì sostenuti da una considerevole offerta di titoli di Stato.

La pressione al rialzo sui rendimenti obbligazionari è stata in parte compensata dalla pubblicazione di numerosi dati macroeconomici meno favorevoli delle attese. Inoltre, i verbali della riunione di dicembre del Federal Open Market Committee (FOMC) avrebbero indicato, secondo la lettura data dagli operatori di mercato, che la Federal Reserve si è avvicinata alla conclusione del ciclo di interventi restrittivi, il che ha indotto una revisione al ribasso delle attese sui tassi di interesse. I rendimenti in termini reali su obbligazioni indicizzate, che tendono a essere connessi con la valutazione degli operatori di mercato sulle prospettive di crescita dell'economia, sono ri-

**Figura 10 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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

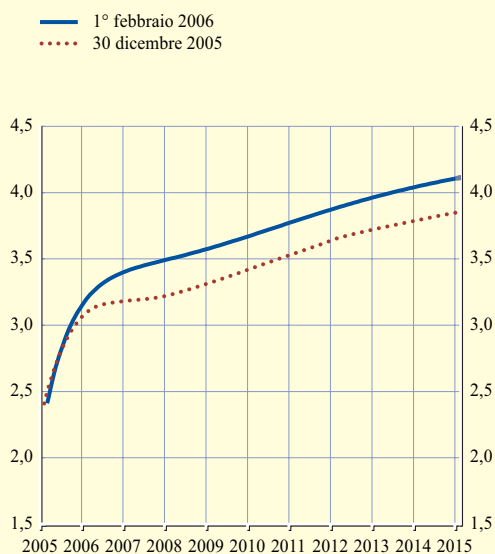


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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)

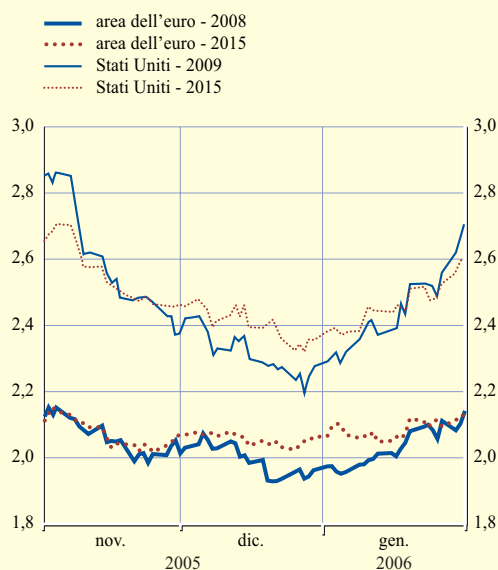


Fonte: stima della BCE.

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

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

(valori percentuali)



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

masti sostanzialmente invariati sulle scadenze più lunghe mentre sono diminuiti su quelle più brevi. Ciò suggerisce accresciuti timori da parte degli operatori di mercato riguardo il futuro vigore dell'economia del paese. La curva dei rendimenti statunitensi è rimasta piatta in gennaio, situazione che in passato ha tendenzialmente segnalato maggiori probabilità di una più modesta crescita economica futura (cfr. riquadro 2).

L'andamento dei mercati obbligazionari dell'area dell'euro in gennaio è coerente con l'ipotesi secondo cui gli operatori di mercato si attenderebbero il protrarsi dell'espansione dell'attività economica nell'area. L'aumento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine ha rispecchiato la diffusione in gennaio di dati macroeconomici generalmente favorevoli. Nel complesso, la curva dei tassi *overnight* a termine impliciti nei tassi *swap*, che ha mostrato oscillazioni rilevanti nel corso del periodo in esame, si è spostata verso l'alto, con un incremento più pronunciato sulle scadenze più lunghe (cfr. figura 11). I rendimenti sulle obbligazioni indicizzate a lungo termine con scadenza nel 2015 sono aumentati nelle prime settimane dell'anno, collocandosi agli inizi di febbraio su un livello superiore di circa 40 punti base ai minimi toccati nel settembre 2005. Apparentemente, le aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato nell'area dell'euro non hanno subito variazioni significative, come indica l'incremento appena lieve del tasso di inflazione di pareggio a dieci anni, collocatosi al 2,15 per cento il 1° febbraio (cfr. figura 12). Analogamente agli Stati Uniti, i tassi di inflazione di pareggio nell'area dell'euro sono aumentati sulle scadenze più brevi, probabilmente a seguito dei rincari petroliferi. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro è lievemente aumentata in gennaio, pur rimanendo ancora su livelli piuttosto contenuti in termini storici.

### L'APPIATTIMENTO DELLA CURVA DEI RENDIMENTI STATUNITENSE SEGNA LA IN PROSPETTIVA UNA DIMINUZIONE DELLA CRESCITA?

La Federal Reserve, nel corso dell'ultimo ciclo di restrizione monetaria avviato nel giugno del 2004, ha gradualmente innalzato il tasso obiettivo sui *federal funds* per complessivi 350 punti base; l'ultimo aumento è avvenuto a fine gennaio. Nello stesso periodo, contrariamente a quanto accaduto nei cicli precedenti, i tassi di interesse a lungo termine sono lievemente calati, inducendo un appiattimento della curva dei rendimenti. A dicembre scorso il valore medio del differenziale di rendimento fra i titoli di Stato a dieci anni a scadenza fissa e i buoni del Tesoro a tre mesi statunitensi (di seguito definito "*spread* a termine") era sceso a 50 punti base, dai 350 su cui si collocava a fine giugno 2004. Dalla fine dello scorso anno il rendimento del titolo decennale si situa addirittura al disotto del tasso di interesse a tre mesi del mercato monetario. Un tale andamento dello *spread* a termine ha generalmente anticipato di un rallentamento negli Stati Uniti <sup>1)</sup>. La figura A riporta i dati trimestrali dello *spread* a termine e del tasso di crescita del PIL sul periodo corrispondente; le aree ombreggiate indicano le fasi recessive, secondo la definizione del National Bureau of Economic Research (NBER). La figura mostra che cali cospicui nella pendenza della curva dei rendimenti, tali da provocare un appiattimento o persino un'inversione della curva stessa, sono seguiti da una recessione, dopo un intervallo di durata compresa tra due e quattro trimestri. L'unico caso evidente in cui ciò non è avvenuto è quello del 1967, quando la crescita economica negli Stati Uniti segnò un forte calo, che non fu tuttavia definito come recessione dall'NBER. Di conseguenza, un appiattimento e, soprattutto, un'inversione della curva dei rendimenti statunitense hanno in passato sempre segnalato un rallentamento a venire dell'attività economica o, nella maggior parte dei casi, una recessione.

Analizzando i dati trimestrali con una stima probit, in cui la probabilità che il trimestre corrente faccia parte di una fase recessiva dipende dagli ultimi quattro valori dello *spread* a termine, emerge che, al momento, la probabilità di una recessione imminente negli Stati Uniti non è trascurabile. In base alla figura B, che rappresenta le probabilità di recessione stimate a partire dallo *spread* a termine, la probabilità del verificarsi di una recessione negli Stati Uniti nel 2006 è pari a circa a un quarto <sup>2)</sup>. I risultati riportati da Estrella (cfr. nota 1) e basati su dati mensili indicano che, allorché lo *spread* a termine è pari a zero, vi è una probabilità di un terzo che dopo dodici mesi si verifichi una recessione.

I risultati sopra riportati inducono a chiedersi se anche in questa occasione si verificherà un rallentamento o una recessione oppure se le vicende economiche seguiranno un corso diverso.

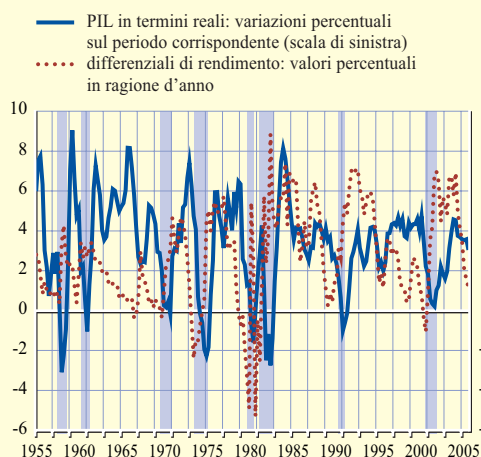
Il primo motivo per cui è possibile che la situazione evolva diversamente dal passato è che la quasi inversione della curva dei rendimenti statunitense sembra attualmente riflettere livelli particolar-

1) Per riscontri empirici, cfr., fra gli altri, A. Estrella, *The yield curve as a leading indicator: frequently asked questions*, [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org), 2005, nonché A. Estrella, A.P. Rodrigues e S. Schich, *How stable is the predictive power of the yield curve? Evidence from Germany and the United States*, *Review of Economics and Statistics* 85(3), 2003, pagg. 629-644.

2) Le probabilità sono il risultato di una stima probit con una *dummy* per le fasi di recessione definite dall'NBER come variabile dipendente e i valori ritardati di quattro trimestri dei differenziali di rendimento come variabile indipendente. Esse si riferiscono a probabilità un passo avanti nel campione nel periodo compreso fra il primo trimestre del 1955 e il quarto del 2005. Fra il primo e il quarto trimestre del 2006 esse si riferiscono a probabilità fuori dal campione, basate sull'ipotesi che, lungo tutto il 2006, lo *spread* a termine rimanga allo stesso livello rilevato nel dicembre 2005.

**Figura A Differenziale di rendimento, crescita del PIL in termini reali e recessioni negli Stati Uniti**

(dati trimestrali)



Fonti: Federal Reserve Economic Data (FRED) e NBER.

Note: le aree ombreggiate si riferiscono alle fasi di recessione definite dall'NBER. Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente del PIL in termini reali sono calcolate sul trimestre corrispondente dell'anno precedente.

**Figura B Stati Uniti: probabilità del verificarsi di una recessione dedotta dai differenziali di rendimento**

(dati trimestrali; probabilità in punti percentuali)



Fonti: Federal Reserve Economic Data (FRED), NBER ed elaborazioni della BCE.

Note: le aree ombreggiate si riferiscono alle fasi di recessione definite dall'NBER. Le probabilità sono basate su stime probit la cui descrizione è fornita nella nota 2.

mente bassi dei tassi di interesse a lungo termine. L'attuale valore storicamente contenuto dei tassi a lungo termine negli Stati Uniti potrebbe essere il risultato di premi al rischio eccezionalmente esigui, determinati non tanto dai fattori macroeconomici fondamentali quanto dalla domanda insolitamente elevata di titoli a più lungo termine<sup>3)</sup>. In particolare, a partire dall'ultima recessione del 2001, gli investimenti esteri in titoli di Stato statunitensi sono fortemente aumentati.

In secondo luogo, considerando i risultati delle indagini congiunturali, la probabilità percepita dagli operatori che si verifichi una recessione negli Stati Uniti nei prossimi quattro trimestri è significativamente inferiore a quella ricavata dal modello probit sopra descritto, in cui lo *spread* a termine figura come unica variabile esplicativa. Ad esempio, secondo il cosiddetto "indice di ansietà" (*anxious index*) pubblicato dalla Federal Reserve Bank di Philadelphia all'interno del suo *Survey of Professional Forecasters* di dicembre dello scorso anno, il 14 per cento degli intervistati prevedeva che la crescita sul trimestre precedente del PIL in termini reali a fine 2006 sarebbe stata negativa. Secondo l'indagine *Global Fund Manager Survey* condotta da Merrill Lynch a gennaio, il 9 per cento dei gestori di fondi globali intervistati ritiene che vi sia una probabilità discreta o elevata di una recessione dell'economia statunitense nei prossimi dodici mesi.

In sintesi, è importante considerare che, nel contesto attuale, lo *spread* a termine statunitense potrebbe essere distorto dalla forte domanda di titoli di Stato a lungo termine, il cui impatto è piuttosto difficile da quantificare. Sembra pertanto necessaria una cautela maggiore del solito nell'interpretare il recente andamento della curva dei rendimenti statunitense come un indicatore di una minore crescita economica.

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

## 2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

*Nel complesso, i tassi di interesse applicati dalle IFM sono variati in misura solo modesta in novembre, sebbene quelli a breve termine abbiano mostrato la tendenza ad aumentare mentre quelli a lungo termine abbiano offerto un quadro in qualche misura più diversificato.*

In novembre i tassi applicati su depositi e prestiti a breve termine a favore delle famiglie e delle società non finanziarie sono per la maggior parte aumentati solo lievemente rispetto al mese precedente. Un'eccezione è stata rappresentata dal tasso sui prestiti superiori a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno, che è cresciuto in misura appena maggiore, ovvero di circa 15 punti base (cfr. tavola 4 e figura 13). Il tasso sui

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

(valori percentuali in ragione d'anno; punti base; tassi ponderati <sup>1)2)</sup>)

							Variazione in punti base fino ad novembre 2005		
	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 ott.	2005 nov.	2004 nov.	2005 ago.	2005 ott.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui depositi</b>									
Depositi delle famiglie									
con durata prestabilita fino a un anno	1,95	1,92	1,94	1,97	1,97	2,01	8	6	4
con durata prestabilita oltre due anni	2,31	2,38	2,21	2,06	2,16	2,24	-24	15	9
rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	2,01	1,96	2,17	2,02	1,96	1,99	-3	-4	3
rimborsabili con preavviso oltre tre mesi	2,52	2,47	2,38	2,29	2,27	2,27	-24	-4	0
Depositi a vista detenuti da società non finanziarie	0,91	0,94	0,92	0,96	0,97	0,99	9	3	2
Depositi detenuti da società non finanziarie									
con durata prestabilita fino a un anno	2,08	2,00	2,01	2,04	2,04	2,08	4	5	4
con durata prestabilita oltre due anni	3,46	3,34	3,63	2,98	3,37	3,31	-22	27	-6
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	6,74	6,62	6,61	6,96	6,73	6,66	-11	-30	-7
Prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,44	3,42	3,35	3,32	3,33	3,38	-10	5	5
con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni	4,50	4,35	4,15	3,99	3,99	3,97	-68	-4	-2
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,27	5,26	5,13	5,13	5,10	5,09	-28	-3	-1
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,98	3,91	3,88	3,81	3,88	3,92	-9	3	4
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,44	4,33	4,20	4,04	4,04	3,99	-56	-14	-5
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie									
con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,04	3,01	2,94	2,94	2,91	3,07	12	11	16
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,06	4,04	3,89	3,87	3,78	3,98	-17	19	20
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,17	2,14	2,11	2,14	2,20	2,36	19	23	16
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,36	2,49	2,07	2,21	2,45	2,73	32	49	28
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,93	3,08	2,58	2,60	2,85	3,10	3	40	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.

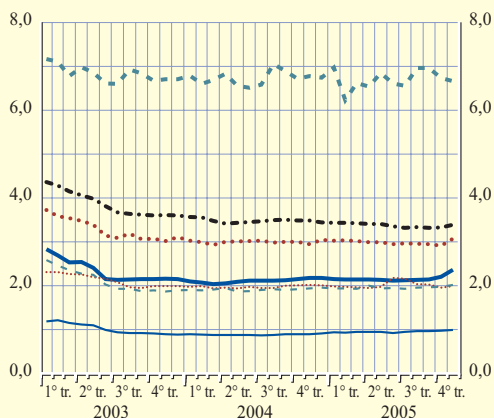
prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno è stato uno dei pochi tassi a breve termine che sono diminuiti. In genere, tuttavia, questo tasso è piuttosto volatile nel breve periodo e la flessione di novembre è connessa probabilmente a un ulteriore riassorbimento degli aumenti registrati in estate. Nel complesso, gli incrementi di novembre di gran parte dei tassi di interesse applicati dalle IFM sono rimasti inferiori all'aumento mensile medio del tasso di mercato monetario a tre mesi, pari a circa 15 punti base fra ottobre e novembre.

In una prospettiva di respiro leggermente più ampio, la maggior parte dei tassi a breve termine sui depositi sia delle famiglie sia delle società non finanziarie è in qualche misura aumentata dal novembre 2004. Al contrario, i tassi su prestiti a breve termine sono per la maggior parte diminuiti di almeno 10 punti base nello stesso periodo, con l'eccezione degna di nota del tasso su prestiti superiori a 1 milione di euro erogati a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno, che è aumentato di circa 10 punti base. Questi andamenti, pertanto, hanno tendenzialmente ridotto il differenziale fra i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM e

**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 ponderati<sup>1)</sup>)

- tasso del mercato monetario a tre mesi
- ..... prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro a tasso variabile e periodo 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



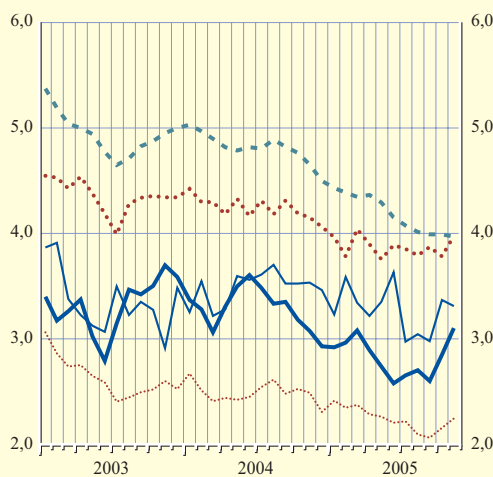
Fonte: BCE.

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 ponderati<sup>1)</sup>)

- 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.



i tassi del mercato monetario comparabili, dal momento che il tasso di interesse medio mensile del mercato monetario a tre mesi, ad esempio, è cresciuto in media di circa 20 punti base nei dodici mesi fino a novembre 2005.

In novembre la maggior parte dei tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM alle famiglie è rimasta sostanzialmente invariata, ad eccezione del tasso sui depositi delle famiglie con durata prestabilita superiore ai due anni, che è aumentato di circa 10 punti base (cfr. tavola 4 e figura 14). I tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM a società non finanziarie hanno presentato un quadro in qualche misura più contrastante. Il tasso sui depositi con durata prestabilita oltre due anni, benché lievemente diminuito, è rimasto nondimeno entro il consueto intervallo di oscillazione osservato nei periodi precedenti. Il tasso sui prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni ha proseguito l'andamento al ribasso, diminuendo di alcuni punti base in novembre. Nel contempo il tasso corrispondente sui prestiti oltre 1 milione di euro è salito di 20 punti base, eliminando così ogni differenza di tasso collegata alle dimensioni del prestito. Questi andamenti hanno rispecchiato la tendenza dei prestiti più consistenti (ossia superiori a 1 milione di euro) a essere più sensibili ai tassi di interesse di mercato. A titolo di paragone, i rendimenti mensili medi sui titoli di Stato a due e a cinque anni sono aumentati approssimativamente di 25-30 punti base fra ottobre e novembre.

Dal novembre 2004 i tassi sui prestiti a lungo termine applicati alle famiglie e alle società non finanziarie hanno per la maggior parte fatto segnare cali significativi, compresi tra i 20 e i 70 punti base. Le flessioni più notevoli si sono registrate per i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni nonché per quelli su prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni. Nello stesso periodo la maggior parte dei tassi su depositi a lungo termine sono diminuiti di circa 20-25 punti base. Questo andamento è sostanzialmente in linea con i decrementi dei rendimenti medi mensili sui titoli di Stato a due e a cinque anni fra novembre 2004 e settembre 2005, sebbene gli aumenti registrati più di recente in ottobre e novembre non sembrano ancora essere pienamente rispecchiati nei tassi di interesse a lungo termine applicati dalle IFM.

## 2.6 MERCATI AZIONARI

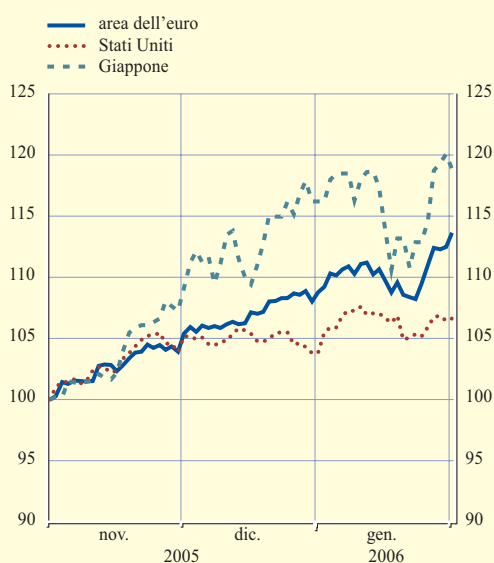
*Nei principali mercati tra la fine di dicembre e l'inizio di febbraio i corsi azionari sono aumentati. Dati generalmente buoni sull'attività economica ed attese di un proseguimento della robusta crescita degli utili societari hanno fornito sostegno ai mercati azionari. L'incertezza è aumentata nell'area dell'euro e in Giappone, mentre è rimasta sostanzialmente invariata negli Stati Uniti.*

In gennaio i corsi azionari sono aumentati sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Nel complesso, dopo le nette flessioni agli inizi del periodo in esame, essi sono aumentati anche in Giappone (cfr. figura 15). Le quotazioni azionarie nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurate rispettivamente dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, sono aumentate approssimativamente del 5 e del 3 per cento fra la fine di dicembre e il 1° febbraio, mentre nello stesso periodo le quotazioni giapponesi, misurate dall'indice Nikkei 225, sono aumentate del 2 per cento circa.

L'incertezza nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita estratta dai prezzi delle opzioni, è aumentata nell'area dell'euro e in Giappone ed è rimasta stabile negli Stati Uniti (cfr. figura 16). Nel caso del Giappone, è stato il secondo mese consecutivo con un marcato incremento dell'incertezza percepita nei mercati azionari. I corsi azionari nipponici sono nettamente diminuiti

**Figura 15 Indici dei corsi azionari**

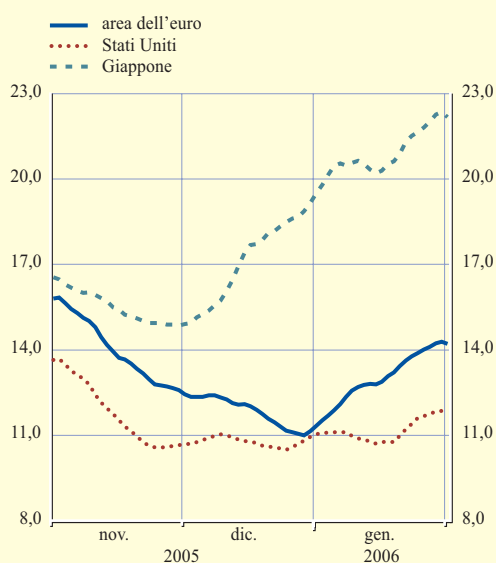
(indice: 1° ottobre 2005 = 100; dati giornalieri)



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.

**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.

agli inizi del periodo in esame a seguito delle indagini sulle presunte manipolazioni del mercato da parte di dirigenti di alto livello di una società giapponese operante nel settore delle TIC, indagini che il 17 gennaio hanno provocato sul mercato azionario di Tokyo la flessione giornaliera più consistente degli ultimi nove mesi. Successivamente il mercato azionario nipponico ha recuperato terreno per effetto delle notizie sull'attività economica e sugli utili accolte positivamente dai mercati.

I corsi azionari statunitensi sono aumentati nel primo mese del 2006, riflettendo utili relativamente soddisfacenti a giudizio degli investitori e dimostrando quindi una buona capacità di tenuta a fronte dei rincari petroliferi e delle accresciute tensioni geopolitiche. Tra gli investitori è tuttora diffusa la convinzione che gli utili societari statunitensi continueranno a crescere a un ritmo sostenuto. Thomson Financial Datastream, ad esempio, ha riportato in gennaio che gli analisti hanno previsto per i prossimi dodici mesi una crescita del 12 per cento degli utili per azione per le società comprese nell'indice Standard & Poor's 500.

Nell'area dell'euro le quotazioni azionarie sono aumentate nel periodo in esame, sostenute dal persistere di una crescita vigorosa degli utili societari sia correnti sia attesi. Ciò pare aver compensato le pressioni potenzialmente al ribasso esercitate sui corsi azionari dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro statunitense, dalle accresciute tensioni geopolitiche e dai rincari petroliferi. Thomson Financial Datastream ha riportato in gennaio che gli analisti hanno previsto per i prossimi dodici mesi una crescita del 10 per cento degli utili per azione per le società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx. La medesima fonte ha riportato in gennaio un tasso di crescita

pari al 19 per cento circa per gli utili annui effettivi delle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx. Essendo aumentata considerevolmente, l'incertezza dei mercati azionari ricavata dalle opzioni sull'indice Dow Jones Euro Stoxx potrebbe aver determinato un incremento dei premi per il rischio azionario richiesti dagli investitori, incremento che, preso singolarmente, avrebbe dovuto comprimere i corsi azionari.

Quanto alla *performance* dei corsi azionari per comparto, i settori delle materie prime industriali e dei servizi di pubblica utilità hanno ottenuto risultati migliori dell'indice complessivo Dow Jones Euro Stoxx. Il settore delle telecomunicazioni è stato quello che ha registrato i risultati peggiori. Gli investitori parrebbero nutrire timori sulla redditività futura di questo settore dopo l'annuncio di vendite inferiori alle attese da parte di un'azienda leader.

## 3 PREZZI E COSTI

Le oscillazioni dei prezzi dei beni energetici continuano a determinare variazioni di breve periodo dell'inflazione nell'area dell'euro. Al di là di ciò, tuttavia, le pressioni sui prezzi interni sono finora rimaste contenute. Secondo gli indicatori disponibili del costo del lavoro nell'area la dinamica salariale è proseguita a un ritmo moderato fino al terzo trimestre del 2005. La forte concorrenza internazionale inoltre ha contribuito a contenere gli aumenti dei prezzi nell'area dell'euro. In prospettiva, potrebbero gradualmente manifestarsi effetti indiretti degli scorsi rincari petroliferi su altre componenti dell'indice, ed è lecito attendersi che le variazioni già annunciate dei prezzi amministrati e delle imposte indirette avranno un impatto al rialzo sull'inflazione armonizzata. Queste prospettive per l'evoluzione dei prezzi permangono soggette a rischi al rialzo, connessi principalmente al rischio di ulteriori rincari del petrolio e di più marcati effetti indiretti o di secondo impatto conseguenti a tali aumenti. Infine, ulteriori incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette potrebbero altresì esercitare una spinta al rialzo sull'inflazione armonizzata.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A DICEMBRE 2005

Nell'area dell'euro l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo è scesa lievemente al 2,2 per cento in dicembre, l'ultimo mese per cui sono disponibili dati, dal 2,3 di novembre (cfr. tavola 5). La flessione, in linea con la stima rapida dell'Eurostat pubblicata all'inizio di gennaio, è stata principalmente riconducibile a un rallentamento dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati, ascrivibile a un effetto base derivante dall'incremento delle imposte sui tabacchi nel dicembre 2004. Questo effetto base ha inciso anche sulla crescita dello IAPC al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici, che è scesa lievemente dall'1,5 all'1,4 per cento.

Il risultato dello IAPC a dicembre ha comportato che nella media del 2005 l'inflazione si è collocata al 2,2 per cento, a fronte del 2,1 nel 2004. Questo lieve incremento è riconducibile per intero all'andamento dei prezzi dei beni energetici, il cui tasso di variazione è aumentato notevolmente al 10,1 per cento, dal 4,5 dell'anno precedente. L'impatto della dinamica dei prezzi dei beni energetici sull'inflazione complessiva nel 2005 è confermato dal fatto che la crescita dello IAPC al netto dei beni energetici è scesa nettamente all'1,4 per cento, dall'1,9 del 2004. Questo calo ha interessato la variazione

**Tavola 5 Andamenti dei prezzi**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2005 ago.	2005 set.	2005 ott.	2005 nov.	2005 dic.	2006 gen.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo	2,1	2,2	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	.
Beni energetici	4,5	10,1	11,5	15,0	12,1	10,0	11,2	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	1,0	1,0	1,1	1,5	1,5	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	1,7	2,3	2,4	2,6	1,8	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	.
Servizi	2,6	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	.	4,0	4,4	4,2	4,2	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	52,0	52,2	49,3	47,9	48,5	52,5
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	11,9	13,2	17,4	22,5	29,8	22,8

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

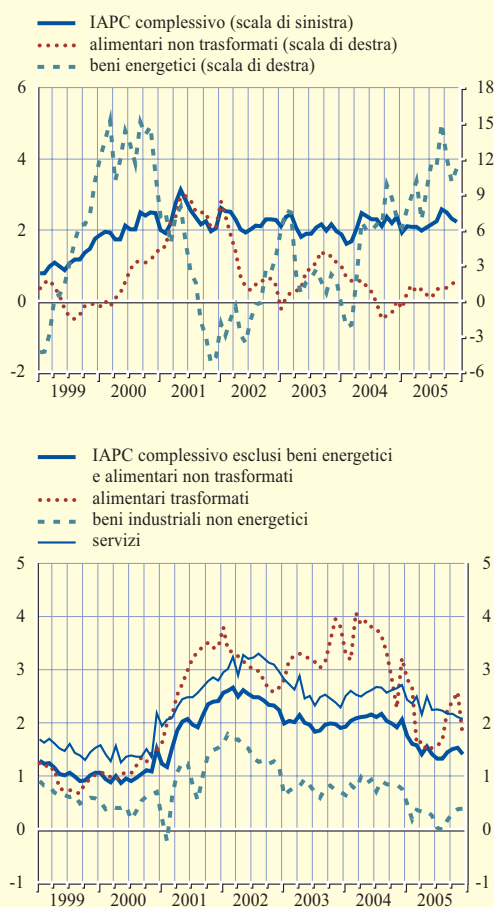
dei prezzi di ciascuna delle componenti: prodotti alimentari freschi e trasformati, beni industriali non energetici e servizi. Il rallentamento dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è riconducibile principalmente al minore incremento delle imposte sui tabacchi rispetto all'anno precedente ma anche alla modesta dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati in generale. Quest'ultima potrebbe in parte rispecchiare l'andamento relativamente contenuto dei prezzi degli alimentari freschi, rimasti su livelli moderati per il secondo anno consecutivo. Anche il tasso di crescita dei prezzi dei beni industriali non energetici è diminuito, riflettendo in parte un effetto base legato a incrementi dei prezzi amministrati dei servizi sanitari registrati nel 2004, oltre a una combinazione di altri fattori, quali l'impatto della liberalizzazione del commercio sui settori dell'abbigliamento e delle calzature, la forte concorrenza internazionale e la debolezza della domanda dei consumatori. Questi ultimi fattori potrebbero inoltre aver concorso a contrastare le eventuali spinte al rialzo derivanti dagli effetti indiretti dei rincari delle materie prime. Infine, anche l'inflazione nel settore dei servizi è scesa nel 2005, al 2,3 per cento dal 2,6 dell'anno precedente. Ancora una volta, questa flessione riflette in parte un effetto base legato a passati aumenti dei prezzi amministrati dei servizi sanitari, ma anche la contenuta dinamica salariale.

Esaminando in dettaglio i dati di dicembre, si nota che la dinamica dei prezzi dei beni energetici è rimasta volatile (cfr. figura 17): la crescita sui dodici mesi è aumentata a causa di un effetto base, nonostante un lieve calo dei prezzi dei beni energetici nel corso del mese. In prospettiva, i rincari del greggio osservati dalla metà di dicembre determineranno molto probabilmente un'ulteriore accelerazione dei prezzi al consumo dell'energia. In questo contesto, il riquadro 3 esamina la trasmissione dei prezzi internazionali dei beni energetici alle componenti energetiche dello IAPC nell'area dell'euro. Per quanto riguarda i prezzi dei prodotti alimentari freschi, l'accelerazione osservata a partire dall'estate si è stabilizzata in dicembre. Tuttavia, in un contesto caratterizzato da effetti base derivanti dal modesto andamento dello scorso anno e in considerazione delle basse temperature registrate recentemente in alcuni paesi dell'area, è probabile che nel breve termine i prezzi dei prodotti alimentari freschi subiscano ulteriori accelerazioni.

In dicembre la flessione all'1,4 per cento della crescita dello IAPC al netto delle componenti volatili (prodotti alimentari freschi e beni energetici) è stata causata interamente dalla dinamica dei prezzi degli alimentari trasformati, in quanto il tasso di variazione dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi è rimasto immutato. Il rallentamento sui dodici mesi dei prezzi dei prodotti alimentari trasformati è riconducibile a un effetto base derivante dall'incremento delle imposte sui tabacchi in Germania nel dicembre

**Figura 17 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

2004. Il tasso di variazione del prezzo dei tabacchi nell'area è sceso al 4,3 per cento nel dicembre 2005, nettamente inferiore al 13,8 registrato lo stesso mese del 2004. La crescita relativamente contenuta dei prezzi dei beni industriali non energetici suggerisce che non si riscontrano ancora effetti indiretti significativi dei rincari delle materie prime sui prezzi al consumo. Infine, nonostante un certo rallentamento nelle componenti connesse ai viaggi aerei e alle vacanze organizzate, in dicembre la crescita dei prezzi dei servizi è rimasta invariata al 2,1 per cento.

### Riquadro 3

#### LA TRASMISSIONE DEI PREZZI ENERGETICI MONDIALI ALLE COMPONENTI ENERGETICHE DELLO IAPC DELL'AREA DELL'EURO

A dicembre 2005 i prezzi dell'energia hanno contribuito per 1,0 punti percentuali alla variazione del 2,2 per cento dello IAPC complessivo dell'area (cfr. tavola). Questo contributo relativamente elevato rispecchia gli andamenti dei prezzi dell'energia primaria, in particolare di petrolio e gas naturale, che sono aumentati significativamente lo scorso anno. In tale contesto, il presente riquadro esamina la relazione fra gli andamenti dei prezzi dell'energia primaria e delle componenti energetiche dello IAPC.

#### Andamenti recenti dei prezzi dell'energia primaria

I prezzi del greggio e del gas naturale sono aumentati considerevolmente nel 2005 e l'effetto di tale incremento è stato amplificato dall'apprezzamento del dollaro statunitense nello stesso periodo (cfr. figura A, che mostra l'evoluzione dei prezzi in euro). A dicembre la quotazione in euro del greggio di qualità Brent si collocava su un livello superiore del 62 per cento rispetto a quello di un anno prima. L'attuale shock al prezzo del greggio è diverso dai precedenti shock petroliferi. L'ultimo rincaro è stato non solo consistente, ma anche più graduale e persistente, poiché un'inattesa forte crescita della domanda nel 2004 ha fatto emergere vincoli di capacità produttiva lungo l'intera catena di approvvigionamento. I timori geopolitici sulla sicurezza delle future forniture di greggio hanno aggiunto ulteriori pressioni al rialzo.

Storicamente, i prezzi del gas naturale tendono a seguire gli andamenti dei corsi del greggio. Tuttavia, nel quarto trimestre del 2005 si è registrata un'evidente differenziazione nelle dinamiche dei prezzi di queste due fonti energetiche primarie a seguito dei danni causati dagli uragani lungo la costa statunitense del Golfo del Messico, il cui impatto è stato maggiore sui prezzi del gas naturale che su quelli del greggio. In dicembre il prezzo del gas naturale misurato dal contratto a termine a un mese negoziato sull'Intercontinental Exchange è risultato più elevato del 153 per cento rispetto a un anno prima. L'andamento dei prezzi del carbone è stato storicamente diverso da quello

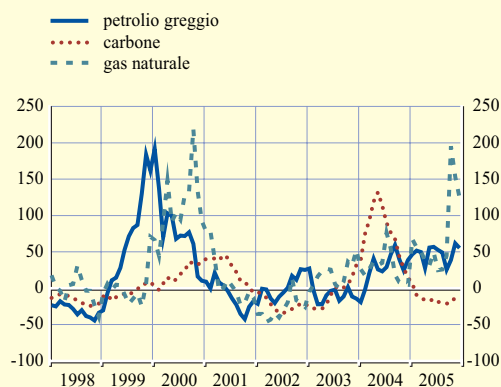
#### Contributi dei prezzi dei beni energetici all'inflazione complessiva nel dicembre 2005

	Variazioni percentuali sui dodici mesi/ contributi	Peso nello IAPC (in percentuale)
Inflazione complessiva ( <i>tasso di variazione</i> )	2,2	
Beni energetici		8,6
Contributo all'inflazione complessiva	1,0	
Tasso di variazione	11,2	
di cui: ( <i>contributi al tasso di variazione dei prezzi dei beni energetici</i> )		
Elettricità	0,7	2,0
Gas	2,1	1,4
Carburanti liquidi	2,3	0,8
Carburanti solidi	0,0	0,1
Energia termica	1,0	0,4
Carburanti liquidi e lubrificanti per mezzi di trasporto privati	5,1	3,9

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura A Prezzi dei beni energetici grezzi**

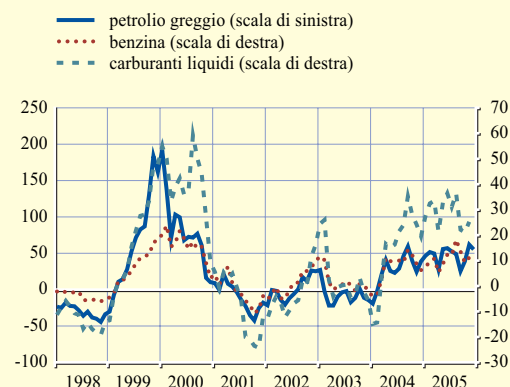
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Datastream e HWWA.  
Nota: i prezzi sono in euro.

**Figura B Prezzi al consumo: benzina e carburanti liquidi**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat, Datastream.  
Nota: i prezzi sono in euro.

delle quotazioni del greggio e del gas naturale. Di fatto, nel corso del 2005 il prezzo del carbone è calato del 13 per cento.

### La reazione delle componenti dello IAPC agli andamenti dei prezzi dell'energia primaria

Esiste una stretta correlazione diretta tra, da un lato, i prezzi dei carburanti liquidi e della benzina, che congiuntamente rappresentano più della metà della spesa per consumi in beni energetici, e dall'altro gli andamenti dei corsi petroliferi. Tuttavia, il coefficiente di trasmissione da questi ultimi ai prezzi finali al consumo è relativamente basso. Nel caso dei carburanti liquidi, esso è stato pari a circa un quarto nel 2000, quando il rincaro del 200 per cento del greggio si è tradotto in un aumento del 50 per cento dei prezzi dei carburanti liquidi. La trasmissione ai prezzi della benzina è stata persino minore (cfr. figura B). Chiaramente, l'esatta entità della trasmissione può anche variare nel tempo, ma la maggior parte dell'impatto si verifica molto rapidamente, entro poche settimane dall'incremento dei prezzi del greggio.

Per contro, la correlazione tra prezzi al consumo di gas ed energia per il riscaldamento (acqua calda e vapore) e l'evoluzione dei prezzi del gas naturale è meno diretta (cfr. figura C). Gli andamenti dei prezzi al consumo del gas sono generalmente più regolari rispetto a quelli dei prezzi dell'energia primaria. Essi reagiscono inoltre con un significativo ritardo. Nel 2000 si è registrato un coefficiente di trasmissione pari a un decimo soltanto.

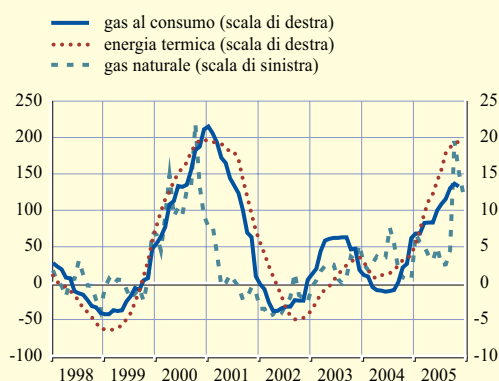
Infine, l'elettricità sembra essere un caso a sé stante, in quanto nessuna chiara correlazione di breve periodo è osservabile tra il suo prezzo al consumo e i prezzi dell'energia primaria (cfr. figura D).

### Possibili fattori che influenzano la reattività dei prezzi al consumo dell'energia

Vi sono diversi fattori che spiegano i vari gradi di elasticità degli andamenti dei prezzi al consumo rispetto ai prezzi dell'energia primaria. Da un punto di vista generale, il coefficiente di trasmissione

**Figura C Prezzi al consumo:  
gas e energia termica**

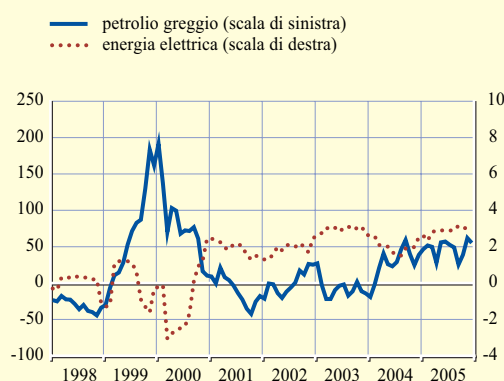
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e Datastream.  
Nota: i prezzi sono in euro.

**Figura D Prezzi al consumo:  
energia elettrica**

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e Datastream.  
Nota: i prezzi sono in euro.

dipende innanzi tutto dalla struttura produttiva delle società fornitrici di energia: l'impatto finale di una variazione dei prezzi dell'energia primaria è attenuato dall'incidenza dei costi fissi (ad esempio infrastrutture) o dei costi variabili (quali i salari) e dal funzionamento dei margini. Un motivo aggiuntivo è che il prezzo finale al consumo – quale riportato dagli indici dello IAPC per gas o elettricità ad esempio – contiene una componente fissa indipendente dal volume di energia consumata. Tale onere fisso è spesso sostenuto per la connessione alle infrastrutture di approvvigionamento.

Passando ai fattori istituzionali, la struttura fiscale – in particolare il peso delle accise – è parimenti un fattore decisivo nella trasmissione solo parziale dei prezzi dei beni energetici primari ai prezzi al consumo dell'energia. Un livello elevato di accise (fisse per unità di consumo) riduce l'impatto proporzionale dei prezzi dell'energia primaria sul prezzo pagato dai consumatori. Data la quota relativamente elevata delle accise sull'energia nell'area dell'euro, questo fattore è particolarmente rilevante nello spiegare la limitata reattività dei prezzi al consumo della benzina e del gas alle variazioni dei prezzi dell'energia primaria.

Inoltre, in diversi paesi dell'area dell'euro i prezzi al consumo di gas ed elettricità a uso domestico possono essere considerati "regolamentati" o "amministrati". Tale regolamentazione diretta dei prezzi al consumo può anch'essa certamente contribuire a ridurre la volatilità o, quantomeno, a ritardare l'impatto sui prezzi al consumo dell'energia. In particolare, le disposizioni regolamentari spesso implicano contratti legali che definiscono periodi durante i quali non può essere effettuato alcun aggiustamento dei prezzi finali al variare dei prezzi delle fonti energetiche primarie. Inoltre, in molti paesi dell'area dell'euro i mercati del gas e dell'elettricità sono concentrati, e ciò fornisce agli operatori dominanti ulteriore margine di manovra nell'influenzare i prezzi facendoli eventualmente discostare ulteriormente dai prezzi degli input.

Infine, anche le scelte istituzionali possono aver portato a una struttura dell'approvvigionamento in cui vi è una sensibilità relativamente bassa dei prezzi dell'elettricità ai prezzi dell'energia primaria. In particolare, l'elettricità prodotta nell'area dell'euro dipende principalmente da fonti energetiche



i cui prezzi non sono direttamente o immediatamente collegati ai corsi volatili del petrolio o del gas. Secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, petrolio e gas rappresentavano rispettivamente soltanto il 6 e il 17 per cento delle fonti utilizzate nel 2003 per la produzione di elettricità nei paesi dell'area dell'euro. L'incidenza del carbone era pari al 27 per cento dell'elettricità prodotta, mentre quella degli input con prezzi indipendenti dalle tre fonti energetiche primarie corrispondeva a quasi il 50 per cento (34 per cento per l'energia nucleare, 11 per cento per l'energia idroelettrica e 4 per cento per altre fonti energetiche). In aggiunta, nel loro utilizzo per la produzione di elettricità e per il riscaldamento residenziale e commerciale, il petrolio, il gas naturale e il carbone sono, in certa misura, intercambiabili come fonte di energia primaria. Tale sostituibilità diminuisce quindi l'impatto sui prezzi dell'elettricità di uno shock specifico a una delle tre fonti di energia primaria.

Per sintetizzare queste informazioni quantitativamente, una regola empirica comunemente impiegata indica che un aumento del 10 per cento dei prezzi petroliferi denominati in euro induce, entro sei mesi circa, un incremento di 1,5 punti percentuali del tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi al consumo dei beni energetici. Poiché la componente energetica corrisponde a circa l'8-9 per cento dello IAPC complessivo, ciò si traduce in un incremento diretto dell'inflazione totale dei prezzi al consumo di 0,1-0,2 punti percentuali (cfr. l'articolo *I prezzi del petrolio e l'economia dell'area dell'euro* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino). Chiaramente, oltre a tale effetto iniziale diretto, per valutare l'impatto complessivo sulle prospettive per l'inflazione è necessario tenere conto anche di effetti indiretti ritardati tramite l'impatto sui prezzi al consumo di beni non energetici, nonché di possibili effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi.

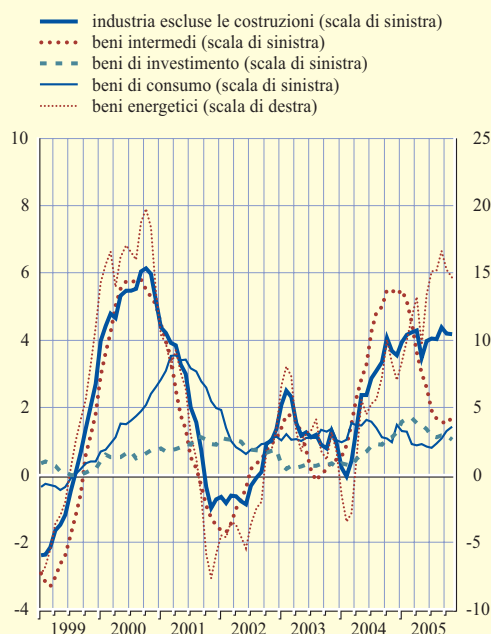
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Al momento della stesura di questo Bollettino non erano state rese disponibili nuove statistiche sui prezzi alla produzione nell'area dell'euro, successive alla pubblicazione dello scorso numero, che riferiva dei dati fino a novembre. Questi ultimi hanno mostrato che la crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione dei beni industriali al netto delle costruzioni si è mantenuta al 4,2 per cento, nonostante un lieve calo del contributo fornito dai prezzi dei beni energetici (cfr. figura 18). Il tasso di variazione dei prezzi alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia è rimasto anch'esso contenuto. Pertanto, sembra che finora i rincari delle materie prime abbiano esercitato solo limitati effetti indiretti sugli altri prezzi negli stadi successivi della catena produttiva. I dati nazionali disponibili per dicembre confermano questo scenario.

I dati relativi ai prezzi contenuti nelle indagini per il settore manifatturiero relative a gennaio segnalano il protrarsi di spinte al rialzo sui prezzi degli input per le imprese, mentre gli incrementi dei prezzi di vendita sono rimasti più contenuti (cfr. figura 19). Lo Eurozone Input Price Index per il settore manifatturiero è salito lievemente a 63,0, analogamente all'indice dei prezzi di vendita, che tuttavia si è collocato a un livello inferiore, 51,8. Ciò indica che, sebbene le imprese siano riluttanti a trasferire per intero i rincari degli input ai clienti, l'aumento persistente dei prezzi delle materie prime ha dato origine a qualche modesto effetto indiretto sui prezzi alla produzione nel settore manifatturiero. Al momento della stesura di questo Bollettino, dalla pubblicazione del numero scorso non sono stati resi disponibili nuovi dati sui prezzi desunti da indagini fra le imprese nel settore dei servizi. Gli ultimi risultati relativi a dicembre hanno indicato che l'indice dei prezzi degli input è rimasto relativamente elevato, mentre quello relativo ai beni prodotti si è collocato su un livello più contenuto. Pertanto, i dati disponibili suggeriscono che anche le imprese nel settore dei servizi non hanno potuto o voluto trasferire per intero i rincari degli input ai clienti.

**Figura 18 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

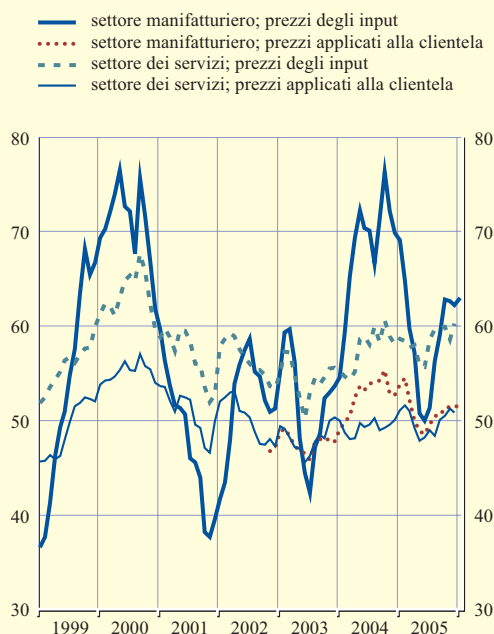
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



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.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Le statistiche ricavate dai dati di contabilità nazionale relative ai redditi per occupato nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2005 indicano, nonostante una lieve accelerazione di questi ultimi, che l'andamento del costo del lavoro nell'area è rimasto moderato. La crescita dei redditi per occupato è aumentata di 0,2 punti percentuali, all'1,6 per cento (cfr. tavola 6), livello attorno al quale ha oscillato dal terzo trimestre del 2004 (cfr. figura 20). Va notato, tuttavia, che le informazioni disponibili per il 2005 potrebbero essere soggette a revisioni quando saranno disponibili i dati relativi a tutto l'anno solare.

**Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro**

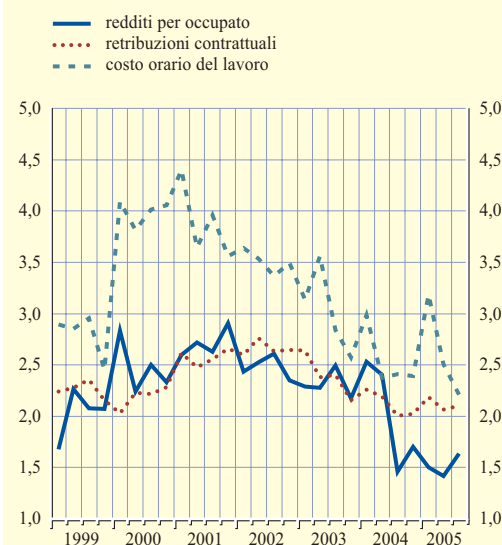
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	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	1,4	1,6
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	0,5	1,1	1,1	0,7	0,4	0,5	0,9
Costo del lavoro per unità di prodotto	1,8	0,9	0,4	1,0	1,1	0,9	0,7

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 20 Indicatori del costo del lavoro**

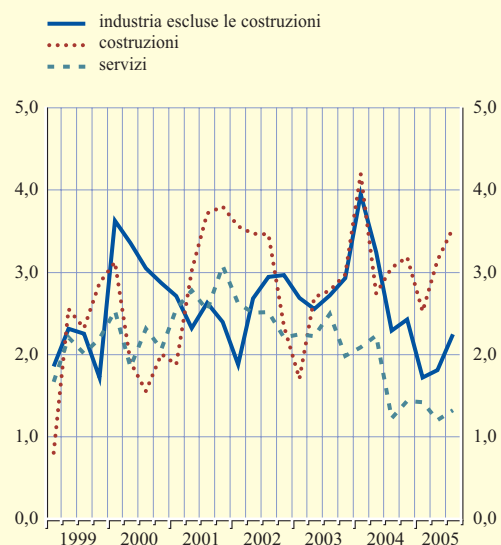
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 21 Redditi per occupato per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

A livello settoriale, l'accelerazione dei redditi per occupato è stata particolarmente marcata nell'industria e nelle costruzioni (cfr. figura 21). Anche nel settore dei servizi si è registrato un lieve incremento, che tuttavia cela una flessione nei servizi di mercato, sebbene la crescita salariale in questa componente dei servizi sia rimasta più elevata rispetto a quella nei servizi non di mercato. Al momento, il tasso di variazione dei redditi per occupato nei servizi è chiaramente inferiore a quello nel settore industriale, confermando un andamento che si osserva dalla metà del 2002.

Pertanto, con tutti gli indicatori del costo del lavoro (redditi per occupato, costo orario del lavoro e retribuzioni contrattuali) ormai disponibili per il terzo trimestre, permane la valutazione complessiva che le spinte inflazionistiche derivanti dalla dinamica salariale sono state modeste nei primi tre trimestri del 2005. Tale giudizio è rafforzato dalla ripresa della produttività del lavoro, in linea con l'andamento del prodotto, che ha contribuito a ridurre la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto allo 0,7 per cento nel terzo trimestre, nettamente al di sotto dei livelli osservati tra il 2001 e il 2003.

### 3.4 PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

I prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno continuato a salire nel 2005, aumentando del 7,7 per cento (rispetto al periodo corrispondente) nella prima metà dell'anno, a fronte del 7,0 per cento nel 2004. Questa vigorosa crescita complessiva, tuttavia, cela differenze significative a livello nazionale. Il recente dinamismo è ascrivibile in larga misura alla vivacità del mercato degli immobili residenziali in Spagna, Francia e Italia. I dati trimestrali disponibili per la seconda metà del 2005 continuano a mostrare forti rincari in Spagna e Francia, anche se a un ritmo lievemente più moderato che in precedenza. Per un quadro più esaustivo dell'andamento dei prezzi degli immobili

residenziali nell'area, cfr. l'articolo *Andamenti dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino.

### 3.5 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel breve periodo, il tasso di inflazione potrebbe aumentare ancora lievemente, rispecchiando in particolare nuovi rincari dei beni energetici e alcuni effetti base. Su orizzonti più lunghi, potrebbero gradualmente manifestarsi effetti indiretti degli scorsi rincari petroliferi su altre componenti dell'indice, ed è lecito attendersi che le variazioni già annunciate dei prezzi amministrati e delle imposte indirette abbiano un impatto al rialzo sull'inflazione armonizzata. Nel frattempo la dinamica salariale è rimasta moderata negli ultimi trimestri e dovrebbe rimanere tale per il momento, rispecchiando in particolare le pressioni concorrenziali a livello mondiale. Le informazioni attualmente disponibili sono, nel complesso, sostanzialmente coerenti con lo scenario di base delineato dagli esperti dell'Eurosistema nelle proiezioni pubblicate a dicembre per l'inflazione armonizzata nel 2006 e 2007. Questa valutazione dello scenario di base è sostanzialmente condivisa anche dagli analisti del settore privato (cfr. il riquadro 4 *Le aspettative del settore privato per l'area dell'euro: i risultati della Survey of Professional Forecasters per il primo trimestre del 2006*).

Queste prospettive per la dinamica dei prezzi rimangono soggette a rischi al rialzo, connessi a ulteriori rincari del greggio, a una trasmissione delle quotazioni petrolifere sui prezzi al consumo più accentuata di quanto attualmente previsto, a nuovi aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette e, in misura più sostanziale, a potenziali effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi.

#### Riquadro 4

##### LE ASPETTATIVE DEL SETTORE PRIVATO PER L'AREA DELL'EURO: I RISULTATI DELLA SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS PER IL PRIMO TRIMESTRE DEL 2006

Questo riquadro presenta i risultati della trentesima *Survey of Professional Forecasters* (SPF), condotta dalla BCE fra il 19 e il 23 gennaio 2006<sup>1)</sup>. La SPF raccoglie le aspettative sull'inflazione, sull'attività economica e sulla disoccupazione nell'area dell'euro di esperti di istituzioni finanziarie e non finanziarie con sede nell'Unione europea. Al riguardo va sottolineato che, alla luce della diversità del campione di partecipanti, i risultati aggregati dell'indagine possono riflettere un insieme relativamente eterogeneo di opinioni e ipotesi soggettive. Ove possibile, i risultati sono confrontati con altri indicatori delle aspettative del settore privato per gli stessi orizzonti temporali.

##### Aspettative di inflazione per il 2006 e il 2007

Le attese sull'inflazione per il 2006 sono rimaste invariate rispetto all'indagine precedente, al 2,0 per cento. Ciò riflette una revisione solo lieve delle ipotesi di base e continua ad implicare attese di una complessiva stabilità dei prezzi del petrolio (ancorché su livelli elevati) e della dinamica della crescita economica, nonché una contenuta dinamica salariale. Le attese sull'inflazione per il 2007 sono invece state riviste al rialzo di 0,2 punti percentuali rispetto all'indagine del quarto trimestre del 2005, al 2,0 per cento. Una parte preponderante dei partecipanti ascrive tale revisione

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

IAPC complessivo	Orizzonte di previsione				
	dicembre 2006	2006	dicembre 2007	2007	A più lungo termine <sup>5)</sup>
SPF, 1° trim. 2006	1,9	2,0	1,9	2,0	1,9
Precedente SPF, 4° trim. 2005	-	2,0	-	1,8	1,9
Consensus (gennaio 2006)	-	2,0	-	2,0	1,9
Euro Zone Barometer (gennaio 2006)	-	2,0	-	2,0	1,9
<b>Crescita del PIL in termini reali</b>	<b>3° trim. 2006</b>	<b>2006</b>	<b>3° trim. 2007</b>	<b>2007</b>	<b>A più lungo termine<sup>5)</sup></b>
SPF, 1° trim. 2006	1,9	2,0	1,9	1,9	2,1
Precedente SPF, 4° trim. 2005	-	1,7	-	2,0	2,1
Consensus (gennaio 2006)	-	1,9	-	1,8	1,9
Euro Zone Barometer (gennaio 2006)	-	1,9	-	1,7	1,8
<b>Tasso di disoccupazione<sup>1)</sup></b>	<b>novembre 2006</b>	<b>2006</b>	<b>novembre 2007</b>	<b>2007</b>	<b>A più lungo termine<sup>5)</sup></b>
SPF, 1° trim. 2006	8,1	8,2	7,8	8,0	7,2
Precedente SPF, 4° trim. 2005	-	8,5	-	8,2	7,5
Consensus (gennaio 2006)	-	8,3	-	8,1	-
Euro Zone Barometer (gennaio 2006)	-	8,3	-	8,2	7,6

1) In percentuale delle forze di lavoro.

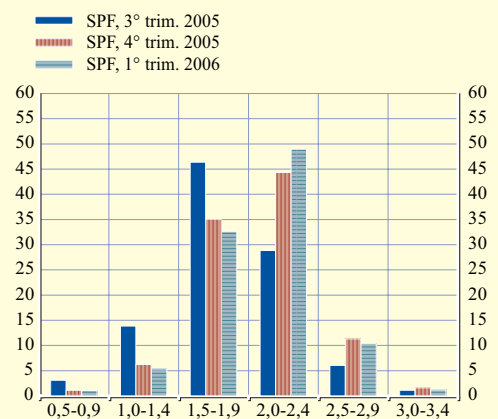
2) Nell'ultima, nella penultima SPF e nell'*Euro Zone Barometer* le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono al 2010. Le previsioni di *Consensus Economics* si riferiscono al periodo 2011-2015 (dati pubblicati nell'indagine di *Consensus Economics* di ottobre 2005).

all'aumento dell'IVA in Germania, previsto per il gennaio 2007. In media, quindi, le previsioni dell'indagine per l'inflazione misurata sullo IAPC nel 2006 e nel 2007 appaiono in linea con quelle pubblicate a metà gennaio da *Consensus Economics* e da *Euro Zone Barometer* (cfr. tavola).

Ai partecipanti all'indagine viene anche richiesto di assegnare una distribuzione di probabilità alle loro previsioni. Questa distribuzione fornisce informazioni sulla probabilità, espressa in termini percentuali, che i risultati futuri si collochino all'interno di determinati intervalli. La distribuzione di probabilità risultante dall'aggregazione delle risposte permette inoltre di desumere il modo in cui i partecipanti valutano, in media, il rischio che il risultato effettivo si collochi al di sopra o al di sotto dell'intervallo più probabile. Nelle loro risposte, i partecipanti all'indagine di gennaio hanno fatto più volte riferimento ai prezzi del petrolio quale fonte di rischio al rialzo per le prospettive di inflazione. Allo stesso tempo, la distribuzione di probabilità dell'inflazione per il 2006 segnala un ulteriore aumento dei rischi verso l'alto (cfr. figura A): i partecipanti all'indagine valutano ora al 49 per cento la probabilità che l'inflazione si collochi tra il 2,0 e il 2,4 per cento (contro il 44 per cento nell'indagine precedente). Per quanto riguarda il 2007, la probabilità che l'inflazione si collochi in questo intervallo è ora valutata al 40 per cento, contro il 30 per cento nell'indagine del quarto trimestre del 2005.

**Figura A Distribuzione di probabilità del tasso medio di inflazione nel 2006 (*Survey of Professional Forecasters*, ultime tre inchieste<sup>1)</sup>)**

(valori percentuali)



1) Risulta dall'aggregazione delle singole distribuzioni di probabilità fornite dai previsori dell'SPF.

### Indicatori delle aspettative di inflazione a più lungo termine

Le aspettative di inflazione a cinque anni sono rimaste invariate, all'1,9 per cento, per la diciassettesima inchiesta consecutiva, in linea con le stime recentemente pubblicate da *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*. Tuttavia come indicato nella figura B, la probabilità che l'inflazione a cinque anni si collochi su un livello pari o superiore al 2,0 per cento è aumentata lievemente nel primo trimestre, a indicazione di un leggero aumento nella percezione di rischi al rialzo per l'inflazione a lungo termine.

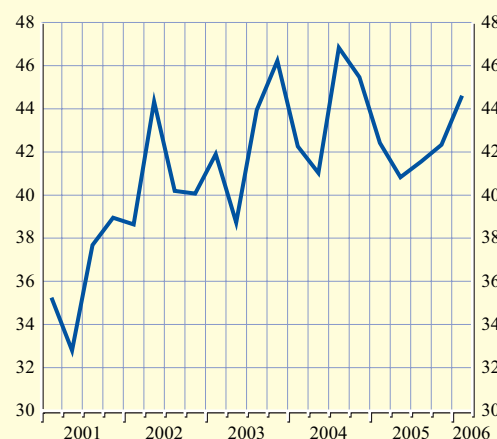
I risultati della SPF possono anche essere confrontati con il cosiddetto "tasso di inflazione di pareggio", un indicatore delle aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori, misurate dal differenziale di rendimento fra le obbligazioni nominali e quelle indicizzate all'inflazione. I tassi d'inflazione di pareggio desunti dai titoli di Stato francesi indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (al netto dei prezzi del tabacco) con scadenza nel 2012 e 2015 si mantengono entrambi complessivamente stabili da ottobre 2005 (cfr. figura C)<sup>2)</sup>. Al riguardo, tuttavia, va sottolineato che tali indicatori non vanno interpretati come misure dirette delle aspettative di inflazione, in quanto possono incorporare diversi premi per il rischio (fra cui un premio per l'incertezza sull'inflazione e premi per la liquidità); di conseguenza il loro livello e andamento possono parzialmente risentire dell'incertezza degli investitori circa l'inflazione futura e della loro conseguente disponibilità a pagare un premio per la copertura di tale rischio.

### Aspettative per la crescita del PIL in termini reali e per la disoccupazione nell'area dell'euro

Rispetto alla precedente indagine di ottobre 2005, le aspettative per la crescita del PIL in termini reali nel 2006 sono state riviste al rialzo di 0,3 punti percentuali, al 2,0 per cento. Ciò riflette principalmente attese più favore-

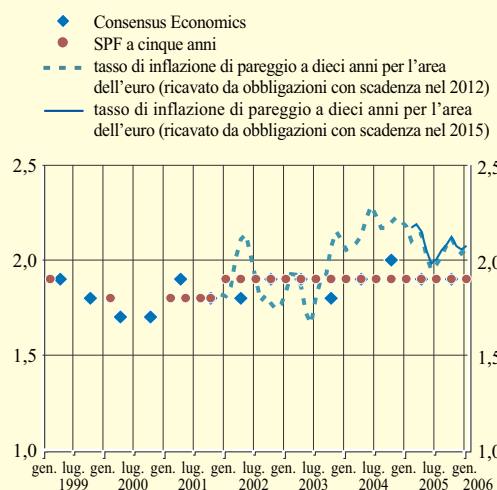
**Figura B** Probabilità che l'inflazione si collochi su un valore uguale o superiore al 2 per cento dopo cinque anni

(valori percentuali)



**Figura C** Indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine

(variazioni percentuali medie in ragione d'anno)



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

2) Va notato che il tasso di inflazione di pareggio riflette l'inflazione attesa media sull'orizzonte di vita residua del titolo utilizzato per calcolarlo e non è una stima puntuale per un anno preciso (come nel caso di alcuni indicatori delle aspettative di inflazione a lungo termine ricavate dalle inchieste). Per una descrizione della natura concettuale del tasso di inflazione di pareggio, si rimanda all'articolo *Le informazioni ottenute dai prezzi delle attività finanziarie* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino.

voli sulla domanda interna, in parte riconducibili al miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e al possibile conseguente rafforzamento della crescita dei consumi. Diversi partecipanti si aspettano che, nella seconda metà del 2006, la crescita dei consumi risenta positivamente dell'anticipo di talune spese da parte dei consumatori in previsione dell'aumento dell'IVA tedesca nel gennaio 2007. D'altra parte, ci si attende che quest'ultimo fattore eserciti un effetto opposto nel 2007, al quale è associata larga parte della leggera revisione al ribasso rispetto alla precedente indagine (0,1 punti percentuali, all'1,9 per cento) delle aspettative di crescita per quell'anno. I partecipanti all'indagine continuano a indicare il prezzo del petrolio e un nuovo apprezzamento dell'euro quali principali rischi al ribasso per le prospettive di crescita del PIL nel 2006, ma citano anche diversi fattori al rialzo, fra cui le favorevoli condizioni finanziarie, la stabilità dei prezzi e l'aumento della redditività, che dovrebbero sostenere un rafforzamento degli investimenti. Le attese sulla crescita a cinque anni restano invariate, al 2,1 per cento. Su tutti gli orizzonti temporali considerati le previsioni della SPF per la crescita del PIL sono lievemente più ottimistiche di quelle pubblicate di recente da *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer* (cfr. tavola).

Le aspettative sul tasso di disoccupazione sono state riviste al ribasso su tutti gli orizzonti di previsione, all'8,2 e 8,0 per cento rispettivamente nel 2006 e nel 2007. I principali fattori citati a supporto di tali revisioni sono il rafforzamento della crescita nel breve termine e l'impatto, in alcuni paesi, delle recenti riforme del mercato del lavoro, sia nel breve sia nel lungo periodo. Le revisioni tuttavia sono in parte riconducibili anche a revisioni statistiche dei dati sulla disoccupazione nei mesi recenti. Il tasso di disoccupazione atteso per il 2010 si colloca ora al 7,2 per cento, ma è valutato come molto incerto e dipendente dall'attuazione di ulteriori riforme del mercato del lavoro.

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

Gli ultimi dati pubblicati sugli indicatori economici confermano il quadro di un rafforzamento dell'attività economica nella seconda metà del 2005. I risultati positivi delle indagini, insieme alle informazioni sulla produzione industriale in particolare, indicano una crescita sostenuta e un graduale miglioramento del mercato del lavoro all'inizio del 2006. Tuttavia, queste prospettive economiche positive sono ancora soggette a rischi al ribasso in particolar modo ascrivibili alle incertezze circa l'andamento dei prezzi del petrolio e gli squilibri mondiali.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

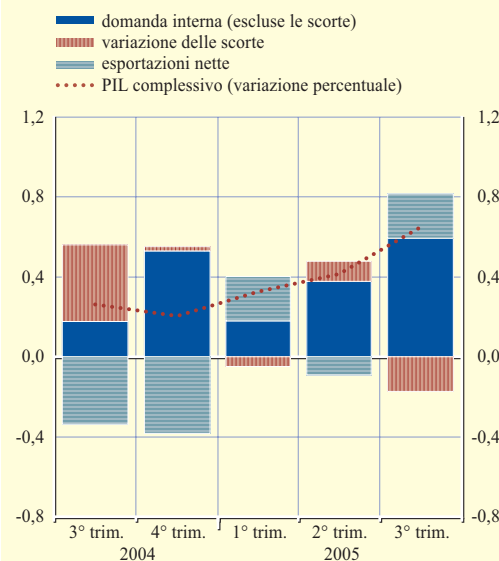
La seconda stima dell'Eurostat dei dati di contabilità nazionale per il terzo trimestre del 2005 ha confermato un robusto aumento, allo 0,6 per cento sul periodo precedente, del PIL in termini reali dell'area dell'euro. Dopo che nel primo e nel secondo trimestre si erano registrati tassi di crescita dello 0,3 e dello 0,4 per cento rispettivamente (cfr. figura 22), il risultato suggerisce un rafforzamento dell'attività nella seconda metà del 2005, in linea con le attese di una graduale ripresa dell'economia dell'area dell'euro.

Il quadro che emerge dalla composizione della crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è in larga misura invariato rispetto alla prima pubblicazione. La domanda interna (al netto delle scorte) ha fornito il principale contributo all'incremento del PIL riflettendo soprattutto un forte aumento degli investimenti (rivisto lievemente al ribasso all'1,3 per cento sul trimestre precedente) e una moderata crescita dei consumi privati (0,3 per cento sul trimestre precedente). Il contributo delle scorte alla crescita del PIL è stato negativo nel terzo trimestre, sebbene questa componente della spesa sia stata marginalmente rivista al rialzo con la seconda pubblicazione. Il contributo dell'interscambio netto, benché rivisto leggermente al ribasso a seguito di una crescita delle esportazioni in certa misura inferiore, è stato comunque positivo.

Si è resa disponibile anche la scomposizione degli investimenti per il terzo trimestre del 2005. Essa mostra tassi di crescita trimestrali positivi per tutte le componenti. Gli investimenti in costruzioni (circa il 50 per cento degli investimenti totali) sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, in rallentamento rispetto al secondo trimestre. Fra gli altri investimenti, la crescita si è rafforzata nel terzo trimestre in particolare per gli investimenti in prodotti in metallo e macchinari (circa il 30 per cento del totale) e in mezzi di trasporto (circa il 10 per cento del totale). I primi sono aumentati del 2,9 per cento sul periodo precedente, dopo essere rimasti invariati nel secondo trimestre, mentre i secondi hanno registrato un incremento del 3,6 per cento dopo una diminuzione nel trimestre precedente.

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.



## PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

La ripresa dell'attività nel terzo trimestre del 2005 è derivata da andamenti in certa misura divergenti nei principali settori. Tanto il comparto industriale quanto quello dei servizi hanno contribuito positivamente alla crescita. Mentre nel primo il tasso di crescita del valore aggiunto in termini reali è diminuito rispetto al secondo trimestre (attestandosi allo 0,7 per cento sul periodo precedente), nel secondo esso è aumentato (allo 0,5 per cento). Nell'agricoltura, il valore aggiunto è rimasto stabile nel terzo trimestre, segnando un miglioramento rispetto alle diminuzioni dei due trimestri precedenti.

La produzione industriale nell'area dell'euro (al netto delle costruzioni) è aumentata a novembre 2005 dell'1,3 per cento sul mese precedente, dopo aver registrato flessioni mensili in ottobre e in settembre (cfr. figura 23). In termini di medie mobili a tre mesi, il tasso di crescita è diminuito a novembre, pur rimanendo positivo, e il comparto dei beni intermedi ha continuato a far registrare la crescita più sostenuta.

I nuovi ordini industriali nell'area dell'euro sono aumentati in novembre del 4,9 per cento sul mese precedente. In termini di medie mobili a tre mesi gli ultimi risultati mostrano un incremento del 2,5 per cento in novembre. In un'ottica di più lungo termine, i nuovi ordini industriali hanno proseguito la tendenza al rialzo osservata dall'inizio dello scorso anno, corroborando le attese di prospettive positive per l'attività industriale.

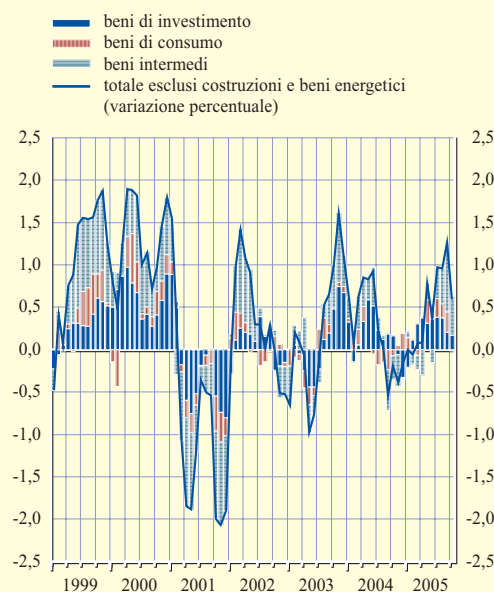
## RISULTATI DELLE INDAGINI PRESSO I SETTORI MANIFATTURIERO E DEI SERVIZI

I risultati delle indagini nei settori manifatturiero e dei servizi continuano a dare sostegno alle attese di un'espansione economica vivace. Per quanto riguarda il settore manifatturiero, l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea ha registrato un ulteriore aumento in gennaio, raggiungendo un livello che non si osservava dalla fine del 2004. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo al settore manifatturiero è rimasto sostanzialmente stabile in gennaio, dopo i rialzi dei mesi recenti. Il suo livello segnala chiaramente un'espansione (per il settimo mese consecutivo) ed è al di sopra del livello medio del quarto trimestre del 2005. Nel complesso, gli ultimi andamenti sia dell'indicatore del clima di fiducia presso le imprese sia del PMI suggeriscono che vi sono le condizioni per un protrarsi della ripresa dell'attività industriale all'inizio del 2006 (cfr. figura 24).

Per quanto concerne il settore dei servizi, l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea è salito in gennaio al livello più alto da agosto 2001. Inoltre, anche l'indice PMI per l'attività nel settore dei servizi (disponibile solo fino a dicembre 2005) sembra essersi ripreso negli ultimi mesi e attualmente segnala un'espansione significativa dell'attività. In dicembre, tutte le componenti dell'indice hanno registrato un incremento, inclusi l'attività in attesa, le commesse

**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.

in entrata, le attese delle imprese e l'occupazione. Pertanto, i dati disponibili forniscono un segnale positivo anche per il settore dei servizi al volgere dell'anno.

### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

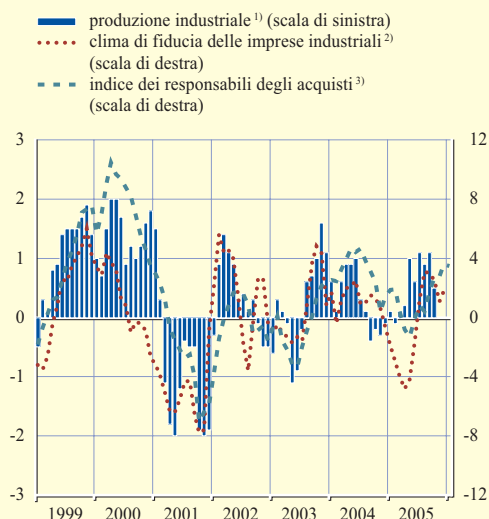
I consumi privati hanno continuato a rafforzarsi nel terzo trimestre del 2005, ma a un ritmo moderato. Per il momento, non vi sono segnali di un ulteriore significativo rafforzamento nel quarto trimestre, sebbene siano disponibili solo informazioni molto limitate.

Il volume delle vendite al dettaglio è rimasto stabile in novembre per effetto di una diminuzione delle vendite dei prodotti alimentari e di una crescita di quelle dei prodotti non alimentari. Ciò ha determinato una lieve flessione in termini di medie mobili a tre mesi. Per quanto riguarda altri indicatori della spesa delle famiglie, le immatricolazioni di nuove autovetture in dicembre si sono ridotte dell'1 per cento sul mese precedente, dopo diminuzioni di simile entità nei due mesi precedenti. Di conseguenza, esse si sono ridotte dell'1 per cento anche nel complesso del quarto trimestre, dopo aver conseguito tassi di crescita positivi (ma decrescenti) nel secondo e nel terzo trimestre del 2005.

Anche se verosimilmente i contributi ai consumi privati del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture saranno più bassi nel quarto trimestre del 2005 rispetto al terzo, la fiducia dei consumatori è in lenta ripresa. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione europea è rimasto invariato in gennaio, collocandosi intorno alla propria media di lungo termine, dopo i gradual progressi registrati nella seconda metà del 2005 (cfr. figura 25).

**Figura 24 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese manifatturiere e indice dei responsabili degli acquisti**

(dati mensili destagionalizzati)

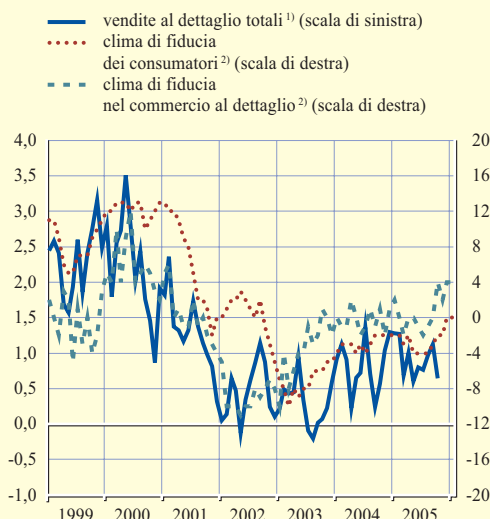


Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, NTC Economics ed elaborazioni della BCE.

- 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.

**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.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

Gli ultimi dati disponibili suggeriscono che le condizioni nel mercato del lavoro dell'area dell'euro continuano a migliorare gradualmente. In particolare, le aspettative di occupazione per i settori industriale e dei servizi indicano andamenti positivi nelle condizioni sottostanti del mercato del lavoro all'inizio del 2006.

### DISOCCUPAZIONE

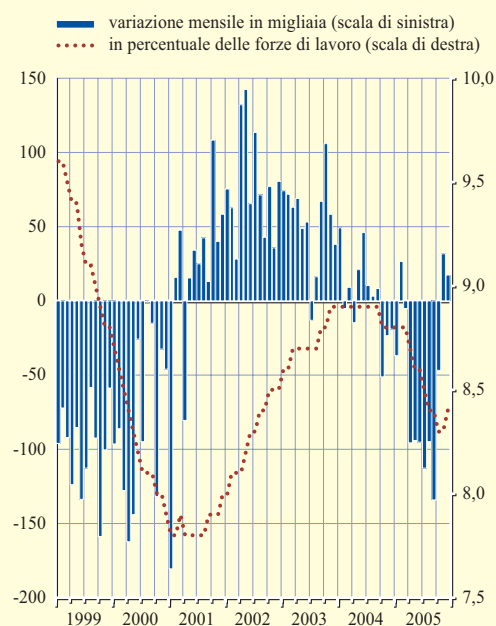
In dicembre il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è aumentato di 0,1 punti percentuali, all'8,4 per cento, dopo essere rimasto invariato in novembre (cfr. figura 26). Tuttavia, il rialzo del dato complessivo è in parte imputabile agli effetti di arrotondamento. Il numero di disoccupati è cresciuto approssimativamente di 17.000 unità (circa la metà dell'incremento osservato in novembre). Come nei mesi precedenti, le informazioni sulla disoccupazione sono in larga misura influenzate da recenti cambiamenti metodologici e istituzionali in alcuni paesi, che hanno prodotto un aumento della volatilità dei dati specialmente in Germania. Ciò rende difficile valutare la tendenza sottostante. Se si esclude la Germania, il numero totale di disoccupati nell'area dell'euro è diminuito in dicembre.

### OCCUPAZIONE

Nel terzo trimestre del 2005 l'occupazione nell'area dell'euro è aumentata dello 0,2 per cento sul periodo precedente. E' proseguita, dunque, la tendenza positiva della crescita dell'occupazione, dopo un tasso pari allo 0,1 per cento nel secondo trimestre e una stagnazione nel primo (cfr. tavola 7). L'incremento del terzo trimestre è ascrivibile a una maggior crescita dell'occupazione nel settore dei servizi, mentre nell'industria essa è rimasta stabile per il secondo trimestre consecutivo.

Figura 26 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

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	0,2
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,0	-0,8	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,8
Industria	-1,0	-0,9	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,0
Escluse le costruzioni	-1,5	-1,6	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,2
Costruzioni	0,2	1,0	1,1	-0,3	0,0	0,3	0,3
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	0,1	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.

Il ritmo robusto dell'attività economica nel terzo trimestre del 2005 ha nettamente superato il tasso di incremento dell'occupazione, dando luogo a un aumento della produttività del lavoro nell'area dell'euro (cfr. figura 27). La variazione percentuale della produttività del lavoro rispetto al periodo precedente si è collocata allo 0,9 per cento nel terzo trimestre del 2005, dopo lo 0,4 e lo 0,5 registrati rispettivamente nel primo e secondo trimestre. L'aumento è derivato principalmente da un miglioramento nel settore delle costruzioni e anche, in misura minore, in quello dei servizi. Complessivamente, la crescita della produttività del lavoro per l'intera economia è rimasta nel terzo trimestre al di sotto del tasso medio del 2004.

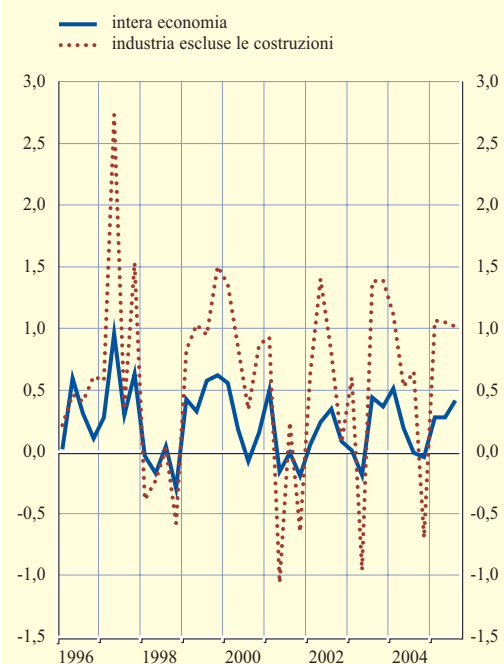
Gli ultimi dati delle indagini hanno fornito segnali contrastanti riguardo alle condizioni sottostanti del mercato del lavoro. Sebbene in dicembre l'indice di occupazione del PMI per il settore dei servizi abbia raggiunto il livello più alto in più di quattro anni, l'indice di occupazione per il settore manifatturiero è diminuito a gennaio 2006, portandosi lievemente al di sotto del valore di 50 che segna la linea di demarcazione fra un aumento e un calo. Le attese sull'occupazione desunte dall'indicatore del clima di fiducia della Commissione europea sono peggiorate sia per il settore industriale che per quello dei servizi in gennaio, mantenendosi comunque prossimi ai rispettivi massimi in circa quattro anni.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi dati pubblicati confortano lo scenario secondo cui il rafforzamento e l'ampliamento dell'attività economica osservati nella seconda metà del 2005 si protrarranno verosimilmente nel 2006. Il contesto esterno è favorevole e sostiene le esportazioni dell'area. Si prevede che gli investimenti continuino a rimanere elevati, beneficiando di un lungo periodo caratterizzato da condizioni molto favorevoli di finanziamento, da ristrutturazioni dei bilanci e da recuperi di redditività e di efficienza, realizzati e tuttora in corso di realizzazione. Le attese di una crescita sostenuta nel 2006 sono in linea con le previsioni di organizzazioni internazionali e del settore privato e anche con le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema nel dicembre scorso. Nondimeno, queste prospettive sono ancora soggette a rischi al ribasso derivanti principalmente dalle incertezze riguardo all'andamento dei prezzi del petrolio e gli squilibri mondiali.

**Figura 27 Produttività del lavoro**

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

### 5.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo un periodo di relativa stabilità in dicembre, a gennaio l'euro si è moderatamente apprezzato. Il rafforzamento della moneta unica in termini effettivi nominali nel periodo in esame è principalmente riconducibile all'apprezzamento nei confronti del dollaro statunitense e, in misura inferiore, dello yen giapponese e del renminbi cinese, solo in parte controbilanciato dal deprezzamento rispetto alla sterlina britannica e alle valute di alcuni nuovi Stati membri.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Relativamente stabile in dicembre, a gennaio l'euro si è apprezzato rispetto al dollaro statunitense (cfr. figura 28). A tale andamento avrebbero contribuito le attese di mercato circa l'orientamento futuro della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. Inoltre, vari operatori continuano a ritenere che i consistenti squilibri esterni statunitensi rappresentino un fattore di rischio fondamentale per il dollaro. Alla luce di questi fattori, il 1° febbraio l'euro si collocava a 1,21 dollari, un valore superiore del 2,5 per cento a quello di fine dicembre ma ancora inferiore del 2,8 per cento alla media del 2005.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

Dopo un apprezzamento relativamente cospicuo e generalizzato in dicembre, lo yen giapponese si è indebolito nei confronti dell'euro, il quale avrebbe tratto beneficio dalle notizie favorevoli riguardo alle prospettive per l'economia dell'area. Il 1° febbraio l'euro è stato quotato a 142,2 yen, un livello superiore del 2,4 per cento a quello di fine dicembre e del 3,9 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 28).

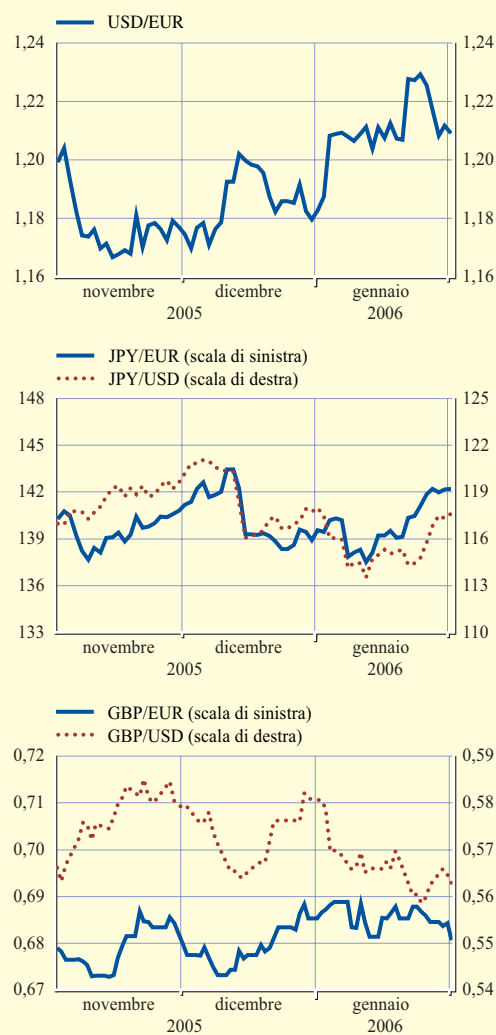
#### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

In gennaio gran parte delle valute all'interno degli AEC II si è mantenuta su livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 29). Ha rappresentato un'eccezione la corona slovacca, che si è apprezzata dell'1,6 per cento sull'euro e che il 1° febbraio era quotata a un livello superiore del 3,1 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 indebolito nei confronti della sterlina britannica e il 1° febbraio era scambiato a 0,68 sterline, un valore inferiore dello 0,7 per cento a quello di fine dicembre e dello 0,5 per cento alla media del 2005. La moneta unica si è inoltre deprezzata dell'1,6 per

Figura 28 Tassi di cambio

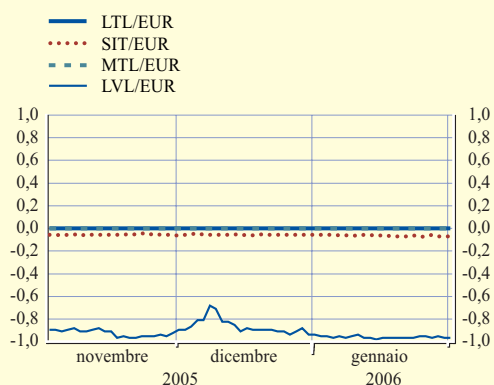
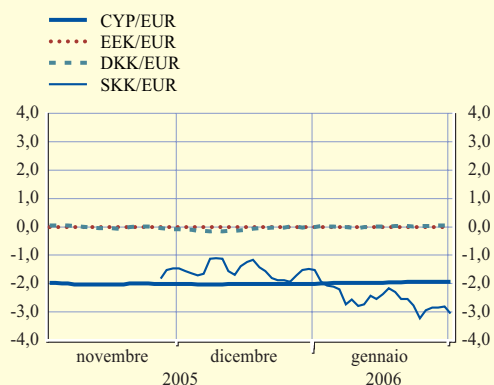
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 29 Tassi di cambio negli AEC II**

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

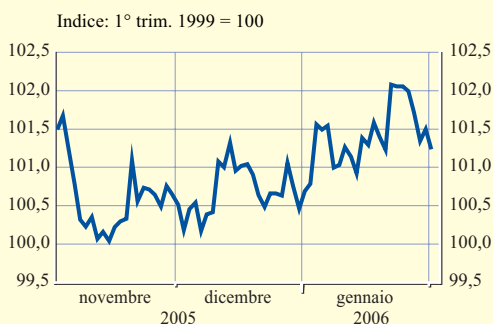


Fonte: BCE.

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  $\pm 15$  per cento.

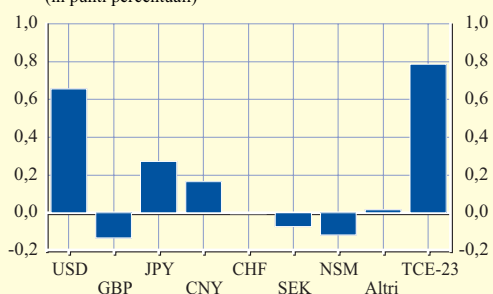
**Figura 30 Tasso di cambio effettivo dell'euro e sue componenti<sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)



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

Dal 30 dicembre 2005 al 1° febbraio 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.

cento sulla corona svedese, che nel periodo in esame ha registrato una ripresa piuttosto generalizzata, e sulla corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente di 2,1, 0,6 e 1,2 punti percentuali). Il rafforzamento delle monete dell'Europa centrale e orientale potrebbe risentire in parte dei recenti avvenimenti politici interni in Polonia, che avrebbero influito in senso positivo sull'atteggiamento degli operatori nei confronti dello zloty polacco e di altre valute della regione.

**ALTRE VALUTE**

Dalla fine di dicembre l'euro si è mantenuto sostanzialmente stabile nei confronti del franco svizzero e in gennaio si è apprezzato sulla corona norvegese (0,9 per cento) e su varie divise asiatiche, mentre è rimasto invariato rispetto ai dollari canadese e australiano.

## TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 1° febbraio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era superiore dello 0,8 per cento al livello di fine dicembre ma inferiore dell'1,7 per cento alla propria media del 2005 (cfr. figura 30). Il rafforzamento dell'euro in termini effettivi nominali nel periodo è principalmente riconducibile all'aumento sul dollaro statunitense e, in misura inferiore, sullo yen giapponese e sul renminbi cinese, solo in parte controbilanciato dalla flessione nei confronti della sterlina britannica e delle valute di alcuni nuovi Stati membri.

## 5.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

In novembre il saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 21,7 miliardi di euro (corrispondente allo 0,3 per cento del PIL), contro un avanzo di 42,6 miliardi un anno prima. L'andamento è imputabile principalmente al significativo calo dell'avanzo dei beni, a sua volta causato in larga misura dai crescenti costi delle importazioni di petrolio. Nel conto finanziario, gli afflussi netti cumulati per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio hanno continuato a contrarsi, raggiungendo i 56,7 miliardi di euro nei dodici mesi fino a novembre. L'andamento riflette in gran parte il graduale calo degli afflussi netti per investimenti di portafoglio in titoli azionari in atto dall'estate del 2005.

## INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

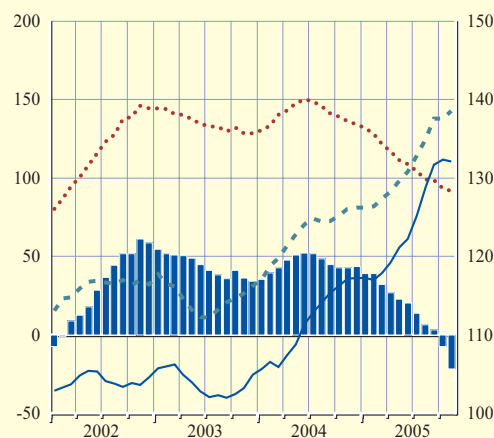
I dati più recenti di bilancia dei pagamenti relativi a novembre mostrano che l'interscambio di beni e servizi con l'esterno dell'area dell'euro continua ad aumentare in termini di valore (cfr. figura 31). Prosegue intensa, sebbene in lieve diminuzione, anche la crescita della media mobile a tre mesi del valore delle esportazioni; in novembre risultava superiore del 2,7 per cento rispetto ad agosto (cfr. tavola 8) per effetto di un incremento del 3,5 per cento delle esportazioni di beni a fronte di una sostanziale stabilità delle esportazioni di servizi. Nello stesso periodo la crescita delle importazioni è lievemente diminuita, al 2,5 per cento, per il rallentamento delle importazioni di beni e il calo di quelle di servizi.

In una prospettiva di più lungo periodo, i dati forniti dall'Eurostat sulla scomposizione in volumi e prezzi dei flussi commerciali con l'esterno dell'area indicano che la robusta crescita del volume delle esportazioni iniziata nei primi mesi del 2005 va ricondotta in larga misura alle esportazioni di beni di investimento (cfr. figura 32). Ciò sembra in linea con la dinamica vigo-

Figura 31 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 ott.	2005 nov.	2005 feb.	2005 mag.	2005 ago.	2005 nov.	2004 nov.	2005 nov.
<b>Conto corrente (saldo)</b>	-7,4	-10,7	2,1	0,4	-3,0	-6,8	42,6	-21,7
Beni (saldo)	1,1	3,1	7,2	6,2	3,9	3,5	107,0	62,5
Esportazioni	103,2	107,7	95,8	98,4	102,2	105,8	1.118,6	1.206,4
Importazioni	102,1	104,6	88,6	92,2	98,3	102,3	1.011,7	1.144,0
Servizi (saldo)	3,2	3,4	2,3	2,3	2,3	3,0	29,5	29,3
Esportazioni	32,5	32,6	30,6	31,2	32,8	32,8	357,7	382,6
Importazioni	29,3	29,2	28,4	28,9	30,6	29,8	328,3	353,2
Redditi (saldo)	-7,3	-10,1	-1,8	-3,3	-4,5	-7,2	-38,0	-50,5
Trasferimenti correnti (saldo)	-4,4	-7,2	-5,5	-4,8	-4,7	-6,1	-55,8	-63,0
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	-9,9	-2,8	17,0	2,9	5,8	5,0	-23,4	91,9
Investimenti diretti e di portafoglio	-13,0	-43,7	11,9	-2,8	19,2	-9,4	-41,7	56,7
Investimenti diretti	-6,4	-12,2	-4,5	-3,5	-34,6	-6,8	-51,7	-148,3
Investimenti di portafoglio	-6,6	-31,5	16,4	0,7	53,8	-2,6	10,0	204,9
Azioni	-12,7	-6,5	8,9	-7,7	54,2	-3,0	-4,7	157,5
Strumenti di debito	6,1	-24,9	7,5	8,3	-0,4	0,4	14,7	47,5
Bonds and notes	-9,1	-13,8	-0,5	3,7	-1,4	-7,3	76,4	-16,3
Money market instruments	15,2	-11,2	8,0	4,7	1,0	7,6	-61,7	63,8

Fonte: BCE.

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

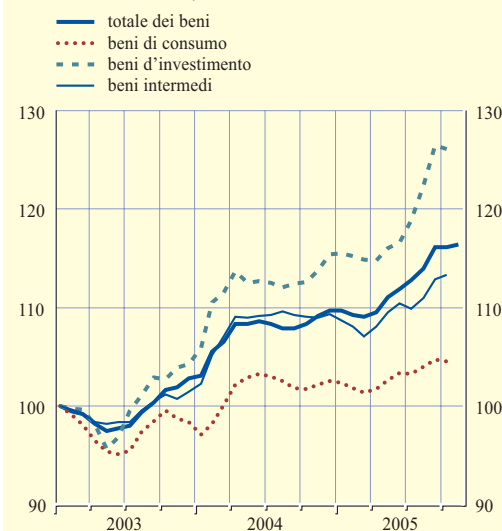
1) I dati riportati sono saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso) netto. Dati non destagionalizzati.

rosa della spesa per investimenti fissi in molti dei principali mercati di esportazione dell'area dell'euro. In termini di mercati di sbocco, la notevole espansione delle esportazioni in volume in Asia (soprattutto in Cina) e nei nuovi Stati membri dell'UE sarebbe alla base della forte crescita delle esportazioni in volume dell'area per gran parte del periodo (cfr. figura 33). Tuttavia, più di recente i volumi delle esportazioni in Asia hanno mostrato un lieve indebolimento (che riflette il rallentamento delle importazioni nella regione), che potrebbe in parte spiegare il rallentamento del volume di esportazioni dell'area negli ultimi mesi.

Nel contempo, la minore crescita del valore delle importazioni di beni, osservata recentemente, va ricondotta ai volumi importati poiché i prezzi all'importazione restano in aumento. La crescita dei prezzi all'importazione dei prodotti manifatturieri potrebbe essere connessa sia al deprezzamento dell'euro sia ai maggiori costi alla produzione sopportati dai fornitori di importazioni per effetto dei rincari petroliferi. Il moderato rallentamento delle importazioni in volume nell'area dell'euro durante gli ultimi mesi è ascrivibile alla componente dei beni di investimento, a fronte di una crescita sostanzialmente stabile delle importazioni di beni intermedi e di consumo.

**Figura 32 Esportazioni all'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.

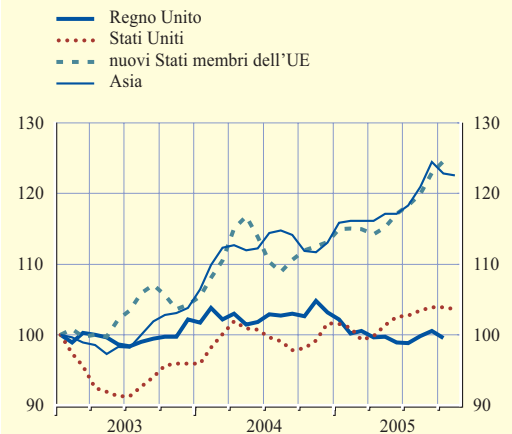
Nota: gli ultimi dati si riferiscono a ottobre 2005, a eccezione delle esportazioni del totale dei beni, per le quali i dati si riferiscono a novembre 2005.



A novembre l'avanzo cumulato su dodici mesi del conto dei beni è stato pari a 62,5 miliardi di euro, inferiore di circa 45 miliardi rispetto a un anno prima, per motivi principalmente riconducibili al maggiore costo delle importazioni connesso ai rincari petroliferi. Nello stesso periodo il disavanzo del conto dei redditi è salito di 12,5 miliardi di euro in quanto gli esborsi sono aumentati più degli introiti. L'incremento degli esborsi sui redditi è in parte attribuibile al fatto che, negli ultimi anni, le consistenze di titoli azionari dell'area detenute da non residenti sono aumentate in misura significativa. Sulla base dei suddetti andamenti, e in presenza di una sostanziale stabilità dell'avanzo dei servizi a fronte di un aumento di 7,2 miliardi di euro del disavanzo dei trasferimenti correnti, il disavanzo corrente cumulato su dodici mesi ha continuato ad ampliarsi e a novembre è stato pari a 21,7 miliardi di euro (equivalente a circa lo 0,3 per cento del PIL), contro un avanzo di 42,6 miliardi un anno prima.

**Figura 33 Esportazioni dell'area dell'euro in volume verso alcuni partner commerciali**

(indice: gennaio 2003=100; media mobile a 3 mesi; dati destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le osservazioni più recenti si riferiscono a novembre 2005, a eccezione delle esportazioni verso il Regno Unito e i nuovi Stati membri dell'UE, per i quali i dati più recenti si riferiscono a ottobre 2005.

La scomposizione geografica del saldo cumulato su dodici mesi del conto corrente dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2005 mostra che l'avanzo con gli Stati Uniti è rimasto pressoché invariato e quello con gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area è lievemente aumentato, mentre il disavanzo con il Giappone ha registrato un leggero calo. Pertanto, la flessione complessiva nell'avanzo cumulato del conto corrente dell'area dell'euro durante lo stesso periodo (di 44,3 miliardi di euro rispetto a un anno prima) è principalmente ascrivibile a un aumento del disavanzo con la categoria degli "Altri paesi" e in particolare con quelli esportatori di petrolio.

### CONTO FINANZIARIO

Nei tre mesi fino a novembre gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme deflussi netti mensili medi pari a 9,4 miliardi di euro (cfr. tavola 8), riconducibili a deflussi netti per investimenti diretti (6,8 miliardi) e investimenti di portafoglio in titoli azionari (3,0 miliardi). I flussi netti in uscita per investimenti di portafoglio in titoli azionari si contrappongono agli afflussi netti mensili medi registrati nei tre mesi fino ad agosto (54,2 miliardi di euro). La minore crescita sul periodo corrispondente degli utili societari nell'area rispetto alle altre principali regioni economiche durante la seconda metà del 2005 potrebbe spiegare in parte il passaggio, nel periodo in esame, da afflussi netti a deflussi netti degli investimenti di portafoglio in titoli azionari.

In un'ottica di più lungo periodo, gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono gradualmente diminuiti a partire dall'estate del 2005, pur rimanendo consistenti; nei dodici mesi fino a novembre sono scesi fino a 56,7 miliardi di euro (cfr. figura 34). L'andamento è connesso al calo degli investimenti di portafoglio in titoli azionari dell'area dell'euro, che per gran parte del 2005 hanno rappresentato la componente principale degli afflussi di capitali nell'area dell'euro. Al contempo, l'area dell'euro ha registrato afflussi netti per strumenti di debito poiché i flussi netti in uscita per obbligazioni e notes, che avevano coinciso con l'ampliarsi del differen-

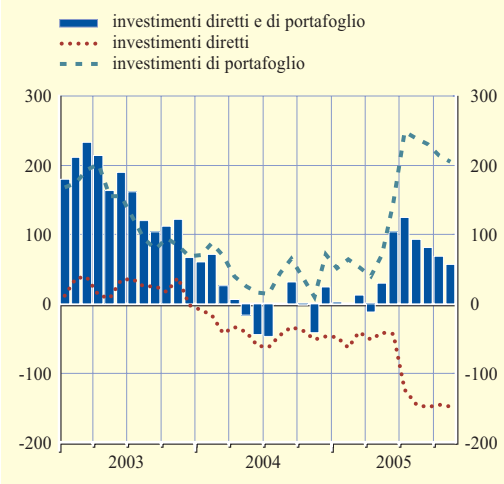
ziale di rendimento a lungo termine tra i titoli di Stato statunitensi e quelli dell'area dell'euro, sono stati più che compensati dai flussi netti in entrata per strumenti del mercato monetario.

Nei dodici mesi fino a novembre i deflussi netti per investimenti diretti sono aumentati di 97 miliardi di euro rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente per l'effetto congiunto dei maggiori investimenti all'estero da parte dei residenti dell'area e dei minori investimenti nell'area da parte dei non residenti (cfr. figura 34). La ripresa economica dell'area dell'euro nel corso del 2005 potrebbe avere incoraggiato le imprese multinazionali dell'area a espandersi all'estero per migliorare la loro posizione competitiva attraverso le consociate estere. In un contesto di robusta crescita in altre regioni del mondo nel 2005, le multinazionali estere potrebbero avere riorientato in parte i propri investimenti verso destinazioni diverse dall'area dell'euro.

La scomposizione geografica del conto finanziario dell'area dell'euro indica che gli investimenti diretti dell'area nel Regno Unito e nei nuovi Stati membri dell'UE sono aumentati nei dodici mesi fino allo scorso settembre rispetto allo stesso periodo terminato un anno prima. Con riferimento agli investimenti di portafoglio dell'area all'estero, l'incremento maggiore ha riguardato le obbligazioni e le notes emesse da centri finanziari offshore e dai nuovi Stati membri dell'UE.

Figura 34 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.



# VALUTAZIONE DELL'ANDAMENTO DEI PREZZI DELLE ABITAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

*Negli ultimi cinque anni i prezzi degli immobili residenziali dell'area dell'euro sono stati in media relativamente dinamici, sebbene con un profilo di andamento significativamente diverso fra paesi. La forte domanda di abitazioni è stata in parte connessa alla flessione dei tassi di interesse che, in molti paesi, ha accompagnato l'introduzione della moneta unica, accrescendo in misura significativa l'accessibilità di abitazioni a prezzo più elevato. Nel contempo all'aumento della domanda di abitazioni ha fatto riscontro un incremento solo graduale dell'offerta.*

*L'aumento dei prezzi delle case e gli accresciuti livelli di indebitamento delle famiglie ad essi associati sono stati accompagnati da timidi segnali di un crescente rischio di sopravvalutazione in alcune regioni dell'area dell'euro. Ciò richiede uno stretto monitoraggio dell'andamento delle quotazioni immobiliari, soprattutto in un contesto in cui il loro dinamismo è stato accompagnato da un notevole aumento della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni.*

## I INTRODUZIONE

L'andamento dei prezzi degli immobili residenziali costituisce un fattore importante alla base delle decisioni di politica monetaria miranti a mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel medio termine. Ad esempio, le variazioni di tali prezzi possono incidere sul comportamento di spesa delle famiglie, in particolare attraverso gli effetti di ricchezza, nonché sugli investimenti in edilizia residenziale<sup>1)</sup>. In genere, l'andamento delle quotazioni immobiliari è anche strettamente connesso all'evoluzione del credito. Benché non siano inclusi nello IAPC, i prezzi degli immobili residenziali possono causare effetti indiretti sulla componente del canone di locazione<sup>2)</sup>. L'importanza del loro andamento per la politica monetaria riflette inoltre gli elevati costi economici che si possono associare alla formazione e conseguente scoppio di bolle dei prezzi delle abitazioni<sup>3)</sup>.

Da un punto di vista di politica monetaria è essenziale comprendere i fattori che determinano i prezzi delle abitazioni, data la loro importanza per l'economia. Il presente articolo valuta la situazione attuale nel mercato immobiliare residenziale ricorrendo a due approcci per monitorare l'andamento dei prezzi del settore. Il primo approccio combina le informazioni provenienti da fattori che incidono sia sulla domanda sia sull'offerta di abitazioni. La domanda e l'offerta devono essere analizzate separatamente dal momento che il lato dell'offerta del mercato delle abitazioni è relativamente stabile nel breve

periodo, cosicché l'andamento dei prezzi delle abitazioni su tale orizzonte temporale è determinato prevalentemente da fattori di domanda. Il secondo approccio valuta l'andamento dei prezzi delle abitazioni sulla base di un confronto tra i rendimenti di investimenti immobiliari residenziali e opportunità di investimento comparabili alternative.

La sezione 2 passa in rassegna gli andamenti recenti delle quotazioni degli immobili residenziali nel complesso dell'area dell'euro e nei singoli paesi. La sezione 3 esamina il lato della domanda del mercato immobiliare, mentre la sezione 4 considera il lato dell'offerta. La sezione 5 presenta l'approccio basato sulla determinazione dei prezzi dei titoli per valutare i prezzi delle abitazioni e la sezione 6 conclude.

## 2 ANDAMENTO DEI PREZZI DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI NELL'AREA DELL'EURO

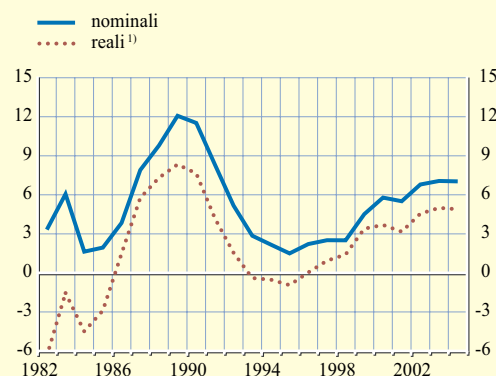
Nel 2004 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro hanno fatto registrare per il

- 1) Cfr. l'articolo *Andamenti recenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro* nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino. Cfr. anche Altissimo, F., et al., *Wealth and asset price effects on economic activity*, Occasional Paper della BCE, n. 29, giugno 2005.
- 2) Cfr. il riquadro 2 nell'articolo *L'indice armonizzato dei prezzi al consumo: concetto, proprietà ed esperienza* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.
- 3) Cfr. l'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

quinto anno consecutivo una dinamica sostenuta, aumentando del 7,0 per cento (4,9 per cento in termini reali, deflazionati con lo IAPC), dopo un incremento nel 2003 del 7,1 per cento (5,0 per cento in termini reali) (cfr. figura 1). Questa forte crescita complessiva, tuttavia, nasconde differenze considerevoli a livello dei singoli paesi; essa riflette in larga misura mercati immobiliari esuberanti in Spagna, Francia e Italia, mentre i prezzi delle abitazioni in Germania hanno mostrato una lieve flessione (cfr. tavola). I dati trimestrali disponibili per il 2005 continuano a indicare incrementi sostenuti nel caso di Spagna, Francia e Irlanda, anche se a un ritmo lievemente più contenuto rispetto al 2004, mentre nei Paesi Bassi e in Portogallo si sono confermati gli andamenti moderati osservati di recente. Sulla base dei dati nazionali disponibili, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro è stimato al 7,7 per cento per la prima metà del 2005. Poiché le statistiche nazionali sottostanti non sono armonizzate, i dati per l'area dell'euro forniscono solo un indicatore di massima dell'evoluzione dei prezzi e pertanto andrebbero interpretati con cautela. Il riquadro 1 illustra gli indicatori dei prezzi degli immobili residenziali e, più in gene-

**Figura 1 Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati nazionali.  
1) Deflazionati con lo IAPC.

rale, gli indicatori strutturali dei servizi abitativi elaborati dalla BCE e dalle BCN.

Dal 2000 i tassi di crescita annuali dei prezzi degli immobili residenziali hanno oscillato fra il 6 e il 7 per cento circa. In una prospettiva storica, tuttavia, i tassi reali di crescita delle quotazioni immobiliari registrati di recente non sono ecces-

**Prezzi degli immobili residenziali nei paesi dell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	1997-2000	2001	2002	2003	2004	2005			
						1° sem.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
Belgio <sup>1)</sup>	5,0	5,3	7,7	7,8	6,8	.	.	.	.
Germania <sup>2)</sup>	-0,5	0,1	-1,2	-0,9	-2,1	.	.	.	.
Grecia <sup>2)</sup>	10,5	14,5	13,0	5,7	2,6	.	7,3	.	.
Spagna <sup>2)</sup>	6,2	9,9	15,7	17,6	17,4	14,8	15,7	13,9	13,4
Francia <sup>1)</sup>	4,5	7,9	8,3	11,7	15,2	15,5	15,7	15,3	14,7
Irlanda <sup>2)</sup>	21,1	8,1	10,1	15,2	11,4	10,8	11,1	10,5	11,5
Italia <sup>2)</sup>	2,1	8,0	12,9	10,0	9,0	11,6	.	.	.
Lussemburgo <sup>3)</sup>	3,8	13,8	11,9	13,3	.	.	.	.	.
Paesi bassi <sup>1)</sup>	14,6	11,2	8,4	4,7	3,9	4,2	4,3	4,1	3,8
Austria <sup>2), 4)</sup>	-1,9	-3,6	-1,0	0,9	-0,6	.	.	.	.
Portogallo <sup>2)</sup>	5,8	3,6	1,1	1,6	0,4	1,9	0,5	3,2	.
Finlandia <sup>2)</sup>	10,7	-0,5	7,4	6,3	7,3	4,1	3,8	4,5	6,0
Area dell'euro <sup>2)</sup>	3,8	5,5	6,8	7,1	7,0	7,7	.	.	.

Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: la stima per l'area dell'euro per il 1° semestre del 2005 è basata sui dati nazionali disponibili e sulle stime della BCE. La stima del semestre è in parte derivata dai risultati annuali; perciò, l'accuratezza dei dati semestrali è più bassa di quella dei dati annuali.

1) Abitazioni esistenti.

2) Tutte le abitazioni.

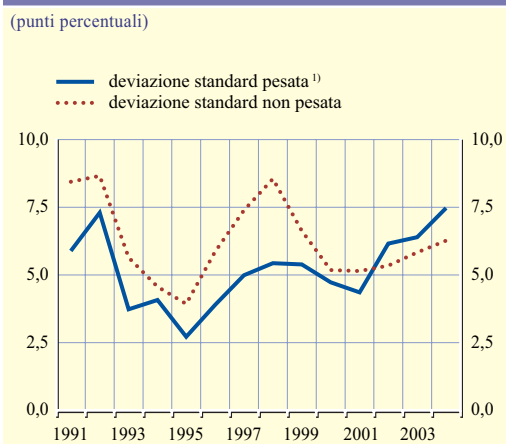
3) Abitazioni.

4) Fino al 2000, solo Vienna.

sivi rispetto ai tassi osservati nei precedenti *boom* dei mercati immobiliari. In termini reali, il recente aumento dei prezzi degli immobili residenziali, pari al 5 per cento circa, è meno pronunciato di quello osservato durante il *boom* avvenuto fra la fine degli anni ottanta e i primi anni novanta (pari all'8 per cento circa). Inoltre, l'aumento dei tassi di crescita annuali dei prezzi degli immobili residenziali osservato dalla metà degli anni novanta è stato molto più graduale di quello osservato nella seconda metà degli anni ottanta.

Occorre infine osservare che le misure di dispersione dell'inflazione relativa agli immobili residenziali non suggeriscono che l'attuale grado di dispersione fra i paesi dell'area dell'euro sia atipico (cfr. figura 2). Considerando la misura non ponderata, il grado di dispersione sarebbe prossimo alla media del periodo 1991-2004 e l'aumento della misura di dispersione ponderata osservato dalla metà degli anni novanta riflette principalmente il debole andamento dei prezzi degli immobili residenziali in Germania. La varietà geografica è imputabile a differenze in molteplici fattori, come le caratteristiche demografiche, il reddito disponibile delle fami-

**Figura 2** Dispersione dei tassi di crescita dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro



Fonti: dati nazionali ed elaborazioni della BCE.  
Nota: tenendo conto delle limitazioni dei dati, la Grecia è esclusa dai calcoli. I dati mancanti per il Lussemburgo nel 2004 sono stati stimati assumendo costante la crescita dei prezzi degli immobili residenziali.  
1) Basata sui pesi ottenuti dal PIL del 2004.

glie, l'erogazione e i costi dei finanziamenti per l'acquisto di proprietà immobiliari, gli incentivi fiscali, i costi di transazione, la disponibilità di terreno, il costo dell'edilizia e il tasso di abitazioni occupate dai proprietari.

## Riquadro 1

### DISPONIBILITÀ DEI PRINCIPALI INDICATORI NON FINANZIARI DEL MERCATO DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI

Dato l'intenso dibattito sui prezzi delle attività e il loro impatto sull'economia, la disponibilità di dati statistici esaustivi sui servizi abitativi è diventata sempre più importante. Ciò nonostante, i dati relativi all'area dell'euro diffusi nelle pubblicazioni ufficiali sono ancora ben lontani dall'essere completi. Il presente riquadro illustra le principali statistiche non finanziarie per il mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro.

#### Le statistiche sui prezzi degli immobili residenziali

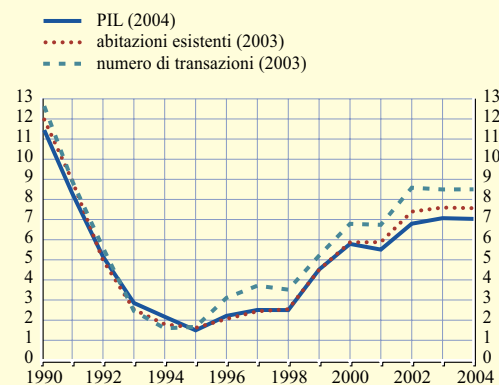
La BCE elabora e pubblica un indicatore semestrale dei prezzi degli immobili residenziali dell'area dell'euro basato su dati nazionali non armonizzati. Dal momento che per gran parte dei paesi dell'area non esistono indici ufficiali dei prezzi delle abitazioni, la BCE, in stretta collaborazione con le BCN, utilizza anche una serie di diverse fonti di dati costituite da agenzie immobiliari, banche erogatrici di mutui ipotecari e organizzazioni notarili. Benché molto utili per il monitoraggio dell'andamento dei prezzi nel mercato immobiliare, esse presentano diverse carenze, come un'incompleta copertura a livello regionale e per tipo di abitazione, prassi non omogenee di registrazione dei prezzi (ad es. i prezzi alla vendita contro quelli all'acquisto) e diversi metodi di

correzione dei prezzi per le diverse caratteristiche dell'abitazione. Inoltre, i dati nazionali differiscono quanto a frequenza e tempestività<sup>1)</sup>.

Per calcolare l'aggregato relativo all'area dell'euro, i risultati nazionali sono ponderati utilizzando le quote di PIL nazionali nell'area. In linea di principio, le statistiche sulle quotazioni immobiliari possono essere aggregate utilizzando pesi basati sulle transazioni o sulle abitazioni esistenti, ma queste informazioni non sono disponibili per alcuni paesi. Tuttavia, prove effettuate sulla base di stime indicano che l'applicazione di questi sistemi di ponderazione alternativi porterebbe a un andamento simile dell'indicatore dei prezzi degli immobili nell'area dell'euro (cfr. figura A). Per gli ultimi anni, tuttavia, l'indicatore ponderato con il PIL mostra incrementi di prezzi inferiori.

**Figura A Prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro usando pesi differenti**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati dell'Eurostat e nazionali. Note: in parentesi l'anno di riferimento dei pesi. Stime per i dati mancanti dei pesi dei paesi per il numero di transazioni e per le abitazioni esistenti.

La qualità statistica dell'indicatore dell'area dell'euro è migliorata di recente per effetto di modifiche ai dati nazionali. In aggiunta, la BCE ha iniziato a elaborare stime per i tassi di variazione annuali per l'aggregato dell'area dell'euro a partire dal 1982, mentre le serie precedenti cominciavano solo nel 1991. Tuttavia, sono ancora necessari ulteriori miglioramenti. Un progetto promettente è lo studio pilota dell'Eurostat su un indice di prezzo per le abitazioni occupate dai proprietari, che dovrebbe produrre i primi risultati per l'area dell'euro entro la prima metà del 2007<sup>2)</sup>.

### Le statistiche sui canoni di locazione

Gli indici dei canoni di locazione sono compresi nello IAPC per tutti i paesi dell'area dell'euro e sono basati su metodi statistici armonizzati. Tali indici sono pubblicati su base mensile circa due settimane dopo la fine del periodo di riferimento. L'impatto dell'andamento dei canoni sull'inflazione armonizzata nei paesi dell'area mostra differenze strutturali significative, data l'eterogeneità di trattamento di questa voce di spesa negli indici dei prezzi dei vari paesi. Ad esempio, la quota dei canoni nello IAPC in Germania è oltre quattro volte superiore a Spagna, Irlanda, Italia e Portogallo (cfr. figura B). Tale discrepanza riflette le differenze fra paesi nella quota di residenti che sono proprietari della propria abitazione.

### Gli indicatori strutturali dei servizi abitativi

Fattori strutturali di lungo periodo sono importanti nel valutare l'andamento del mercato degli immobili residenziali. La BCE, in collaborazione con le banche centrali nazionali dell'UE,

1) Per l'ambito statistico, cfr. il riquadro *Andamenti dei prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro* nel numero di dicembre 2003 di questo Bollettino.  
2) Cfr. il riquadro 2 nell'articolo *L'indice armonizzato dei prezzi al consumo: concetto, proprietà ed esperienza* nel numero di luglio 2005 di questo Bollettino.

elabora una serie di indicatori strutturali sui servizi abitativi che copre il numero di famiglie, quello delle abitazioni, i tassi di alloggi disabitati, il numero di immobili residenziali iniziati e conclusi, il numero di transazioni immobiliari e il tipo di possesso (suddiviso in abitazioni occupate dai proprietari e abitazioni in locazione).

Sebbene per questi indicatori non esistano definizioni pienamente armonizzate fra i paesi europei, sono state sviluppate definizioni-obiettivo di cui i dati nazionali tengono conto per quanto possibile. La disponibilità e la tempestività di questi indicatori variano fra paesi. La BCE elabora aggregati per l'area dell'euro se i tassi di copertura nazionale superano la

soglia dell'80 per cento. La maggior parte delle serie degli aggregati dell'area dell'euro parte dall'inizio nei primi anni novanta. Gli indicatori strutturali per l'area hanno frequenza annuale. Laddove i dati nazionali sono disponibili con frequenza inferiore (ad es. da un censimento condotto ogni dieci anni), i dati mancanti sono stati interpolati allo scopo di calcolare gli aggregati per l'area dell'euro. I dati nazionali aggiornati per gli anni 2003 e 2004 sono solo parzialmente disponibili.

Per una serie di indicatori strutturali sui servizi abitativi, la tavola sottostante presenta le osservazioni più vecchie e quelle più recenti per l'area dell'euro. Essa mostra un numero di abitazioni sostanzialmente stabile per famiglia e un tasso di alloggi disabitati in aumento. Non si è verificato quasi alcun cambiamento nella quota di abitazioni completate né in quella di transazioni immobiliari nei periodi per cui sono stati elaborati gli aggregati dell'area dell'euro. L'aumento della quota di abitanti in case di proprietà (dal 58,2 per cento del 1991 al 60,9 del 2003) trova corrispondenza nella quota in calo di alloggi in locazione (dal 38,1 al 36,1 per cento).

S'impone una certa cautela nell'utilizzare gli aggregati dell'area dell'euro, dal momento che comprendono in parte dati nazionali eterogenei; inoltre, la copertura nazionale varia nel tempo e fra indicatori. Ulteriori lavori su questa banca dati saranno incentrati su una più estesa copertura nazionale, una maggiore tempestività e la compilazione di serie temporali più lunghe.

#### Gli indicatori strutturali dei servizi abitativi per l'area dell'euro

Numero di abitazioni per famiglia	1,16 (1991)	1,17 (2003)
Tasso di alloggi disabitati	11,4% (1993)	12,4% (2001)
Quota delle abitazioni completate sul totale delle abitazioni	1,17% (1991)	1,13% (2003)
Quota delle transazioni immobiliari sul totale delle abitazioni	2,12% (1998)	2,17% (2003)
Quota degli alloggi in locazione <sup>1)</sup>	38,1% (1991)	36,1% (2003)
Quota degli alloggi occupati dai proprietari <sup>1)</sup>	58,2% (1991)	60,9% (2003)

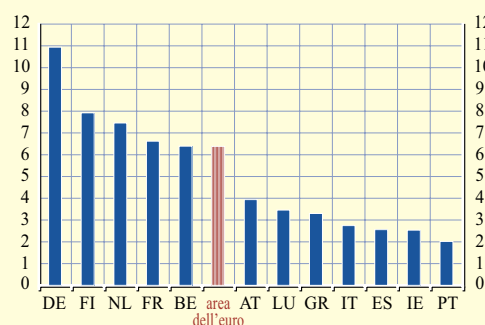
Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati nazionali.

Note: il numero delle abitazioni e di quelle disabitate includono parzialmente le abitazioni secondarie e turistiche. L'inizio e la fine delle serie dell'area dell'euro sono indicate in parentesi.

1) Le quote degli alloggi in locazione e di quelli occupati dai proprietari non sommano al 100% poiché altri tipi di possesso sono esclusi (ad es. affitti gratuiti).

**Figura B Quota delle spese per i canoni di locazione nello IAPC nei paesi dell'area dell'euro**

(percentuale sul totale dello IAPC nel 2005)



Fonte: Eurostat.



### 3 ANALISI DELLA DOMANDA DI ABITAZIONI E DELLE SUE DETERMINANTI

Le variabili economiche che possono significativamente incidere sulla domanda di abitazioni e, quindi, sull'andamento delle quotazioni immobiliari si possono suddividere in due gruppi: determinanti non finanziarie e determinanti finanziarie. Per quanto riguarda il primo gruppo, l'evidenza empirica suggerisce che la domanda di abitazioni è influenzata dai prezzi degli immobili residenziali, dal reddito delle famiglie (attuale e previsto) nonché dall'evoluzione demografica. Il secondo gruppo, dal momento che l'acquisto di un'abitazione è spesso finanziata mediante un prestito, comprende sia il prezzo sia la disponibilità dei finanziamenti ipotecari. Anche l'andamento delle misure di accessibilità finanziaria, che combinano elementi di reddito delle famiglie e di condizioni di finanziamento, potrebbe contribuire a spiegare le variazioni della domanda di abitazioni.

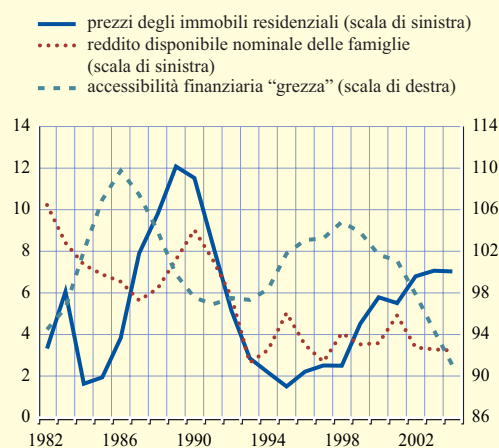
#### IL REDDITO DELLE FAMIGLIE

Un importante fattore non finanziario che incide sulla domanda di abitazioni è il livello di reddito per famiglia (sia attuale sia previsto). Dal momento che il periodo coperto dalle serie per il numero di famiglie nell'area dell'euro è ancora limitato (cfr. *di seguito*), l'analisi è spesso condotta utilizzando le serie per il reddito disponibile totale delle famiglie. Inoltre, data la difficoltà nella valutazione degli andamenti futuri del reddito, l'analisi si basa principalmente sull'andamento attuale dello stesso. A partire dai primi anni ottanta, il tasso di variazione annuale dei prezzi degli immobili residenziali ha oscillato attorno al tasso di crescita annuale del reddito disponibile nominale delle famiglie (cfr. figura 3). Ciò suggerisce che, nel lungo termine, essi tendono a muoversi insieme. Tuttavia, in alcuni periodi, l'evoluzione dei prezzi degli immobili residenziali potrebbe deviare dall'andamento del reddito disponibile nominale delle famiglie.

Dal 1999 il tasso di variazione annuale dei prezzi degli immobili residenziali è stato sistematicamente superiore a quello del reddito di-

**Figura 3** Prezzi degli immobili residenziali, reddito disponibile nominale delle famiglie e accessibilità finanziaria "grezza" nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; indice media=100)



Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati nazionali.

sponibile nominale delle famiglie. Tuttavia, ciò potrebbe essere, in parte, una correzione dell'evoluzione osservata nel periodo fra il 1994 e il 1998, quando il reddito disponibile nominale delle famiglie è aumentato a un ritmo più sostenuto dei prezzi degli immobili residenziali. Di conseguenza, una misura "grezza" dell'accessibilità finanziaria (il rapporto fra il livello di reddito disponibile nominale delle famiglie e il livello dei prezzi degli immobili residenziali<sup>4)</sup>) è scesa costantemente a partire dal 1999, dopo essere salita fra il 1994 e il 1998. Le variazioni del reddito disponibile nominale delle famiglie, pertanto, potrebbero non rendere pienamente conto del recente dinamismo dei prezzi degli immobili residenziali.

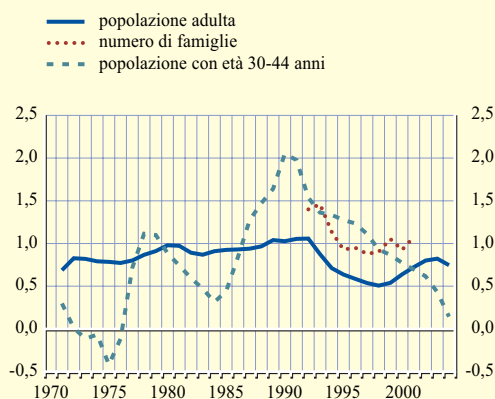
#### LA COMPONENTE DEMOGRAFICA

Un'altra importante determinante non-finanziaria della domanda di abitazioni è il fattore demografico. Ad esempio, è probabile che un aumento del numero delle famiglie eserciti pressioni al rialzo sulla domanda di abitazioni e, quindi, sui relativi prezzi. Come mostra la figura 4, il nume-

4) Si tratta del contrario di quello che viene comunemente definito il rapporto prezzi (immobiliari)/entrate (delle famiglie).

**Figura 4** Popolazione adulta,  
popolazione tra i 30 e 44 anni  
e numero di famiglie

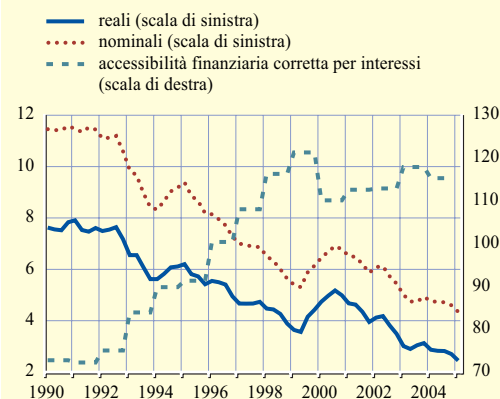
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

**Figura 5** Tassi sui mutui bancari reali  
e nominali per l'acquisto di un'abitazione  
e accessibilità finanziaria corretta  
per gli interessi

(punti percentuali; indice media=100)

Fonti: *Consensus Economics* e BCE.

Note: i tassi d'interesse sono deflazionati con le aspettative d'inflazione a lungo termine prodotte da *Consensus Economics*. I tassi d'interesse delle IFM sono stati aggregati usando le consistenze erogate se disponibili. Altrimenti, sono stati usati per il 2003 i volumi dei nuovi mutui. Nel gennaio 2003 c'è stata una discontinuità statistica nelle serie dei tassi di interesse. Per tener conto di ciò, i livelli dei tassi d'interesse precedenti sono stati aggiustati sulla base delle differenze tra le vecchie e le nuove statistiche sui tassi d'interesse nel gennaio 2003.

ro delle famiglie è aumentato in misura considerevolmente superiore rispetto alla popolazione adulta negli ultimi quindici anni, per effetto di uno spostamento strutturale verso nuclei familiari più piccoli. Questo andamento potrebbe aver contribuito al dinamismo della domanda di abitazioni. Inoltre, i flussi migratori potrebbero aver svolto di recente un ruolo importante nel sostenere la domanda di abitazioni in diversi paesi quali Spagna, Irlanda e Italia.

In prospettiva, questa evoluzione delle dimensioni delle famiglie e dei flussi migratori, se dovesse continuare, potrebbe attenuare in parte l'impatto potenzialmente negativo del previsto calo del tasso di crescita della popolazione<sup>5)</sup> e, in particolare, della classe di età acquirente (in genere persone fra i trenta e i quarantacinque anni circa).

### I TASSI SUI MUTUI E IL COSTO D'USO DEL PATRIMONIO IMMOBILIARE RESIDENZIALE

Quanto alle determinanti finanziarie della domanda di abitazioni, la flessione dei tassi reali

dei mutui bancari per l'acquisto di abitazioni ha sostenuto la loro domanda nel corso del recente aumento delle quotazioni immobiliari (cfr. figura 5). Questa flessione ha interessato, in misura diversa, tutte le scadenze. Ciò è importante per l'area dell'euro, dal momento che la quota di tassi fissi e variabili sui mutui ipotecari varia considerevolmente fra i paesi dell'area dell'euro. Nel complesso, tutti i paesi hanno tratto beneficio dalle vantaggiose condizioni di finanziamento.

Il calo dei tassi sui mutui ipotecari ha reso l'acquisto immobiliare finanziariamente più accessibile. Per quantificare questo effetto, una misura dell'accessibilità finanziaria corretta per gli interessi può essere calcolata come il rapporto fra il reddito disponibile nominale delle famiglie e il reddito che le famiglie necessiterebbero per comperare un'abitazione alle condizioni

5) Come evidenziato, ad esempio, dalle proiezioni sulla popolazione dell'Eurostat. Per maggiori dettagli, cfr. il comunicato stampa Eurostat News Release (48/2005) *EU25 population rises until 2025, then falls* (8 aprile 2005).

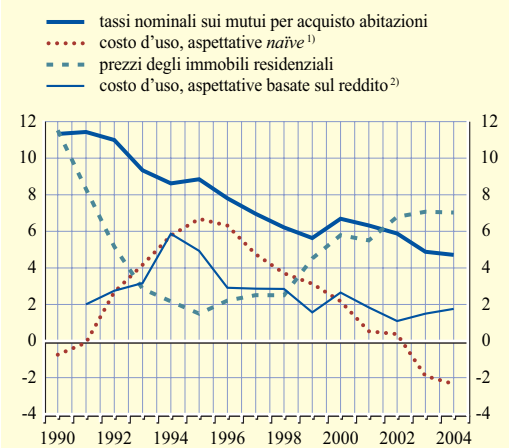
di prestito prevalenti <sup>6)</sup>. Una volta corretta per tener conto delle variazioni dei tassi sui mutui ipotecari nominali, l'accessibilità finanziaria è rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi cinque anni, dopo il costante incremento degli anni novanta. Ciò è in netto contrasto con la misura dell'accessibilità finanziaria "grezza" illustrata precedentemente, che è costantemente calata nel corso dello scorso quinquennio. Questo indica che, dal punto di vista dell'accessibilità finanziaria, i livelli estremamente bassi dei tassi di interesse hanno compensato il marcato aumento dei prezzi degli immobili residenziali.

I tassi sui mutui ipotecari sono solo una componente dei costi sostenuti per gli investimenti in servizi abitativi. Andrebbero considerati altresì i costi connessi con la manutenzione e le riparazioni dell'abitazione, il deprezzamento della stessa e l'eventuale imposta sulle plusvalenze patrimoniali immobiliari. Tutti questi costi, corretti per tener conto del potenziale guadagno/perdita in conto capitale che può derivare dall'investimento in un'abitazione, costituiscono il costo d'uso del patrimonio immobiliare. Questa misura fornisce una stima del costo atteso per la detenzione di patrimonio immobiliare per un determinato periodo e, in quanto tale, è un importante fattore da considerare nell'analisi della domanda di abitazioni. Dal momento che è difficile valutare l'impatto di alcuni di questi costi, in particolare a livello dell'area dell'euro, la misura più comunemente usata del costo d'uso del patrimonio immobiliare combina il tasso sul mutuo per l'acquisto di abitazioni e il guadagno/perdita atteso derivante da variazioni dei prezzi degli immobili residenziali nel dato periodo.

La figura 6 mostra due misure del costo d'uso. Nella prima, si ipotizza che le famiglie formulino aspettative di aumenti dei prezzi delle abitazioni semplicemente estrapolando gli aumenti delle quotazioni immobiliari dell'anno precedente. Nella seconda misura, le attese sui prezzi delle abitazioni sono basate su un'estrapolazione della crescita del reddito disponibile dell'anno precedente. L'intuizione alla base della seconda misura è che, dal momento che le famiglie sono consapevoli che, nel lungo termine, i prezzi del-

**Figura 6 Prezzi degli immobili residenziali e costi d'uso del patrimonio immobiliare residenziale**

(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE basate sui dati nazionali.  
 1) Le famiglie formulano aspettative di aumenti dei prezzi delle abitazioni semplicemente estrapolando gli aumenti delle quotazioni immobiliari dell'anno precedente.  
 2) Le attese sui prezzi delle abitazioni sono basate su un'estrapolazione della crescita del reddito disponibile dell'anno precedente.

le abitazioni e il reddito disponibile si muovono generalmente insieme, potrebbero non percepire gli aumenti delle quotazioni immobiliari come permanenti quando questi superano di gran lunga quelli del reddito. Questi due esempi sono solo illustrativi ed è necessaria cautela nell'interpretare gli andamenti di queste due misure, in quanto anche altri fattori possono incidere sulla formulazione delle aspettative.

Sebbene entrambe le misure suggeriscano che il costo d'uso del patrimonio immobiliare fosse basso nel 2004, negli ultimi quindici anni esse hanno mostrato un andamento molto diverso. Ciò ribadisce l'importanza delle attese circa futuri incrementi delle quotazioni immobiliari nel

6) Le condizioni di prestito comprendono anche, fra l'altro, la durata del mutuo ipotecario, il rapporto fra mutuo e valore (la porzione del prezzo dell'abitazione che è coperta dal mutuo ipotecario) e il coefficiente di qualifica (la percentuale massima del reddito delle famiglie che può essere utilizzata per pagare la rata mensile del mutuo ipotecario). In questa sede, si ipotizza che la durata del mutuo ipotecario, il rapporto fra mutuo e valore e il coefficiente di qualifica siano, rispettivamente, di 20 anni, del 70 per cento e del 25 per cento. Si ritiene che questi siano valori "tipici" per l'area dell'euro.

determinare il costo d'uso. La figura 6 indica che le due misure sono prossime al loro livello minimo dagli inizi degli anni novanta. Tuttavia, mentre la prima misura ha mostrato un chiaro andamento al ribasso negli ultimi anni, la seconda è stata sostanzialmente stabile negli ultimi cinque o sei anni. Data la natura delle attese contemplate nella prima misura, l'andamento al ribasso di quest'ultima potrebbe essere considerato indicativo di un ottimismo potenzialmente eccessivo circa il futuro andamento delle quotazioni immobiliari. Presumendo che in futuro i prezzi delle abitazioni crescano al ritmo sostenuto fatto registrare nel recente passato, gli investitori potrebbero percepire il costo d'uso del patrimonio immobiliare come molto basso, spingendoli a investirvi ulteriormente. Questa domanda supplementare sospingerà più in alto i prezzi delle abitazioni e, attraverso il meccanismo delle aspettative, indurrà la percezione di un costo d'uso inferiore. Questa dinamica che si autoalimenta, se non compensata da altri fattori, potrebbe causare sostanziali disallineamenti dei prezzi che, alla fine, potrebbero comportare considerevoli correzioni delle quotazioni nonché problemi di bilancio per le famiglie interessate.

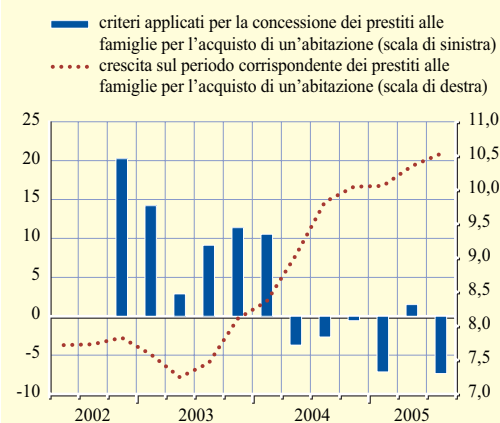
#### IL CREDITO E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO DIVERSE DAI TASSI DI INTERESSE

Oltre ai tassi di interesse e al costo d'uso del patrimonio immobiliare, le condizioni di finanziamento complessive rilevanti per gli acquirenti di abitazioni dipendono anche dalla disponibilità del credito e dai relativi termini e condizioni. Questi fattori possono avere un impatto ulteriore sulla domanda di abitazioni (in particolare in presenza di imperfezioni del mercato del credito, quali i vincoli di indebitamento). Le condizioni complessive del prestito per l'acquisto di abitazioni, nelle componenti connesse al tasso di interesse e non, sono analizzate periodicamente dalla BCE, fra l'altro, nel contesto dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro.

Come riporta la figura 7, si è assistito a un progressivo allentamento dei criteri applicati dalle banche in sede di approvazione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni a partire dal-

**Figura 7 Criteri adottati dalle banche e prestiti per l'acquisto di un'abitazione**

(saldi percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: il saldo percentuale per la domanda sui criteri adottati nell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro è definita come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

la prima indagine condotta nel 2002 nonché recentemente a un'oscillazione da un inasprimento netto a un allentamento netto. Questo fenomeno è stato associato a una sensibile accelerazione sul periodo corrispondente della domanda dei mutui per l'acquisto di abitazioni a partire dal secondo trimestre del 2003, con tassi di crescita che hanno raggiunto livelli a due cifre nei trimestri recenti. Le condizioni di offerta del credito più favorevoli, quindi, potrebbero essere state un fattore alla base della crescita dei mutui ipotecari e potrebbero aver contribuito a una domanda di abitazioni più sostenuta. L'allentamento dei criteri di concessione del credito si è riflesso in una diminuzione dei margini sui prestiti nonché in una limitazione dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo, come i cambiamenti apportati al rapporto mutuo/valore e un prolungamento della scadenza dei nuovi mutui in questo periodo<sup>7)</sup>. Nel contempo l'indagine

7) Per i risultati dell'indagine più recente cfr. il riquadro *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro* in questo numero del Bollettino nonché il sito Internet della BCE (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>).

sul credito bancario indica che le banche percepiscono le prospettive del mercato immobiliare come uno dei principali fattori che sostengono la domanda dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Pertanto, è possibile che l'esuberanza dei mercati immobiliari sia alimentata da una sostenuta dinamica dei prestiti e, allo stesso tempo, favorisca a sua volta una maggiore attività di concessione di mutui ipotecari.

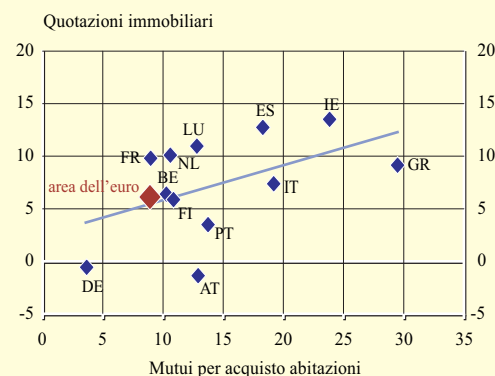
Un possibile effetto di ritorno dalle quotazioni immobiliari sulla dinamica dei prestiti è l'impatto del livello delle prime sulla ricchezza netta delle famiglie e, in particolare, la disponibilità e il valore delle garanzie. Una maggiore disponibilità e un maggior valore delle garanzie incoraggia un ulteriore indebitamento, in quanto riducono i rischi percepiti dai prestatori (quindi diminuendo i problemi di comportamento opportunistico o *moral hazard* e la selezione avversa associata, in particolare, ai prestiti privi di garanzia). Questi canali creditizi o di garanzia di trasmissione della politica monetaria sono particolarmente rilevanti nell'interazione fra il mercato degli immobili residenziali e quello dei mutui ipotecari nel contesto dei cicli finanziari <sup>8)</sup>.

In questo contesto, un'analisi degli andamenti della moneta e del credito congiuntamente alla dinamica delle quotazioni immobiliari può offrire ulteriori indicazioni riguardo alla sostenibilità delle variazioni di queste ultime, come nel caso della valutazione di altre attività. In particolare, condizioni di liquidità abbondante possono avere effetti di propagazione sui prezzi di attività non monetarie come obbligazioni, azioni e servizi abitativi e, empiricamente, episodi di forte crescita della moneta e del credito tendono a essere associati a cicli di forte ascesa e repentino calo (*boom-bust*) nelle valutazioni delle attività <sup>9)</sup>. In questo contesto, anche l'analisi dei bilanci familiari è importante nella prospettiva della stabilità finanziaria <sup>10)</sup>.

La figura 8 indica che, dall'avvio dell'Unione monetaria, la crescita dei mutui ipotecari e la dinamica delle quotazioni immobiliari hanno mostrato la tendenza a essere sostanzialmente allineate fra loro. Negli ultimi cinque anni i pa-

**Figura 8 Crescita delle quotazioni immobiliari e dei mutui ipotecari**

(media delle variazioni percentuali annuali per il periodo 1999-2004)



Fonte: BCE.  
Nota: i dati per il Lussemburgo sono disponibili fino al 2003.

si dell'area dell'euro con mercati degli immobili residenziali esuberanti hanno anche registrato la crescita più sostenuta dei prestiti ipotecari. Resta tuttavia difficile determinare in che misura la crescita del credito sia un riflesso passivo dell'andamento delle quotazioni immobiliari e non contribuisca essa stessa ad alimentare la dinamica dei mercati degli immobili residenziali. Entrambe le variabili, inoltre, tendono ad essere determinate da diversi fattori aggiuntivi.

L'evidenza di differenze significative fra paesi negli andamenti delle quotazioni immobiliari e del credito illustrata nella figura 8 (nonostante la politica monetaria unica e le migliori condizioni di finanziamento a partire dal 1999) indica che non è venuta meno l'importanza delle determinanti nazionali. Nel contempo i tassi di crescita divergenti

8) Cfr., ad esempio, Iacoviello, M., "House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle", *American Economic Review*, 95 (3), pp. 739-764, giugno 2005, e Aoki, K., Proudman, J., Vlieghe, J. (2002), "House prices, consumption, and monetary policy: a financial accelerator approach", Working Paper della Bank of England, n. 169.

9) Cfr. l'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino e Detken, C., Smets, F., *Asset price booms and monetary policy*, Working Paper della BCE, n. 364, maggio 2004.

10) Cfr., ad esempio, il numero di dicembre 2005 della pubblicazione della BCE *Financial Stability Review*.

delle quotazioni immobiliari e del credito relativi agli ultimi cinque anni potrebbero anche essere in linea con un processo di convergenza, considerando i livelli di partenza piuttosto diversi dei prezzi delle abitazioni e dei debiti ipotecari. Il riquadro

2 esamina alcune caratteristiche strutturali dei sistemi di finanziamento per l'acquisto di abitazioni dell'area dell'euro che potrebbero spiegare le differenze nella crescita dei prestiti e nella dispersione dei rapporti fra debito ipotecario e PIL.

## Riquadro 2

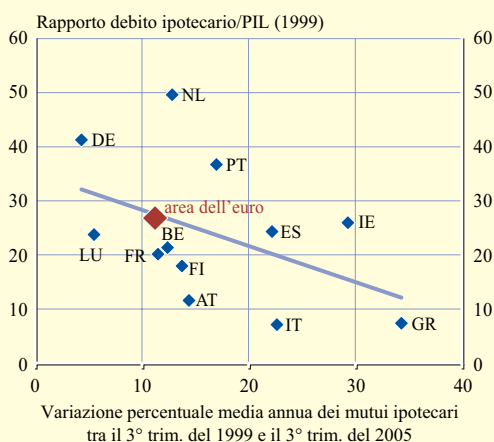
## CARATTERISTICHE STRUTTURALI DEI MERCATI IPOTECARI DELL'AREA DELL'EURO

Il rapporto fra debito ipotecario e PIL nell'area dell'euro è cresciuto rapidamente negli ultimi anni. In termini di consistenze dei mutui erogati dalle IFM a famiglie per l'acquisto di abitazioni, questo rapporto è aumentato al 35 per cento circa a metà del 2005, dal 25 per cento del 1999. Questo aumento riflette in larga misura la sostenuta dinamica dell'indebitamento in un contesto di tassi di interesse più bassi in vari paesi dell'euro a seguito dell'introduzione della politica monetaria unica. Inoltre, esso potrebbe anche essere correlato alla liberalizzazione finanziaria e a una migliorata efficienza e concorrenza nei mercati ipotecari di alcuni paesi dell'area dell'euro.

I paesi con rapporti debito ipotecario/PIL inizialmente inferiori hanno registrato in media una crescita dei mutui ipotecari più sostenuta rispetto ai paesi con rapporti inizialmente più elevati (cfr. figura A). Ciò potrebbe indicare un processo di convergenza in corso. Tuttavia, nel 2005 i rapporti debito ipotecario/PIL hanno continuato a mostrare differenze significative fra i paesi membri (cfr. figura B). Diverse caratteristiche strutturali dei mercati ipotecari specifiche per paese potrebbero contribuire a spiegare tale fenomeno. Il seguito del presente riquadro analizza alcune di queste caratteristiche. Nell'interpretarle andrebbe tenuto presente che possono variare nel tempo<sup>1)</sup>.

Figura A Crescita dei mutui ipotecari e rapporto debito ipotecario/PIL

(percentuali)

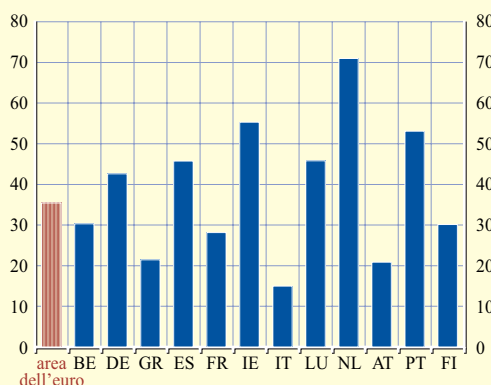


Fonte: BCE.

Nota: la crescita dei debiti e dei mutui è basata sui dati delle IFM.

Figura B Rapporto debito ipotecario/PIL

(percentuali; 3° trimestre 2005)



Fonte: BCE.

Nota: i livelli del debito sono basati sui dati delle IFM.

1) Cfr. il riquadro *Caratteristiche dei contratti ipotecari nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2004 di questo Bollettino per un'analisi della diffusione dei contratti a tasso fisso rispetto a quelli a tasso variabile. Questa caratteristica strutturale dei mercati ipotecari è essenziale per l'intensità della trasmissione monetaria, ma ha minor rilevanza ai fini dei livelli di debito ipotecario.

In primo luogo, la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni in un dato paese dipende da fattori demografici e da consuetudini nazionali. Questi includono, ad esempio, la quota della popolazione nella fascia di età acquirente di abitazioni, che in genere comprende persone fra i trenta e i quarantacinque anni circa. Un altro fattore potrebbe essere la quota di famiglie a doppio reddito, che potrebbe favorire rapporti mutui/valore (MV) superiori e quindi risultare in livelli più elevati di debito ipotecario. Altri fattori importanti comprendono le differenze di dimensioni medie delle famiglie e di rapporto relativo alla proprietà dell'abitazione. Ad esempio, l'evidenza aneddotica suggerisce che è più comune in alcuni paesi che in altri condividere la proprietà dell'abitazione fra diverse generazioni di una stessa famiglia e/o finanziare l'acquisto di un'abitazione attraverso trasferimenti e lasciti intergenerazionali, limitando la domanda di mutui ipotecari. Nel contempo, un grado inferiore di proprietà dell'abitazione privata (ad esempio perché un paese ha un esteso settore di edilizia popolare) dovrebbe essere associato, in linea di principio, a livelli inferiori di indebitamento delle famiglie.

In secondo luogo, le differenze fra i rapporti debito ipotecario/PIL potrebbero anche riflettere caratteristiche specifiche del mercato degli immobili residenziali, quali le differenze di prezzo o costo medio di un'abitazione. A prima vista, si potrebbe argomentare che prezzi/costi assoluti elevati degli immobili residenziali rendono difficile per le famiglie accumulare i risparmi necessari per l'acconto richiesto e sono quindi in linea con rapporti di proprietà e di debito ipotecario bassi. Tuttavia, in misura più sostanziale, si può ritenere che il livello dei prezzi/costi immobiliare dovrebbe essere correlato al livello di sviluppo di un paese, misurato dai livelli di reddito pro capite e, quindi, anche di debito ipotecario.

In terzo luogo, le differenze di indebitamento delle famiglie possono anche essere connesse con le caratteristiche del settore finanziario e la facilità con cui le famiglie hanno accesso al credito. Un fattore a questo proposito è, ad esempio, la gamma di prodotti ipotecari disponibili e il suo impatto sull'ammontare del debito ipotecario ottenuto dalle famiglie. Le caratteristiche rilevanti comprendono variazioni nelle dimensioni massime del mutuo e nella disponibilità di mutui per prenditori con precedenti crediti mediocri. In genere, le prassi nazionali differiscono per la durata del rimborso del mutuo, che tende a essere più breve nell'Europa meridionale (con un termine tipico del mutuo di circa 15 anni) rispetto ad altri paesi europei (in cui una durata fra i 25 e i 30 anni è la norma). La dimensione media di un mutuo può anche essere superiore se il rapporto MV sottostante applicato dalle banche nel concedere i mutui è superiore. La correlazione positiva fra i rapporti MV e l'ammontare del debito ipotecario in essere è confermato a livello macroeconomico. Le differenze fra i rapporti MV sono probabilmente tanto più importanti in presenza di prelievo di capitale immobiliare (*mortgage equity withdrawal*), ad es. se i mutui ipotecari possono essere rifinanziati per importi superiori al debito in essere e possono essere utilizzati per consumi o investimenti in attività finanziarie<sup>2)</sup>.

Infine, le differenze fra paesi di indebitamento delle famiglie possono anche riflettere misure fiscali. Fra queste rientrano la deducibilità dalle imposte dei pagamenti di interessi e le imposte sulle plusvalenze patrimoniali immobiliari. Ad esempio, in alcuni paesi in cui gli interessi sono deducibili e/o i mutui ipotecari non richiedono l'implicazione del pagamento del capitale durante la vita dell'ipoteca, si può sfruttare il vantaggio fiscale dell'indebitamento. Anche la

2) Più in generale, il prelievo di capitale immobiliare fa riferimento a qualsiasi indebitamento di una famiglia che è garantito dall'abitazione ma non ivi investito. Attualmente, esso è raro in gran parte delle economie dell'area dell'euro, con l'eccezione degna di nota dei Paesi Bassi. Potenzialmente, tuttavia, potrebbe essere una determinante del debito ipotecario e potrebbe anche ripercuotersi sulla sensibilità dei consumi alle variazioni dei tassi di interesse e alle valutazioni delle quotazioni immobiliari.

struttura delle aliquote fiscali marginali incide sull'attrattiva della deducibilità dei pagamenti di interessi ipotecari. Tanto più elevata è l'aliquota marginale, tanto maggiore sarà il vantaggio della deducibilità degli interessi. Anche un diverso trattamento fiscale dell'acquisto di abitazioni rispetto all'acquisto di altre attività inciderà sulle decisioni delle famiglie se utilizzare la propria abitazione come strumento di investimento.

Per concludere, sembra esserci stata una certa convergenza dei rapporti debito ipotecario/PIL negli ultimi anni, favorita dalla convergenza dei tassi di interesse e, forse, dalla deregolamentazione finanziaria in diversi mercati ipotecari. Tuttavia, l'indebitamento delle famiglie varia ancora in misura considerevole fra i paesi dell'area dell'euro, rispecchiando numerose caratteristiche strutturali che continuano a essere differenti nei mercati ipotecari dell'area.

#### 4 ANALISI DEL LATO DELL'OFFERTA DEL MERCATO DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI

La relativa inerzia dell'offerta di abitazioni nel breve periodo implica che i fattori della domanda siano preminenti nello spiegare l'andamento dei prezzi degli immobili residenziali in questo orizzonte temporale. Nel lungo periodo l'offerta può correggersi fino a un potenziale squilibrio, diventando la principale determinante dei servizi abitativi. Di conseguenza, quando si valutano gli andamenti dei prezzi delle abitazioni, è importante anche tenere sotto osservazione gli investimenti immobiliari e i fattori che possono influenzarli, come i costi e i prezzi di produzione nel settore delle costruzioni. Inoltre, andrebbe tenuto presente che le iniziative di politica economica a livello locale miranti, ad esempio, ad agevolare le procedure relative alla concessione edilizia o a incrementare l'accesso ai terreni o l'offerta di case popolari svolgono tutte un ruolo nel determinare la reazione dal lato dell'offerta ai forti incrementi dei prezzi delle abitazioni osservati in alcuni paesi.

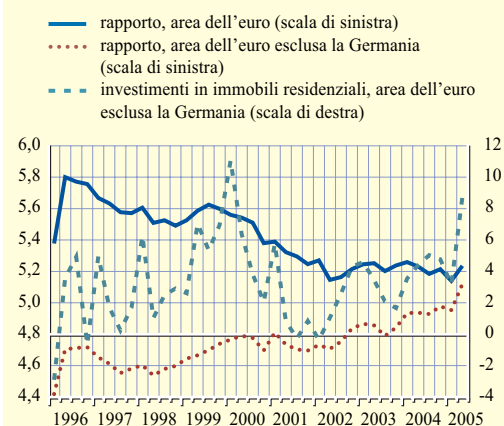
Dal lato dell'offerta, a partire dal 1996 gli investimenti nell'edilizia residenziale dell'area dell'euro in percentuale del PIL hanno seguito un andamento al ribasso (cfr. figura 9). Tuttavia, questo fenomeno riflette, in larga misura, l'andamento in Germania, che dal 1995 ha registrato una flessione del rapporto fra investimenti in immobili residenziali e PIL, dopo un periodo di forti investimenti nei primi anni novanta a segui-

to dell'unificazione tedesca e dell'immigrazione dall'Europa orientale. Se si esclude la Germania, il rapporto fra investimenti in edilizia residenziale e PIL dell'area pare essere lievemente aumentato dal 1999. Considerando i singoli paesi negli ultimi dieci anni gli investimenti in edilizia residenziale si sono dimostrati in media particolarmente elevati in Spagna e Irlanda.

Altri indicatori dal lato dell'offerta, come le concessioni edilizie rilasciate e il numero di abitazioni completate, confermano che il lato dell'offerta del mercato degli immobili residenziali ha in parte risposto al forte incremento della domanda di abitazioni. Va notato che le concessio-

**Figura 9 Rapporto tra investimenti in immobili residenziali e PIL e investimenti in immobili residenziali**

(punti percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

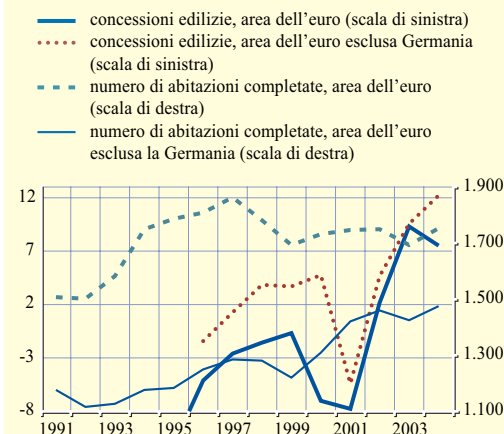


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.



**Figura 10 Concessioni edilizie e numero di abitazioni completate nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; livelli)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.

ni edilizie rilasciate possono essere interpretate come un indicatore anticipatore delle variazioni dal lato dell'offerta, mentre il numero di abitazioni completate misura le variazioni più recenti delle condizioni di offerta. Al fine di incentrare l'attenzione su paesi che hanno registrato un andamento dei prezzi sostenuto e che pertanto ci si aspetta che mostrino segnali di risposta dal lato dell'offerta, gli indicatori sono stati anche calcolati per l'area dell'euro esclusa la Germania. Come mostra la figura 10, dopo il netto calo del 2001 il tasso di crescita annuale delle concessioni edilizie rilasciate nell'area dell'euro esclusa la Germania hanno mostrato un rialzo, che ha raggiunto un picco alla fine del 2004. Anche il numero di abitazioni completate è sensibilmente cresciuto da quando sono aumentati i prezzi delle abitazioni alla fine degli anni novanta.

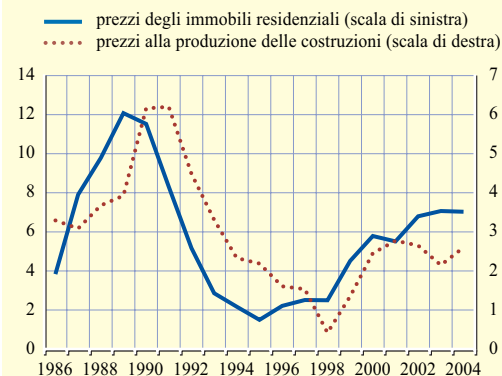
Infine, gli alloggi liberi possono costituire una fonte aggiuntiva di offerta che potrebbe diventare rapidamente disponibile e, in taluni casi, essere fonte di instabilità per il mercato degli immobili residenziali. Come documentato nel riquadro 1, nel 2001 approssimativamente una abitazione su otto era libera nell'area dell'euro. Potrebbe essere che una parte di questi alloggi liberi sia detenuta da investitori a scopo di speculazione e che essi li tengano in attesa che i prezzi continuino a salire.

Qualora le attese sui prezzi delle abitazioni dovessero diventare più pessimistiche, non si può escludere che tali investitori immettano le proprietà immobiliari sul mercato al fine di realizzare i guadagni (o minimizzare le perdite), fornendo quindi un ulteriore impulso destabilizzante alla correzione dei prezzi. Non sono tuttavia disponibili informazioni sulla quota di alloggi liberi posseduti a fini speculativi, mentre nelle statistiche relative agli alloggi liberi rientrano parzialmente anche le abitazioni secondarie o turistiche. È difficile quindi valutare precisamente i rischi associati. Nel complesso, i recenti andamenti favorevoli degli indicatori dell'offerta, se dovessero protrarsi, potrebbero concorrere ad un'attenuazione delle pressioni del mercato nonché ad una riduzione delle quotazioni immobiliari nei paesi in cui queste ultime sono cresciute considerevolmente nel recente passato.

Fra i fattori che possono incidere sulla risposta dal lato dell'offerta di abitazioni, i costi sostenuti dal settore delle costruzioni svolgono un ruolo importante, in quanto hanno un impatto diretto sul rendimento atteso dell'investimento. Essi sono prevalentemente di due tipi: i costi connessi all'acquisizione del terreno e quelli connessi alla costruzione dell'immobile. Questi ultimi, misurati dai prezzi alla produzione delle costruzioni (che non comprendono i prezzi dei terreni) sono riportati nella figura 11, insieme

**Figura 11 Prezzi alla produzione delle costruzioni e prezzi degli immobili residenziali**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE basate su dati nazionali.

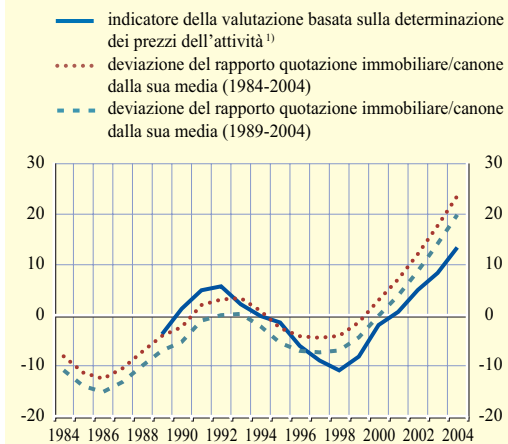
al tasso di crescita delle quotazioni immobiliari. Sebbene mostrino un certo grado di correlazione, le due serie aumentano a tassi molto diversi. Nel 2004, ad esempio, mentre i prezzi degli immobili residenziali sono aumentati a un tasso annuo del 7,0 per cento, i prezzi alla produzione delle costruzioni sono cresciuti a un tasso annuo del 2,6 per cento. Il recente aumento dei prezzi degli immobili residenziali non può quindi essere spiegato in termini di pressioni derivanti da costi connessi con la costruzione edile. Tuttavia, è necessaria cautela, dal momento che la serie dei prezzi alla produzione delle costruzioni non comprende i prezzi del terreno. L'impatto di questi ultimi sul costo complessivo sostenuto dai costruttori edili è piuttosto difficile da valutare per l'area dell'euro a causa della carenza di dati. Tuttavia, alla luce degli scorsi episodi di sostenuto dinamismo delle quotazioni immobiliari in paesi in cui tali dati sono disponibili, come il Giappone agli inizi degli anni novanta<sup>11)</sup>, è plausibile ipotizzare che i prezzi dei terreni abbiano contribuito alla vigorosa crescita dei prezzi degli immobili residenziali osservata nell'area dell'euro.

## 5 APPROCCIO BASATO SULLA DETERMINAZIONE DEI PREZZI DELLE ATTIVITÀ PER LA VALUTAZIONE DEL MERCATO DEGLI IMMOBILI RESIDENZIALI

L'andamento delle quotazioni immobiliari può essere valutato anche utilizzando "l'approccio basato sulla determinazione dei prezzi delle attività". Esso si basa sul ruolo dei servizi abitativi come investimento<sup>12)</sup>. La logica dietro questo approccio è che il prezzo di un'abitazione non dovrebbe differenziarsi molto dal flusso scontato di tutti i canoni di locazione futuri. Inoltre, il rendimento di un investimento in servizi abitativi (approssimato dal rapporto quotazioni immobiliari/canone di locazione) dovrebbe equivalere ai rendimenti di opportunità di investimento alternative con pari rischio. In una versione semplificata dell'approccio basato sulla determinazione dei prezzi delle attività per valutare i prezzi degli immobili, il rapporto fra quotazio-

**Figura 12** Valutazione delle quotazioni immobiliari per l'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Questo indicatore rappresenta la parte non spiegata della regressione del rapporto quotazione immobiliare/canone sui tassi d'interesse reali dei titoli di Stato a dieci anni.

ni immobiliari e canoni di locazione può essere regredito sui tassi di interesse reali dei titoli di Stato a dieci anni. L'idea alla base di questo esercizio empirico è che i rendimenti dei canoni da investimenti immobiliari non dovrebbero deviare eccessivamente dai rendimenti generati da un investimento in titoli di Stato. La parte non spiegata della regressione del rapporto quotazioni immobiliari/canoni sui tassi di interesse reali dei titoli di Stato a dieci anni può quindi essere considerata un indicatore approssimativo della valutazione dei mercati immobiliari. Ad esempio, quando i proventi dei canoni sono bassi rispetto ai rendimenti obbligazionari, ciò potrebbe suggerire una certa sopravvalutazione delle quotazioni immobiliari e viceversa.

La figura 12 riporta questo indicatore insieme a una misura più semplice di valutazione, ossia la deviazione dei rapporti quotazioni immobiliari/canoni dalla loro media storica (calcolata per i

11) Cfr. il riquadro 2 dal titolo *Metodi di stima delle valutazioni dei prezzi delle abitazioni* nell'articolo *Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria* pubblicato nel numero di aprile 2005 di questo Bollettino.

12) Tale approccio è descritto in dettaglio nel riquadro 2, *ibidem*.

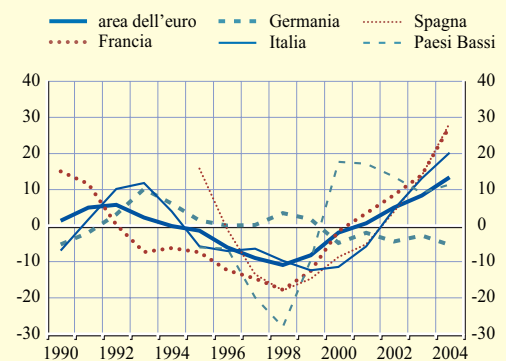
periodi compresi tra il 1984 e il 2004 nonché tra il 1989 e il 2004). Le tre misure di valutazione sembrano indicare che dal 2001 si è verificato un *gap* di valutazione positivo. Secondo queste semplici misure, i prezzi delle abitazioni residenziali sono attualmente fra il 15 e il 25 per cento al di sopra della media storica. Rispetto all'ultimo episodio di marcati aumenti di questi prezzi nei primi anni novanta, il *gap* di valutazione positivo risulta significativamente superiore nel periodo corrente.

Questi risultati, tuttavia, vanno interpretati con prudenza, in quanto vi sono tre principali motivi di cautela insiti in questi approcci. In primo luogo, nel modello teorico della determinazione dei prezzi delle attività, altri elementi entrano in gioco nella relazione fra il rapporto quotazioni immobiliari/canoni e i tassi di interesse, quali il premio per il rischio immobiliare (ovvero i proventi aggiuntivi rispetto a un tasso privo di rischi che gli investitori richiedono per sostenere i rischi correlati all'investimento immobiliare) o le attese circa il tasso di crescita dei canoni che, nella versione semplificata utilizzata in questa sede, sono considerati costanti. Di conseguenza, nell'utilizzare la regressione, vi è l'ipotesi implicita che la relazione fra il rapporto quotazioni immobiliari/canoni e tassi di interesse reali dei titoli di Stato a dieci anni non sia cambiata nel tempo. In secondo luogo, come mostrato dalla figura 12, il livello della media storica dipenderà dal periodo utilizzato per analizzare questa relazione. Infine, i mercati dei canoni di locazione nell'area dell'euro sono altamente regolamentati, generando un potenziale ritardo nell'adeguamento a eventuali disallineamenti del rapporto quotazioni immobiliari/canoni. Tuttavia, tenendo presente questi motivi di cautela, i livelli raggiunti da queste misure di valutazione potrebbero essere considerati timidi segnali di rischi crescenti di "sopravalutazione" nei mercati degli immobili residenziali dell'area dell'euro negli ultimi anni.

A livello di paese (cfr. figura 13), fra i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro la misura delle valutazioni basata sulla determinazione dei prezzi delle attività (ossia la parte non spiegata

**Figura 13 Indicatore della valutazione basata sulla determinazione dei prezzi delle attività nei maggiori paesi dell'area dell'euro**

(punti percentuali)



Fonti: BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'indicatore della valutazione mostra la parte non spiegata dall'equazione che lega il rapporto quotazioni immobiliare/canone ai tassi d'interesse reali dei titoli di Stato a dieci anni.

della regressione del rapporto quotazioni immobiliari/canoni sui tassi di interesse reali dei titoli di Stato a dieci anni) indicherebbe deviazioni crescenti dalle medie storiche in Spagna e Francia e, in misura minore, in Italia. Nei Paesi Bassi l'indicatore ha mostrato di recente alcuni segni di moderazione. In Germania la misura è rimasta sostanzialmente stabile su un livello prossimo alla media del periodo 1990-2004. Vi sono altri studi sulla Spagna che giungono alla conclusione che il mercato degli immobili residenziali può essere sopravvalutato, sebbene in misura minore di quanto suggerito dalla figura 13<sup>13</sup>. Al contrario, nel caso di Italia, Francia e Paesi Bassi, la sopravvalutazione non è in genere confermata dagli studi disponibili per questi paesi<sup>14</sup>.

È degno di nota il fatto che l'aumento della misura della sopravvalutazione basata sul rapporto quotazioni/canoni non deriva da una diminuzio-

13) Cfr. Pagés, J., Maza, L. (2003), Analysis of house prices in Spain, Working Paper del Banco de España, n. 0307, e Ayuso, J., Restoy, F. (2003), House prices and rents: an equilibrium asset pricing approach, Working Paper del Banco de España, n. 0304.

14) Nel caso della Francia si veda ad esempio Bessone, A.-J., Heitz, B., Boissinot, J., "Are we seeing a bubble on the French housing market?", *Conjoncture in France*, marzo 2005, e Moec, G. "Is there a risk of a property bubble in France?", *Bulletin Digest della Banque de France*, ottobre 2004.

ne dei canoni. In anni recenti, i canoni di locazione non hanno mostrato segni di accelerazione significativa, sia a livello dell'area dell'euro sia in molti dei maggiori paesi dell'area stessa, contrariamente alla sensibile crescita dei prezzi delle abitazioni. Solo in Germania i canoni hanno mostrato un certa tendenza a diminuire nel tempo in linea con la flessione dei prezzi delle abitazioni.

## 6 CONCLUSIONI

Il presente articolo valuta l'andamento delle quotazioni immobiliari in base a due approcci largamente usati. Il primo si basa su un modello strutturale del mercato degli immobili residenziali che combina fattori sia della domanda sia dell'offerta, mentre il secondo si basa sullo schema di determinazione dei prezzi delle attività per valutare i prezzi delle abitazioni. Nella fase attuale, sembrerebbe che il dinamismo dei prezzi degli immobili residenziali possa essere attribuibile alla combinazione di una sostenuta domanda di abitazioni (che riflette in parte le condizioni di finanziamento molto favorevoli di cui usufruiscono le famiglie quando ottengono

un mutuo ipotecario) e di una risposta graduale dal lato dell'offerta.

L'attuale situazione del mercato degli immobili residenziali nell'area dell'euro resta soggetta a numerosi rischi. Le misure di valutazione delle quotazioni immobiliari dell'area dell'euro continuano a essere superiori alle medie storiche, il che, tenendo presente tutti i motivi di cautela insiti in questo approccio, può essere considerato un timido segnale di rischio crescente di sopravvalutazione nel mercato degli immobili residenziali dell'area. In particolare, alcune regioni dell'area potrebbero aver registrato di recente un andamento dei prezzi degli immobili residenziali insostenibile. Ciò richiede una continua vigilanza, in particolare in un contesto in cui il dinamismo delle quotazioni immobiliari è stato accompagnato da un forte incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni.

Infine, una valutazione approfondita del mercato degli immobili residenziali dipende dalla qualità e dalla disponibilità dei dati rilevanti. A questo proposito, sono ancora necessari notevoli miglioramenti, in particolare per quanto concerne la frequenza, la tempestività e la qualità dei dati.



## POLITICHE DI BILANCIO E MERCATI FINANZIARI

*Nella fase che ha preceduto l'introduzione dell'euro, avvenuta nel 1999, i differenziali di interesse fra i titoli di Stato dei paesi della nuova area valutaria si sono notevolmente ridotti. Questa è la normale conseguenza della creazione di uno spazio monetario unico, principalmente dovuta alla progressiva eliminazione del rischio di cambio e al ridursi del rischio di inflazione. Tuttavia, i tassi di interesse sui titoli di Stato risentono anche di altri fattori, fra cui la valutazione degli operatori dei mercati finanziari riguardo alla futura sostenibilità dei conti pubblici. L'attenzione dei mercati finanziari può, quindi, esercitare un effetto di disciplina sull'azione delle autorità di bilancio. Il basso livello dei differenziali di interesse osservato nell'area dell'euro malgrado il persistere di posizioni di bilancio assai diverse induce a chiedersi in che misura tale situazione è riconducibile a fattori di finanza pubblica. In questo articolo si riscontra che nell'area dell'euro vi sono sostanzialmente i presupposti per l'esplicarsi della disciplina di mercato, quali l'apertura dei mercati dei capitali e la disponibilità di statistiche di bilancio adeguate. Le analisi statistiche e gli studi econometrici confermano, in generale, che le politiche di bilancio hanno un effetto sui tassi di interesse. In questo momento la presenza di differenziali di interesse relativamente contenuti malgrado la notevole diversità delle posizioni di bilancio potrebbe riflettere una "ricerca di rendimento" stimolata dal basso livello dei tassi di interesse a lungo termine, nonché modifiche nella regolamentazione contabile e di vigilanza che interessano gli investitori istituzionali. L'evidenza statistica sull'uso delle garanzie non avvalorava l'idea che la politica adottata dall'Eurosistema al riguardo influenzi in misura significativa i differenziali di interesse sui titoli di Stato. Poiché né i mercati finanziari né i governi reagiscono sempre in modo tempestivo e adeguato alla non sostenibilità dei conti nazionali, è indispensabile una rigorosa applicazione del quadro di riferimento per le politiche di bilancio nell'UE al fine di assicurare la solidità delle finanze pubbliche.*

### I INTRODUZIONE

Le finanze pubbliche e i mercati finanziari si influenzano reciprocamente. I titoli di Stato svolgono un ruolo importante nel contesto dei mercati finanziari, anche perché definiscono un valore di riferimento per i tassi di interesse che gli altri emittenti obbligazionari devono corrispondere. Data l'entità del debito pubblico, tendono inoltre a predominare nei mercati dei capitali in termini quantitativi. Di conseguenza, il debito pubblico può accrescere l'ampiezza e lo spessore dei mercati finanziari e costituisce un fattore rilevante ai fini della costituzione delle garanzie richieste in operazioni pubbliche e private. Al tempo stesso, chi investe nel debito pubblico effettua una valutazione dello stato di salute dei conti nazionali e la traduce in un giudizio finanziario. In linea di principio, questo ha un impatto sui tassi di interesse che i governi devono corrispondere per finanziare la spesa eccedente le entrate. Se si rafforza la percezione del rischio che un governo non sia in grado di ottemperare pienamente ai propri obblighi finanziari, può aumentare il tasso di interesse

applicato nei suoi confronti, poiché si accresce la componente dovuta al rischio di credito. Inoltre, un incremento delle spese finanziate in disavanzo può indurre gli investitori a richiedere una più elevata compensazione per i maggiori rischi percepiti in termini di inflazione e deprezzamento del cambio. Nei casi più gravi è anche possibile che gli operatori di mercato limitino l'accesso dello Stato al finanziamento rifiutando di assorbire nuove emissioni a lungo termine.

Differenziando i tassi di interesse in base alla prudenza nella gestione dei conti pubblici dimostrata da ciascun paese, i mercati "puniscono" o "premiano" i governi in termini finanziari. Ciò contribuisce alla disciplina di bilancio, elemento essenziale dell'Unione economica e monetaria (UEM). Tuttavia, dati i livelli elevati e persistenti del disavanzo e del debito che caratterizzano molti paesi dell'area dell'euro, nonché le marcate differenze nell'imminente impatto dell'invecchiamento della popolazione sull'ammontare della spesa pubblica, appare sorprendente la scarsa diversificazione fra i tassi di interesse applicati ai singoli Stati. Per il 2005,

a fronte di saldi di bilancio che si collocano sostanzialmente fra il +2 e il -5 per cento del PIL e rapporti debito/PIL che variano dal 7 al 108 per cento, i differenziali fra i tassi di interesse sui titoli di Stato ammontano a un massimo di circa 30 punti base<sup>1)</sup>. Dieci anni prima, quando i differenziali includevano ancora premi cospicui per il rischio di cambio, questi superavano i 600 punti base, a fronte di saldi di bilancio compresi fra un avanzo del 3 per cento e un disavanzo del 10 per cento del PIL e rapporti debito/PIL in un intervallo dal 7 al 133 per cento. La scarsa diversificazione fra i differenziali di interesse induce a chiedersi se questi riflettano appieno le divergenze fra le posizioni di bilancio correnti e fra le prospettive per la sostenibilità dei conti pubblici, o se ci siano altri fattori che esercitano la propria influenza.

Questo articolo esamina il ruolo dei mercati finanziari nel promuovere la disciplina di bilancio, analizzando specificamente la loro attitudine a trattare in maniera differenziata gli emittenti sovrani dell'area dell'euro. La sezione 2 illustra i principali canali attraverso cui le politiche di bilancio possono influenzare i tassi di interesse e alcune condizioni da rispettare affinché questa azione sfoci in un'efficace disciplina di mercato. La sezione 3 presenta statistiche sui differenziali di interesse ed evidenze econometriche circa gli effetti della politica di bilancio sui tassi di interesse. La sezione 4 discute alcuni aspetti non legati alla finanza pubblica che possono spiegare perché, nella prospettiva storica, gli attuali differenziali fra i tassi di interesse a lungo termine appaiano relativamente contenuti. La sezione 5 espone, infine, alcune conclusioni.

## 2 REAZIONI E DISCIPLINA DI MERCATO

Il concetto di disciplina di mercato si riferisce, in generale, all'azione dei mercati finanziari che induce i governi ad assicurare la sostenibilità dei conti pubblici. Questo accade perché i mercati richiedono tassi di interesse crescenti all'aumentare del rischio di credito e negano, in ultima istanza, l'accesso al finanziamento. Il rischio di credito è anche noto come rischio di

insolvenza, sebbene gli Stati in difficoltà finanziarie, a differenza delle imprese private, non possano essere posti in liquidazione. Possono, tuttavia, decidere di sospendere il pagamento degli interessi e/o il rimborso del capitale per una parte o la totalità del debito in essere. Poiché l'eventualità che ciò accada nell'area dell'euro è assai remota, i prezzi che si formano sui mercati finanziari riflettono un rischio molto esiguo. I cambiamenti nelle politiche di bilancio possono leggermente incrementare o ridurre tale rischio e con esso le probabilità di un peggioramento o miglioramento del giudizio sul merito di credito da parte di agenzie specializzate, che si riflettono quindi in una variazione dei tassi di interesse.

Gli investitori possono anche richiedere tassi di interesse più elevati per compensare, oltre al rischio di credito, l'aumento dell'inflazione o il deprezzamento del cambio che potrebbero accompagnare o seguire un allentamento della politica di bilancio. Essendo ormai venuto meno il premio per il rischio di cambio, che si ritiene essere stato una determinante di rilievo dei tassi di interesse prima dell'introduzione dell'euro, questo canale di trasmissione che lega le politiche di bilancio ai tassi di interesse non sarà esaminato nelle seguenti sezioni. Il premio per il rischio di inflazione ha perso importanza con l'avvio dell'unione monetaria. In linea di principio, un elevato livello del debito pubblico potrebbe essere considerato un fattore in grado di compromettere una politica monetaria tesa alla stabilità dei prezzi. Se il debito in essere non è per lo più indicizzato all'inflazione, i governi potrebbero essere tentati di ridurre il valore reale facendo leva su quest'ultima. Gli investitori che operano in mercati finanziari ben funzionanti richiederebbero, pertanto, un più alto premio per il rischio a fini di compensazione. Tuttavia, l'elevato grado di indipendenza della BCE, associato a una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi, ha ridotto i timori di inflazione e il relativo premio per il rischio.

1) Tutti i dati di bilancio utilizzati in questo articolo sono tratti dalle previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nell'autunno 2005.

Affinché i mercati finanziari svolgano una funzione di disciplina, occorre rispettare determinate condizioni riguardanti l'accesso dello Stato ai mercati dei capitali, il divieto di salvataggio finanziario a beneficio delle amministrazioni pubbliche e la diffusione di informazioni sui conti nazionali. Inoltre, i mercati finanziari devono reagire in modo tempestivo e pienamente orientato alla sostenibilità dei conti pubblici; le amministrazioni pubbliche, dal canto loro, devono comprendere la necessità di rispondere all'aumento dei tassi di interesse migliorando la propria posizione finanziaria. Questi aspetti della disciplina di mercato sono esaminati nella sezione 2.2, mentre la sezione 2.1 presenta una descrizione dei principali canali attraverso cui la situazione di bilancio può influire sui tassi di interesse.

## 2.1 REAZIONI DEI MERCATI

L'aumento dei disavanzi pubblici e dei livelli del debito può spingere verso l'alto i tassi di interesse nei mercati finanziari dell'area dell'euro a causa di un "effetto di spiazzamento" e del rischio di insolvenza, mentre un impatto al ribasso può derivare dall'effetto di liquidità.

Il peggioramento dei conti pubblici può influenzare il tasso di interesse reale privo di rischio dell'area dell'euro, poiché l'incremento dei disavanzi di bilancio causa una diminuzione del risparmio, che determina un aumento del tasso di interesse. Data l'integrazione dei mercati finanziari, quest'ultimo può trasmettersi ad altri emittenti, incluse le altre amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, e può anche spiazzare gli investimenti privati, nell'ipotesi che né gli afflussi di capitali né il risparmio privato compensino appieno il risparmio negativo del settore pubblico (ad esempio perché i consumatori non anticipano interamente futuri aumenti della pressione fiscale tesi a finanziare maggiori esborsi pubblici nel momento presente e, quindi, non incrementano sufficientemente i propri risparmi). La constatazione dell'effetto di spiazzamento è uno dei fattori che hanno indotto a includere nel Trattato di Maastricht norme in base alle quali la solidità delle finanze pubbliche – definita

mediante valori di riferimento per il disavanzo e il debito pubblico (rispettivamente 3 per cento e 60 per cento del PIL) – costituisce un criterio per l'adozione dell'euro, nonché un presupposto per il corretto funzionamento dell'UEM in seguito all'introduzione della moneta unica. Un'applicazione adeguata e credibile di tali norme limita sia il rischio di contagio transfrontaliero dei tassi di interesse, sia le probabilità che gli Stati si vengano a trovare in difficoltà finanziarie.

Le politiche di bilancio possono anche influenzare i differenziali di interesse, ossia il premio sui tassi di interesse che un paese deve corrispondere rispetto agli altri, in relazione al merito di credito. Una maggiore offerta di titoli dovuta all'aumento del disavanzo di un paese che già presenta un debito elevato può rafforzare la percezione dei mercati che vi sia un rischio di parziale o totale insolvenza da parte dello Stato. Gli investitori possono essere, pertanto, indotti a richiedere un premio più cospicuo per compensare il maggiore rischio di subire perdite finanziarie.

Gli effetti di liquidità possono attenuare la spinta verso l'alto esercitata dal disavanzo e dal debito pubblico sui tassi e sui differenziali di interesse. Per gli operatori di mercato è importante la possibilità di vendere rapidamente ingenti quantità di titoli in qualsiasi momento, senza subire ripercussioni rilevanti sul prezzo. All'aumentare del rapporto disavanzo pubblico/PIL cresce l'indebitamento sul mercato e il livello del debito, il che comporta di solito una maggiore attività di collocamento secondario, anche se non si avrà, in nessuno dei casi, una corrispondenza uno a uno. Di conseguenza, i paesi che presentano un disavanzo di bilancio o un debito elevato rispetto alle dimensioni del mercato dell'area dell'euro pagano un premio inferiore per la liquidità, e ciò indebolisce la disciplina di mercato.

## 2.2 DISCIPLINA DI MERCATO

Affinché il meccanismo di mercato risulti un efficace strumento di disciplina, è necessario che siano rispettate alcune condizioni istituzionali e di carattere informativo e che i mercati finanzia-



ri e le amministrazioni pubbliche reagiscano in modo adeguato.

La corretta definizione del prezzo dei titoli di Stato da parte dei mercati finanziari è possibile soltanto se il settore pubblico può accedere ai mercati dei capitali alle stesse condizioni degli altri prenditori di fondi. Alle amministrazioni pubbliche non dovrebbe essere concessa una corsia preferenziale. Gli acquirenti non dovrebbero subire costrizioni né pressioni per quanto concerne la scelta dei titoli di Stato e a questi ultimi non andrebbe riservato un trattamento fiscale privilegiato rispetto alle obbligazioni di altri emittenti. Il ruolo delle forze di mercato potrebbe essere, inoltre, limitato attraverso pressioni indirette, derivanti ad esempio da atti governativi tesi a incentivare l'acquisto di titoli di debito pubblico per finalità specifiche.

Il Trattato di Maastricht include una serie di articoli che hanno l'effetto di rafforzare la disciplina di mercato ponendo restrizioni all'accesso preferenziale al finanziamento sui mercati dei capitali per le amministrazioni pubbliche. In particolare, il Trattato preclude loro qualsiasi forma di finanziamento diretto da parte del SEBC (articolo 101), nonché l'accesso privilegiato alle istituzioni finanziarie (articolo 102). Di conseguenza, il finanziamento del settore pubblico sui mercati dei capitali è soggetto, per molti aspetti, alle stesse limitazioni e allo stesso scrutinio delle forme di indebitamento privato.

Un'ulteriore condizione è che ciascun paese si debba fare pieno carico delle conseguenze finanziarie del rischio di insolvenza; in altre parole, la valutazione dei mercati finanziari sulla sostenibilità dei conti nazionali deve riflettersi per intero nel tasso di interesse richiesto. La possibilità di rilevazione del debito o di salvataggio finanziario da parte di un'altra istituzione, oppure una garanzia rilasciata da paesi terzi incrementano il tasso di recupero atteso (la quota del prestito che si riuscirà a recuperare nell'evenienza delle difficoltà finanziarie menzionate). Nel contesto di un'unione monetaria i paesi partecipanti appaiono verosimilmente incentivati a intervenire per salvare un membro che mostri un

grave peggioramento della propria situazione finanziaria, ad esempio allo scopo di evitare una perturbazione dei mercati finanziari. In tal caso, il rischio di difficoltà nel servizio del debito non si rifletterebbe interamente nel tasso di interesse che il paese deve corrispondere per finanziarsi.

Il Trattato di Maastricht prevede, pertanto, un "divieto di salvataggio finanziario" (articolo 103) in base al quale né la Comunità nel suo complesso né i governi degli Stati membri sono responsabili degli impegni assunti da altri Stati membri e non devono farsene carico.

La disciplina di mercato dipende, altresì, in modo cruciale dalla disponibilità di statistiche accurate e tempestive in materia di conti pubblici, sulle quali i mercati finanziari possano fondare la propria valutazione della sostenibilità. Dato l'orientamento prospettico di tale valutazione, i dati di finanza pubblica dovrebbero contenere previsioni non distorte sugli andamenti di bilancio a medio e lungo termine, malgrado la maggiore incertezza che inevitabilmente le caratterizza rispetto agli esercizi a breve termine.

Gli Stati membri dell'UE hanno compiuto significativi passi avanti nell'armonizzazione delle statistiche sui conti pubblici fornite due volte l'anno nel contesto delle notifiche richieste ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi, nonché negli aggiornamenti annuali dei programmi di stabilità e di convergenza. L'armonizzazione procede, intanto, anche in altri settori, ad esempio quello dei dati trimestrali sulla finanza pubblica. Tuttavia, malgrado i progressi osservati, misure *una tantum*, episodi di finanza creativa, ipotesi di crescita eccessivamente ottimistiche e persino segnalazioni statistiche inesatte occultano talvolta gli andamenti di bilancio sottostanti. Inoltre, le previsioni di finanza pubblica a lungo termine, che compaiono nei programmi di stabilità e di convergenza, non sono sempre pienamente trasparenti e comparabili.

Sebbene il rispetto delle condizioni concernenti l'accesso delle amministrazioni pubbliche ai mercati dei capitali, il divieto di salvataggio fi-

nanziario e la disponibilità di adeguate informazioni sui conti nazionali agevolino l'esercizio della disciplina di mercato sui governi dei paesi dell'UE, ciò potrebbe non essere sufficiente a stimolare un'opportuna risposta da parte dei mercati finanziari. I mercati potrebbero, infatti, mostrare una reazione contenuta al deterioramento progressivo dei conti pubblici se il disavanzo e il debito si collocano in specifici intervalli di valori, ma rispondere in modo accentuato e improvviso al verificarsi di un "evento scatenante", quale la decisione di un'agenzia specializzata di declassare i titoli di debito del paese o un generale cambiamento della propensione al rischio. Se da un lato un incremento dei tassi di interesse a seguito di un evento scatenante contribuisce a un effetto di disciplina sulle amministrazioni pubbliche, dall'altro bruschi mutamenti delle condizioni finanziarie possono comportare oneri elevati sul piano macroeconomico. I costi di finanziamento potrebbero aumentare anche per altri emittenti (privati), poiché i tassi di interesse sul debito pubblico costituiscono il parametro di riferimento per i tassi ai quali le imprese possono raccogliere fondi sui mercati dei capitali. Inoltre, lo Stato potrebbe essere costretto ad assumere misure drastiche per ristabilire la fiducia e rovesciare le condizioni di finanziamento sfavorevoli. Un'evoluzione più graduale dei tassi di interesse, che fosse pienamente coerente con la sostenibilità dei conti nazionali in ogni momento, fornirebbe un segnale di allerta più continuo alle amministrazioni pubbliche. In questo modo si amplierebbe il margine per misure di risanamento tese a un miglioramento qualitativo dei conti pubblici, senza ripercussioni negative sul piano economico o finanziario.

Anche se i tassi di interesse evolvono in modo tempestivo e pienamente orientato alla sostenibilità dei conti pubblici, è comunque essenziale che i governi comprendano la necessità di reagire efficacemente ai segnali di mercato. Un aumento dei tassi di interesse dovrebbe convincere lo Stato ad affrontare i timori riguardo alla sostenibilità migliorando i saldi di bilancio correnti e/o futuri, attraverso un'intensificazione della pressione fiscale o una riduzione della spesa. Tuttavia, considerazioni di breve perio-

do o determinate procedure di bilancio possono indurre le amministrazioni pubbliche a ignorare i segnali dei mercati finanziari, o quanto meno a rinviare l'adozione dei provvedimenti necessari. Le misure di risanamento possono, infatti, avere effetti negativi sul reddito dei cittadini (o di determinati gruppi), tali da spingere i governi a differirne l'attuazione. La prossimità alle elezioni tende a ritardare il risanamento, poiché l'azione in tal senso rischia di rendere l'eletturato meno incline a riconfermare il partito al governo. La tempistica e l'entità della risposta alla situazione di bilancio dipende anche dalle caratteristiche delle istituzioni nazionali. Gli studi econometrici sui fattori alla base delle politiche di bilancio comprovano, in generale, che i governi si adoperano per migliorare i conti pubblici quando il rapporto debito/PIL e i tassi di interesse sono elevati, mentre tendono a mostrare reazioni modeste in altre circostanze.

Le politiche di gestione del debito svolgono un ruolo importante nel determinare la rapidità e la portata degli effetti dei tassi di interesse sulla finanza pubblica. La sensibilità della spesa per interessi del settore pubblico alle variazioni dei tassi è connessa con il livello del debito, la sua scadenza e la quota di titoli a più lungo termine a tasso variabile (che richiedono una regolare revisione dei pagamenti per interessi in linea con i tassi correnti) o per i quali il flusso di pagamenti fissi è scambiato con pagamenti variabili mediante *swap* su tassi di interesse. Per quanto riguarda la scadenza del debito, l'emissione di strumenti a lungo termine a tasso fisso isola in ampia misura i conti pubblici dalle oscillazioni dei tassi a breve, ma comporta di solito costi più elevati rispetto a questi ultimi, data l'inclinazione positiva della curva dei rendimenti. L'emissione di strumenti di debito a breve termine accresce, d'altra parte, i rischi di rifinanziamento e genera maggiore volatilità dei pagamenti per interessi.

Le amministrazioni pubbliche si sono avvalse del calo dei tassi di interesse a lungo termine nella fase che ha preceduto l'unione monetaria e delle aspettative di stabilità dei prezzi per migliorare la gestione della propria spesa per inte-

**Tavola 1 Caratteristiche del debito dei governi dell'area dell'euro, 1999-2004**

(percentuale del debito totale, salvo diversa indicazione)

	Debito delle amministrazioni pubbliche (percentuale del PIL)	Titoli di stato	Debito a tasso fisso con una scadenza iniziale superiore ad un anno	Debito detenuto da non residenti	Debito emesso in valute diverse dall'euro
1999	72,4	76,7	81,9	31,9	2,8
2000	69,9	77,5	83,5	36,0	2,6
2001	68,6	78,4	84,7	38,0	2,2
2002	68,5	79,4	83,9	41,6	1,9
2003	69,8	79,9	84,0	43,4	1,4
2004	70,2	80,5	84,5	44,5	1,4

Fonte: BCE.

ressi. Dopo l'introduzione della moneta unica, l'area dell'euro nel suo insieme ha registrato un leggero incremento della quota del debito a tasso fisso con scadenza originaria superiore a un anno sul totale del debito (cfr. tavola 1). Parallelamente, in diversi paesi dell'area la quota dei titoli di debito a tasso variabile appare in diminuzione dal 1999. Una proporzione crescente del debito pubblico dei vari paesi è detenuta oltre i confini nazionali, mentre la quota del debito denominata in valuta estera si è ridotta in seguito all'introduzione dell'euro<sup>2)</sup>.

Una lieve diminuzione dei livelli del debito dopo l'introduzione dell'euro e l'allungamento delle scadenze hanno reso i pagamenti per interessi sul debito pubblico leggermente meno sensibili alle variazioni dei tassi di interesse nella maggior parte dei paesi. Le stime suggeriscono che un rialzo di un punto percentuale dei tassi di interesse a breve e a lungo termine avrebbe un impatto meccanico sui pagamenti netti per interessi delle amministrazioni pubbliche dei paesi dell'area dell'euro pari a circa lo 0,1 per cento del PIL in media dopo un anno e lo 0,3 per cento dopo due anni.

In sintesi, sebbene le condizioni tecniche per la disciplina di mercato siano ampiamente realizzate all'interno dell'UEM, è possibile che i mercati finanziari e le amministrazioni pubbliche rispondano con una certa inerzia. Le reazioni orientate alla sostenibilità dei conti nazionali possono, quindi, essere ritardate oltre la soglia di cautela in una prospettiva di lungo periodo.

Appare, pertanto, indispensabile applicare con determinazione le regole di bilancio, dato anche il maggiore rischio di ripercussioni transfrontaliere a seguito della mancanza di disciplina all'interno di un paese.

### 3 DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO SUI TITOLI E ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NELL'AREA DELL'EURO

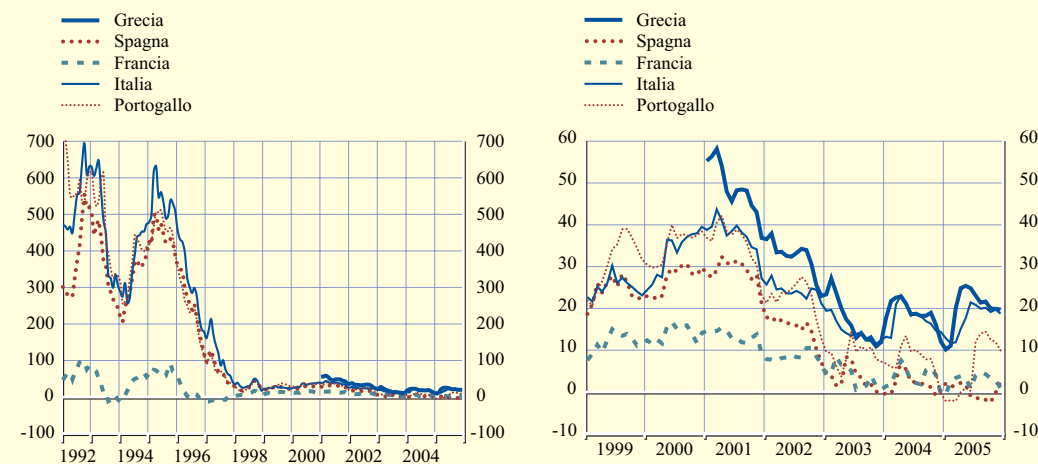
Questa sezione esamina gli andamenti del mercato dei titoli di Stato dell'area dell'euro registrati negli ultimi anni e le relative connessioni con l'evoluzione della finanza pubblica. Segue una breve presentazione della letteratura economica sull'argomento.

La figura 1 mostra l'andamento dei tassi di interesse sui titoli di Stato a dieci anni emessi in un gruppo di paesi rispetto a quelli tedeschi, assunti come termine di riferimento per il mercato europeo dei titoli a lungo termine. Diversi fattori hanno contribuito alla diminuzione dei differenziali nella seconda metà degli anni novanta. Il più importante in assoluto consiste nella progressiva eliminazione del premio per il rischio di cambio. Non dovrebbe, quindi, destare particolare sorpresa il fatto che i differenziali

2) Per ulteriori informazioni sull'evoluzione della gestione del debito nell'area dell'euro si veda G. Wolswijk e J. de Haan, *Government debt management in the euro area - recent theoretical developments and changes in practices*, Occasional Paper della BCE n. 25, marzo 2005.

Figura 1 Differenziali di interesse rispetto alla Germania sui titoli a 10 anni

(punti base; dati mensili)



Fonti: dati nazionali, Reuters, ed elaborazioni della BCE.

fra i tassi di interesse corrisposti attualmente da diversi paesi dell'area dell'euro rappresentino soltanto una frazione di quelli registrati nella prima metà degli anni novanta. Inoltre, avendo dovuto rinunciare al pieno controllo della politica monetaria, gli Stati non possono più rimborsare il debito mediante monetizzazione da parte della banca centrale ("operazione di salvataggio di natura monetaria"). Ciò dovrebbe avere ridotto il premio per il rischio di inflazione, pur esercitando un possibile effetto al rialzo su quello associato al rischio di credito, per compensare la minore disponibilità di strumenti a tutela dall'insolvenza. I cambiamenti nelle procedure di gestione del debito, ad esempio l'armonizzazione delle convenzioni di emissione, un impegno costante nel migliorare la liquidità dei mercati secondari e il ricorso agli operatori primari per la distribuzione dei titoli di Stato, potrebbero avere altresì contribuito a restringere i differenziali, al pari dell'allungamento delle scadenze del debito osservato in diversi paesi.

I differenziali di interesse hanno registrato un'ulteriore lieve diminuzione in seguito all'introduzione dell'euro (cfr. figura 1) e, malgrado un leggero incremento per alcuni paesi, si sono

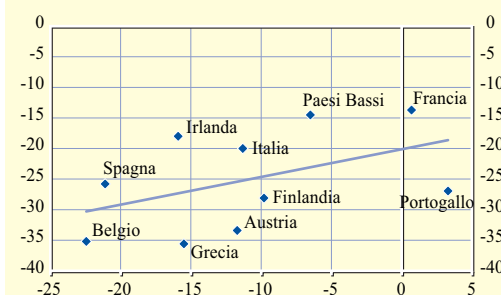
mantenuti pressoché stabili nella maggior parte dei casi fino agli inizi del 2001, quando hanno assunto una tendenza decrescente. Nel corso del 2005 si è di nuovo riscontrato un certo aumento in Grecia, Italia e Portogallo.

Gli aspetti di finanza pubblica possono avere parzialmente inciso sull'osservata contrazione dei differenziali. Il disavanzo medio dell'area dell'euro è diminuito dal 5,0 per cento del PIL nel 1995 allo 0,9 per cento nel 2000, ma si è successivamente riportato su livelli più elevati (2,9 per cento nel 2005). Il rapporto debito pubblico/PIL si è ridotto in media dal 73,5 per cento nel 1995 al 68,5 per cento nel 2002, per poi riprendere tuttavia a crescere e collocarsi al 71,7 per cento nel 2005. Negli ultimi anni si è, pertanto, registrato un peggioramento delle finanze pubbliche, con cinque paesi dell'area dell'euro in una situazione di disavanzo eccessivo alla fine del 2005 (Germania, Grecia, Francia, Italia e Portogallo).

La figura 2 dà un'idea generale della misura in cui le variazioni dei differenziali di interesse siano riconducibili all'andamento dei conti pubblici, confrontando le variazioni dei differenziali osservati rispetto ai titoli di Stato tede-

**Figura 2** Variazioni nel rapporto debito-PIL rispetto alla Germania<sup>1)</sup> e variazioni dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania, 2001-05

(asse delle x: punti percentuali; asse delle y: punti base)



Fonti: Commissione europea, Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 1) Asse delle x: differenza tra la variazione del rapporto debito-PIL e la variazione del rapporto debito-PIL in Germania nel periodo 2001-05 (i dati per il 2005 si riferiscono alle previsioni della commissione europea dell'autunno 2005). Asse delle y: variazione del differenziale di rendimento rispetto ai titoli di stato decennali tedeschi tra gennaio 2001 e dicembre 2005.

schi a dieci anni con l'evoluzione del rapporto debito pubblico/PIL in relazione a quello della Germania fra il 2001 e il 2005. Ad esempio, la diminuzione del rapporto debito/PIL registrata in Belgio in tale periodo ha superato di 22 punti percentuali la variazione corrispondente rilevata per la Germania, mentre il differenziale di interesse fra i titoli di Stato a dieci anni dei due paesi si è ridotto di 35 punti base.

L'inclinazione positiva della curva nella figura 2, ottenuta con una regressione semplice, indica di fatto che i miglioramenti del rapporto debito pubblico/PIL di un paese rispetto a quello tedesco sono accompagnati da una diminuzione dei differenziali di interesse nei confronti della Germania.

Le statistiche relative ai tassi sui credit default swap possono fornire informazioni utili per quanto concerne specificamente il premio per il rischio di insolvenza contenuto nei tassi di interesse corrisposti dalle amministrazioni pubbliche, che fra tutti è quello più strettamente connesso con il concetto di disciplina di mercato<sup>3)</sup>. Questi tassi swap offrono una misura del rischio di insolvenza in termini assoluti, consentendo di aggirare il problema delle variazioni del merito di credito del paese di riferimento. Tut-

tavia, tale impostazione presenta anche chiari limiti: una scarsa liquidità di mercato comporta l'impossibilità di ottenere dati per tutti i paesi dell'area dell'euro, mentre un modesto volume di scambi riduce il contenuto informativo dei tassi swap di cui si dispone. La mancanza di informazioni affidabili prima del 2004 non consente una valutazione in una prospettiva a più lungo termine.

Per il periodo coperto dai dati (da gennaio 2004 a dicembre 2005) i differenziali sui *credit default swap* mostrano un'evoluzione simile a quella dei differenziali di interesse, denotando un alto grado di coerenza fra i due mercati (cfr. figura 3). Alcuni differenziali di *swap* sono notevolmente aumentati nel secondo trimestre del 2005, per poi mantenersi su livelli più elevati. Tale evoluzione è in linea con i nuovi dati relativi al peggioramento dei conti pubblici in determinati paesi, con le misure adottate nei confronti di alcuni nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi e con le valutazioni negative delle agenzie di *rating*. La figura mostra, inoltre, che negli ultimi tempi il differenziale sui *credit default swap* della Germania è risultato leggermente superiore a quello della Francia. Ciò potrebbe indicare che la diminuzione dei differenziali di interesse rispetto alla Germania, quale paese di riferimento, è in parte ascrivibile al peggioramento relativo delle finanze pubbliche tedesche.

I differenziali di rendimento potrebbero essere anche influenzati dalle caratteristiche dei mercati dei titoli dell'area dell'euro, tuttora diverse da un

3) Nei contratti di *credit default swap* (CDS) il venditore di protezione promette di acquistare l'obbligazione di riferimento al suo valore di parità al verificarsi di un evento creditizio predefinito. In cambio, l'acquirente di protezione effettua pagamenti periodici al venditore fino allo scadere del CDS o al verificarsi dell'evento creditizio. I pagamenti periodici sono stabiliti in percentuale del valore del contratto sottostante. Questo tasso, misurato in termini annualizzati e in punti base, è denominato differenziale del CDS. In teoria, il differenziale dei CDS dovrebbe essere approssimativamente uguale al differenziale di rendimento fra l'obbligazione di riferimento e un'obbligazione priva di rischi. Per maggiori informazioni si veda il riquadro *Andamento recente dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino.

Tavola 2 Scarti denaro-lettera sui titoli di stato a lungo termine

(in percentuale del prezzo del titolo; medie annuali)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Belgio	9,9	9,6	7,6	6,8	7,7	6,3	5,3
Germania	6,1	6,2	6,3	6,0	5,5	4,6	5,6
Grecia	-	-	10,9	9,3	7,0	5,8	6,1
Spagna	8,6	8,6	7,3	6,9	6,6	5,3	4,6
Francia	10,4	9,6	6,9	6,8	6,5	4,3	5,5
Italia	-	-	-	6,5	6,2	5,2	4,4
Paesi Bassi	9,6	9,4	6,7	6,5	6,7	6,4	4,6
Austria	10,3	9,9	9,1	8,6	7,4	5,0	4,7
Portogallo	13,9	9,7	8,1	7,1	7,5	7,6	5,3

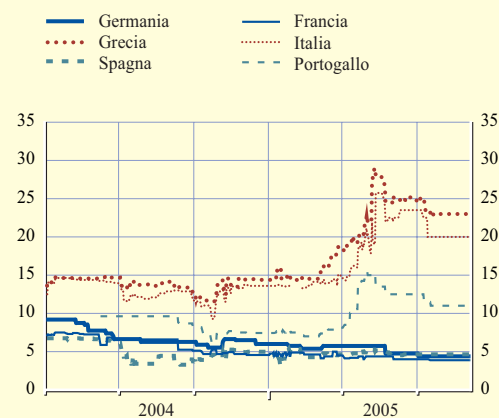
Fonte: Reuters.

paese all'altro (fra queste, ad esempio, il contesto istituzionale e di regolamentazione nazionale e la normativa fiscale), nonché dalla predilezione degli investitori per le attività emesse nel proprio paese. La liquidità dei titoli di Stato è un altro fattore che

potrebbe aiutare a spiegare la variabilità osservata fra i differenziali. La tavola 2 mostra che gli scarti denaro-lettera, un indicatore della liquidità, si sono ridotti dal 1999 e ora si collocano su livelli sostanzialmente comparabili fra i vari paesi. Gli andamenti che potrebbero aver contribuito a tale contrazione includono la pubblicazione dei calendari delle aste e lo sviluppo delle borse elettroniche paneuropee per i titoli di debito.

Figura 3 Differenziali fra i tassi impliciti nei *credit default swap* per alcuni paesi dell'area dell'euro

(punti base)



Fonte: Agenzia del tesoro dello Stato Olandese e Bloomberg.

Sebbene questi dati statistici forniscano un'indicazione degli effetti della politica di bilancio sui tassi di interesse, per una valutazione complessiva è necessario affidarsi all'analisi econometrica. La maggior parte degli studi empirici condotti in tale ambito evidenzia aspetti di finanza pubblica che incidono sui tassi di interesse, sebbene l'effetto non sia in genere molto marcato (cfr. riquadro 1), quanto meno a fronte di rapporti disavanzo/PIL e debito/PIL bassi o moderati. La non linearità del comportamento dei mercati potrebbe determinare una scarsa reazione fino a un certo livello del disavanzo e del debito e il suo rapido intensificarsi oltre una certa soglia dei dati di bilancio.

## Riquadro 1

## STUDI SUL COLLEGAMENTO FRA LE POLITICHE DI BILANCIO E I TASSI DI INTERESSE NELL'AREA DELL'EURO

Il collegamento fra la finanza pubblica e i differenziali di interesse è ampiamente analizzato nella letteratura empirica. Tuttavia, numerosi studi si incentrano su altre economie, in particolare sugli Stati Uniti, le cui caratteristiche non consentono una trasposizione meccanica dei risultati alla situazione dell'area dell'euro. Negli USA, gli Stati o le municipalità sono spesso soggetti a

restrizioni per quanto concerne l'aumento della pressione fiscale (occorre ad esempio l'approvazione dell'elettorato o la maggioranza qualificata in parlamento), la legislazione contiene di solito limiti formali all'indebitamento pubblico e la mobilità dei fattori produttivi, essendo molto più accentuata, rende più difficile per le amministrazioni pubbliche incrementare l'onere fiscale al fine di sopperire alla necessità di fondi. Dati questi fattori, gli Stati Uniti presentano differenziali di interesse più ampi di quelli osservati nei paesi dell'area dell'euro. In teoria, gli studi sul contesto europeo dovrebbero considerare anche i diversi assetti istituzionali e di mercato derivati dal Trattato di Maastricht e dall'introduzione dell'euro, quali l'eliminazione delle valute nazionali, la crescente integrazione dei mercati finanziari e il divieto di salvataggio finanziario.

Il confronto fra i risultati degli studi sull'argomento è ostacolato dalle differenze in termini di periodi e paesi considerati, nonché nelle metodologie impiegate (ad esempio modelli macroeconomici, modelli autoregressivi vettoriali, equazioni singole) e nella frequenza dei dati (da giornalieri ad annuali). Si riscontra, inoltre, una notevole varietà nella specificazione delle variabili di finanza pubblica. I rapporti fra il disavanzo pubblico, il debito e/o la spesa per interessi e il PIL sono utilizzati per spiegare l'evoluzione dei tassi. L'inclusione del disavanzo può essere motivata poiché questo incide sull'importo netto annuo per il quale le amministrazioni pubbliche devono indebitarsi, mentre i livelli del debito dovrebbero costituire indicatori più adeguati per la valutazione dell'impatto delle politiche di bilancio sul premio per il rischio di insolvenza. La spesa per interessi come percentuale delle entrate pubbliche presenta un certo grado di similitudine con il rapporto tra oneri per il servizio del debito e flusso di cassa netto, comune nella finanza aziendale. Le interazioni fra le variabili del disavanzo e del debito sono incluse poiché si ritiene che i disavanzi sono significativi per i tassi di interesse soltanto a fronte di livelli già elevati del debito. La specificazione quadratica delle variabili di finanza pubblica è stata introdotta in alcuni studi sulla base del fatto che le reazioni dei mercati finanziari potrebbero essere non lineari, ossia contenute quando i disavanzi e il debito aumentano a partire da bassi livelli e maggiormente pronunciate una volta raggiunti valori più elevati. La visione orientata al futuro che caratterizza i mercati finanziari ha altresì indotto i ricercatori a considerare come determinanti dei tassi di interesse il disavanzo e il debito attesi, anziché quelli osservati *ex post*. L'adozione di specificazioni così ampiamente diverse è in parte riconducibile al limitato uso di modelli formali nell'ambito di tale letteratura.

Vi è, inoltre, una notevole varietà per quanto concerne altri fattori inclusi come variabili esplicative. Talvolta si considerano fattori ciclici, sulla base dell'attesa che i differenziali possano aumentare nelle fasi congiunturali negative. Alcuni studi presentano un indicatore della propensione/avversione al rischio, sostenendo che condizioni altrimenti simili della finanza pubblica potrebbero stimolare reazioni diverse da parte dei mercati a seconda della disponibilità ad assumere rischi. Nei periodi di maggiore incertezza o di crisi finanziaria gli investitori cercano forme di investimento liquide e sicure, in genere titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche di grandi paesi.

La vasta maggioranza degli studi riscontra evidenze di un effetto statisticamente significativo, seppure in genere modesto, del disavanzo e/o del debito pubblico sui differenziali di interesse per i paesi dell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Sebbene le differenze nelle metodologie utilizzate e nei paesi e

1) Per una visione generale degli effetti del tasso di interesse sui saldi di bilancio, si segnalano gli studi prodotti dall'OCSE (A.-M. Brook, *Recent and prospective trends in real long-term interest rates: Fiscal policy and other drivers*, Economics Department Working Paper n. 367, settembre 2003) e dalla Commissione europea (*Le finanze pubbliche nell'UEM*, 2004).

periodi considerati richiedano notevole cautela, la letteratura econometrica disponibile indica, grosso modo, che un aumento del disavanzo di un paese dell'area dell'euro pari a un punto percentuale del PIL rispetto al disavanzo della Germania accresce di 15-35 punti base il suo differenziale nei confronti dei titoli tedeschi a dieci anni. Gli effetti del rapporto debito/PIL sui differenziali di interesse sono di solito molto più contenuti. Bernoth, von Hagen e Schuknecht (2004) hanno esaminato i differenziali di rendimento di una selezione di paesi rispetto alla Germania e agli Stati Uniti, con una correzione per tenere conto degli andamenti del cambio. La loro conclusione è che gli effetti della finanza pubblica sui premi per il rischio di insolvenza non si sono attenuati con la creazione dell'UEM e ciò indica una maggiore incidenza del servizio del debito sui differenziali di interesse <sup>2)</sup>. Un'altra impostazione, adottata da Afonso e Strauch (2004), è caratterizzata dall'uso di dati ad elevata frequenza. Gli autori considerano le reazioni dei mercati registrate nel 2002, in seguito alla notizia di un peggioramento delle finanze pubbliche in una serie di paesi, giungendo alla conclusione che alcuni eventi specifici hanno influenzato in modo temporaneo e limitato i differenziali impliciti negli *swap* giornalieri su tassi di interesse, ma senza produrre effetti pronunciati né persistenti <sup>3)</sup>.

2) K. Bernoth, J. von Hagen e L. Schuknecht, *Sovereign risk premia in the European Government bond market*, Working Paper della BCE n. 369, giugno 2004.

3) A. Afonso e R. Strauch, *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*, Working Paper della BCE n. 303, febbraio 2004.

#### 4 INCIDENZA DI FATTORI NON LEGATI ALLA FINANZA PUBBLICA SUI DIFFERENZIALI DI INTERESSE

Sebbene gli indicatori dei mercati finanziari (differenziali di interesse e tassi sui *credit default swap*) e gli studi econometrici confermino, in generale, che livelli più elevati del disavanzo e del debito pubblico si traducono in un aumento dei tassi di interesse, la presenza di differenziali modesti fra emittenti sovrani dell'area dell'euro coesiste attualmente con una considerevole divergenza fra i saldi di bilancio e fra i rapporti debito/PIL. La situazione può essere in parte ascrivibile agli effetti di alcuni fattori non legati alla finanza pubblica, che finora non sono stati trattati in questa sede. La presente sezione illustra un insieme di aspetti rilevati dagli operatori dei mercati finanziari; l'elenco non è completo né riflette l'ordine di importanza dei fattori.

Prima di passare all'analisi, va menzionato che la diminuzione dei differenziali di interesse non si limita al mercato dei titoli di emittenti sovrani dell'area dell'euro. Come mostra la figura 4, i differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie si sono ridotti alla fine del 2001 e, in

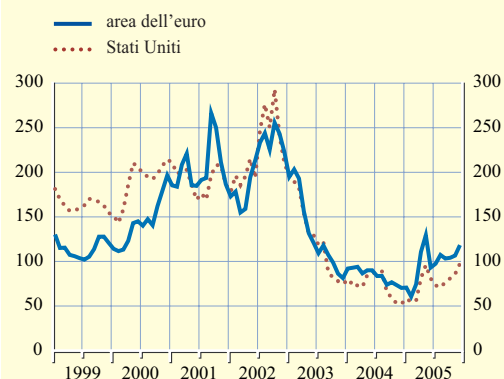
misura più significativa, dal 2003 fino agli inizi del 2005. Anche le economie emergenti sono caratterizzate da un profilo simile.

#### BASSO LIVELLO DEI TASSI DI INTERESSE A LUNGO TERMINE

Il livello storicamente molto basso del tasso di interesse medio a lungo termine, che si registra attualmente nell'area dell'euro, influenza i dif-

Figura 4 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie con rating BBB nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(dati mensili; punti base)



Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.



ferenziali di interesse. Per ottenere margini più elevati, gli operatori dei mercati finanziari investono in titoli di Stato che offrono rendimenti leggermente superiori.

#### **MODIFICHE NELLA REGOLAMENTAZIONE PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**

Anche i cambiamenti nella regolamentazione possono incidere sui differenziali di interesse, nella misura in cui la domanda degli investitori è rivolta ai titoli di Stato con un rendimento leggermente più alto. Gli investitori istituzionali, quali i fondi pensione e le società di assicurazione, sono importanti operatori dei mercati dei capitali, le cui ricomposizioni di portafoglio possono avere un impatto notevole sull'evoluzione dei tassi di interesse. Al momento questi sono interessati da una serie di modifiche nella regolamentazione, che potrebbero avere un effetto profondo sulle condizioni finanziarie nell'area dell'euro.

In taluni paesi sono state recentemente proposte nuove norme in materia di valutazione delle poste di bilancio a scopo di vigilanza. Alcuni Stati prevedono di cambiare la base di valutazione delle passività relative ai fondi pensione passando da tassi di interesse (semi) fissi ai tassi di mercato. Ad esempio, a partire dal 2007 i Paesi Bassi, lo Stato dell'area dell'euro con la maggiore quota di attività accumulate a scopo pensionistico in percentuale del PIL (circa il 94 per cento), valuteranno le passività dei fondi pensione sulla base di un tasso di interesse di mercato a lungo termine anziché di un tasso di sconto fisso del 4 per cento. Anche presso le società di assicurazione inizia ad affermarsi una tendenza analoga. Tale modifica rende il lato del passivo considerevolmente più volatile per questi investitori. Di conseguenza, i fondi pensione e le società di assicurazione hanno avviato un riorientamento strategico dei *benchmark* per le attività, tendendo a mostrare una maggiore propensione per i titoli (a lungo termine) e per la copertura dei rischi sulle posizioni passive mediante *swap*, allo scopo di ridurre lo "sfasamento delle durate" (passività con scadenze molto più lunghe rispetto alle attività, per cui le variazioni dei tassi di interesse incidono maggiormente sulle prime) e di limitare il rischio di obiezioni da parte delle autorità di vigilanza.

L'introduzione degli standard contabili internazionali (International Accounting Standards, IAS) per le società quotate dell'UE, nel 2005, rappresenta un altro cambiamento della regolamentazione con un impatto sugli investitori istituzionali. I nuovi standard richiedono che le plusvalenze e le minusvalenze realizzate e non realizzate confluiscono entrambe nel conto economico delle imprese. Pertanto, se queste ultime prevedono una minusvalenza relativa al fondo pensioni, devono costituire un accantonamento in bilancio. Le imprese cercano di attenuare l'impatto della volatilità dei fondi pensione sui profitti. Fra le misure contemplate a tal fine figura l'investimento di una più ampia parte delle attività del fondo pensioni in titoli a lungo termine, per contenere la volatilità di bilancio riducendo lo sfasamento delle durate.

I fattori citati hanno contribuito a una consistente ricomposizione dei portafogli da parte degli investitori istituzionali, con uno spostamento di fondi dai titoli azionari a quelli obbligazionari. Fra dicembre 2000 e marzo 2005 i fondi pensione e le società di assicurazione dell'area dell'euro hanno investito 535 miliardi di euro in titoli obbligazionari, che includono titoli di Stato dell'area dell'euro ma anche obbligazioni societarie e titoli pubblici emessi in paesi non appartenenti all'area. Ciò equivale a un incremento di circa 7½ punti percentuali della quota dei titoli obbligazionari sul totale delle attività detenute da questi investitori, principalmente riconducibile a una diminuzione della quota azionaria e di quella in prestiti. Per una visione in prospettiva si consideri che gli acquisti di titoli obbligazionari da parte dei fondi pensione e delle società di assicurazione nel periodo in esame rappresentano il 6½ per cento del PIL dell'area dell'euro, a fronte di un disavanzo cumulato di bilancio del 10 per cento per l'area dell'euro nel periodo 2001-2004. Sebbene non siano disponibili informazioni dettagliate sulla tipologia di titoli obbligazionari acquistati, l'evidenza aneddotica suggerisce che i titoli di Stato a più alto rendimento potrebbero avere maggiormente beneficiato della ricomposizione, contribuendo a una contrazione dei differenziali di interesse. I fattori a sostegno di tale evoluzione includono

la “ricerca di rendimento” a fronte del livello attualmente modesto dei tassi di interesse e la carenza di capitalizzazione in alcuni sistemi pensionistici, nonché un’offerta limitata, seppure crescente, di titoli di Stato a lunghissimo termine.

### POLITICA DELL’EUROSISTEMA IN MATERIA DI GARANZIE

Alcuni osservatori hanno argomentato che la politica dell’Eurosistema in materia di garanzie, che definisce le attività accettate da quest’ultimo come garanzia a fronte del credito erogato alle IFM, contribuisce a ridurre i differenziali di interesse. Si sostiene che l’Eurosistema non operi una sufficiente diversificazione fra i titoli pubblici dell’area dell’euro e che, trattando tutti i titoli di Stato alla stessa stregua, favorisca quelli degli emittenti con merito di credito inferiore, concorrendo a mantenere differenziali di interesse modesti.

Senza approfondire l’analisi di questa politica, va rilevato che l’Eurosistema ha adottato una serie di misure di contenimento dei rischi per tutelarsi da possibili perdite finanziarie. Tali misure, che si applicano ugualmente alle garanzie pubbliche e private, tengono pienamente conto delle valutazioni dei mercati finanziari. In primo luogo, l’ammissibilità delle attività offerte dalla IFM come garanzia è subordinata al rispetto di una serie di criteri, fra i quali un’elevata qualità creditizia sulla base delle valutazioni delle prin-

cipali agenzie specializzate. La soglia minima di *rating* corrisponde ad A- di Standard and Poor’s e Fitch Ratings e A3 di Moody’s. In secondo luogo, gli strumenti forniti come garanzia all’Eurosistema sono valutati giornalmente ai prezzi di mercato. Pertanto, una modifica nella valutazione di un’amministrazione pubblica da parte del settore privato che ne causi il deprezzamento dei titoli ridurrà il valore di questi ultimi in quanto garanzie. Le IFM dovranno, quindi, stanziare ulteriori attività a fronte di un determinato finanziamento da parte della banca centrale.

Un’implicazione della tesi secondo cui il sistema delle garanzie dell’Eurosistema contribuirebbe ad assottigliare i differenziali di interesse è che i titoli di Stato con merito di credito inferiore dovrebbero essere eccessivamente rappresentati sul totale delle attività utilizzate come garanzia nelle operazioni di politica monetaria dell’Eurosistema: il ricorso ai titoli con *rating* più alto dovrebbe essere più frequente nelle operazioni di mercato del settore privato, mentre i titoli di debito con *rating* più basso dovrebbero essere impiegati più spesso come garanzia per il credito della banca centrale. Il riquadro 2 presenta alcune informazioni statistiche sulla costituzione delle garanzie, da cui emerge che i titoli di Stato dei paesi con merito di credito inferiore sono sottorappresentati rispetto alla loro quota sul totale delle garanzie del settore pubblico e privato e che sono proporzionalmente rappresentati rispetto a quella sul totale delle garanzie del settore pubblico.

#### Riquadro 2

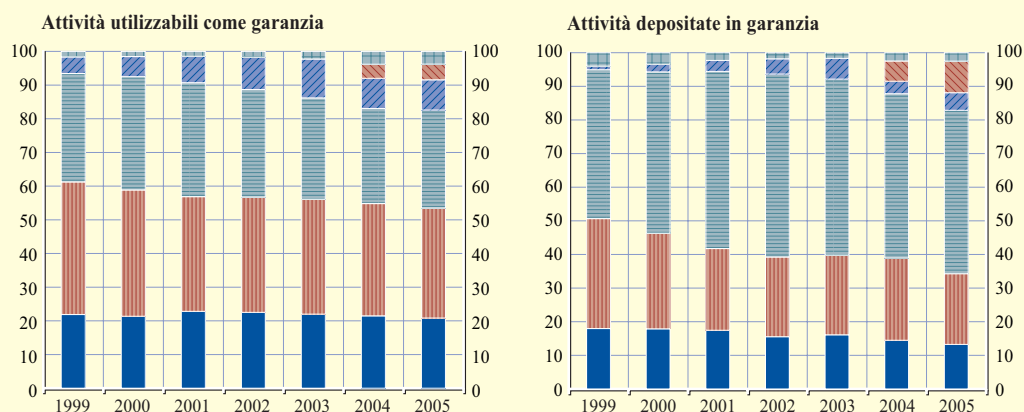
### UTILIZZO DEI TITOLI DI DEBITO PUBBLICO COME GARANZIA NELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO DELL’EUROSISTEMA

L’articolo 18.1 dello Statuto del SEBC prevede che tutte le operazioni di finanziamento dell’Eurosistema (ossia operazioni di mercato aperto per l’immissione di liquidità ed erogazione di credito infragiornaliero) siano effettuate a fronte di garanzie adeguate. Per tutelarsi dal rischio di perdite, l’Eurosistema ha definito particolari criteri di idoneità che le attività stanziabili come garanzia devono soddisfare; un elenco di queste ultime è pubblicato giornalmente nel sito Internet della BCE. Viene accettata una gamma molto ampia di attività, non solo strumenti di debito pubblico dell’area dell’euro ma anche numerose altre tipologie di strumenti di debito denominati in euro, emessi dalle amministrazioni pubbliche di altri paesi e dal settore privato (quali obbligazioni bancarie e societarie e titoli garantiti da attività). Nel 2005 l’ammontare complessivo

## Attività utilizzabili come garanzia nelle operazioni di finanziamento dell'Eurosistema e quantità depositate in garanzia, per settore emittente

(in percentuale del totale)

■ governi con un *rating* più basso<sup>1)</sup>     ▨ imprese  
■ altri governi     ▨ titoli garantiti da attività  
■ istituzioni creditizie     ▨ altro



Fonte: BCE.

Nota: i dati per il 2005 si riferiscono ai primi tre trimestri dell'anno.

1) Belgio, Grecia, Italia, Portogallo.

delle attività utilizzabili come garanzia era pari a circa 8.200 miliardi di euro<sup>1)</sup>, rappresentati per il 54 per cento (ossia 4.400 miliardi di euro) dal debito delle amministrazioni pubbliche degli Stati membri dell'UE (cfr. la figura); il debito pubblico dei quattro paesi dell'area dell'euro ai quali nessuna delle tre agenzie internazionali specializzate aveva assegnato rating AAA (Belgio, Grecia, Italia e Portogallo) corrispondeva al 21 per cento del totale delle garanzie disponibili in essere (ossia al 39 per cento di quelle costituite da titoli del debito pubblico). La rimanente quota del 46 per cento consisteva per la maggior parte di strumenti di debito emessi dal settore privato: obbligazioni garantite e non garantite emesse da enti creditizi (30 per cento), obbligazioni societarie (8 per cento) e titoli garantiti da attività (5 per cento). Il resto era, infine, rappresentato da strumenti di altri emittenti, quali organizzazioni sovranazionali.

Nel corso del 2005 le garanzie depositate per le operazioni di finanziamento dell'Eurosistema ammontavano in media a 853 miliardi di euro, circa il 10 per cento dell'importo totale delle attività idonee. I titoli di Stato costituivano il 34 per cento di tali garanzie (cfr. la figura). Se si assume come termine di riferimento la quota dei titoli di Stato sul totale delle attività idonee, questi appaiono sottorappresentati di 20 punti percentuali. I titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche dei quattro paesi con merito di credito inferiore, pari al 21 per cento delle garanzie totali disponibili nel 2005, corrispondono appena al 13 per cento di quelle depositate per le operazioni di finanziamento e sono, pertanto, sottorappresentate di 8 punti percentuali. Inoltre, i dati degli ultimi sei anni mostrano una tendenza a sostituire i titoli di Stato, inclusi quelli degli emittenti con *rating* più basso, con strumenti emessi dal settore privato. La contrazione più marcata si è osservata nel periodo 1999-2002, quando la quota dei titoli di Stato depositati come garanzia si

1) Tutti i dati relativi alle attività disponibili e depositate come garanzia si riferiscono a medie annuali. Per il 2005 il calcolo si basa soltanto sui primi tre trimestri.

è ridotta dal 50 al 39 per cento; fra il 2002 e il 2004 si è invece mantenuta relativamente stabile, per poi registrare un'ulteriore diminuzione nel 2005. Parallelamente, è incrementato il ricorso agli emittenti del settore privato. La quota dei titoli garantiti da attività è aumentata, ad esempio, da un livello prossimo allo zero nel 1999 al 9 per cento nel 2005. L'uso di queste attività risulta, quindi, sproporzionato rispetto al loro importo nominale in essere.

Pertanto, contrariamente alle argomentazioni di alcuni commentatori, non vi sono evidenze indicanti che i titoli di Stato dei paesi con merito di credito inferiore siano eccessivamente rappresentati. I dati suggeriscono, di fatto, l'opposto. Inoltre, se si considerano esclusivamente i titoli emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro depositati mediamente come garanzia nel 2005, per un ammontare di 291 miliardi di euro, i quattro paesi con *rating* interiore rappresentano il 39 per cento del totale. Poiché anche i titoli emessi da tali paesi equivalgono al 39 per cento del totale del debito disponibile delle amministrazioni centrali, ciò dimostra che, persino fra i titoli di Stato emessi nell'area dell'euro, non avviene una sostituzione a favore dei paesi con basso merito di credito. L'indifferenza dimostrata dalle controparti nell'utilizzare titoli di debito delle amministrazioni pubbliche con merito di credito più o meno elevato potrebbe essere in parte riconducibile alla pratica diffusa nel mercato privato dei pronti contro termine (ad esempio, Eurepo), nel cui ambito tutti i titoli di debito pubblico dell'area dell'euro sono parimenti accettabili in quanto garanzie generiche (*general collateral*). Questa pratica di mercato ha teso a uguagliare, per le controparti, il costo opportunità (rispetto a usi alternativi sul mercato privato) di impiegare titoli di debito pubblico dell'area dell'euro diversi come garanzia nelle operazioni dell'Eurosistema.

## 5 CONCLUSIONI

In linea di principio, le forze di mercato possono svolgere un'utile funzione nell'incoraggiare le amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro ad agire compatibilmente con la sostenibilità dei conti nazionali, integrando la disciplina del quadro di riferimento per le politiche di bilancio. Come riconosciuto dagli artefici del Trattato di Maastricht, queste forze non risultano necessariamente abbastanza potenti e tempestive per preservare la solidità delle finanze pubbliche e dunque agevolare il conseguimento dell'obiettivo di politica monetaria della stabilità dei prezzi. Un quadro di riferimento credibile per le politiche di bilancio e la sua rigorosa applicazione sono, quindi, essenziali per assicurare la solidità delle finanze pubbliche nell'UEM, quale strumento per promuovere condizioni favorevoli alla stabilità dei prezzi e creare un contesto macroeconomico stabile. Andrebbero, inoltre, evitate misure capaci di influenzare negativamente le condizioni per la disciplina di mercato, limitando, ad esempio, la credibilità del divieto di

salvataggio finanziario previsto dal Trattato di Maastricht.

I differenziali di interesse fra i paesi dell'area dell'euro hanno registrato una contrazione molto marcata nella fase che ha preceduto l'introduzione della moneta unica, riconducibile alla progressiva eliminazione del rischio di cambio fra le valute nazionali e al ridursi del rischio di inflazione. Successivamente all'introduzione dell'euro, avvenuta nel gennaio 1999, i differenziali sembrano soprattutto riflettere il premio per il rischio di insolvenza, a cui i mercati attribuiscono un peso relativamente modesto per tutti i paesi, malgrado posizioni di bilancio significativamente diverse. Eppure, sulla base delle osservazioni correnti è chiaro che qualsiasi peggioramento o miglioramento del merito di credito di un emittente di titoli pubblici confluisce in tale premio, come mostrano il mercato dei *credit default swap* e i differenziali registrati nei mercati obbligazionari. Ulteriori fattori possono avere contribuito al livello attualmente contenuto dei differenziali di interesse, fra questi il desiderio

degli investitori di acquistare titoli di Stato a più alto rendimento e i cambiamenti nelle norme contabili e di vigilanza che interessano i fondi pensione e le società di assicurazione.

Le statistiche sull'uso delle garanzie indicano che la politica condotta dall'Eurosistema in tale ambito non esercita effetti significativi sui differenziali di interesse.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <sup>1)</sup>

## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro	S5
<b>I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA</b>	
1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema	S6
1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE	S7
1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante asta	S8
1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità	S9
<b>2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO</b>	
2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro	S10
2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro	S11
2.3 Statistiche monetarie	S12
2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM	S14
2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM	S17
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM	S20
2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM	S21
2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM	S22
2.9 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro	S24
2.10 Attività dei fondi di investimento suddivisi per strategia di investimento e tipologia di investitore	S25
<b>3 CONTI FINANZIARI E NON FINANZIARI</b>	
3.1 Principali attività finanziarie dei settori non finanziari	S26
3.2 Principali passività finanziarie dei settori non finanziari	S27
3.3 Principali attività e passività finanziarie delle società di assicurazione e dei fondi pensione	S28
3.4 Risparmio, investimenti e fonti di finanziamento	S29
<b>4 MERCATI FINANZIARI</b>	
4.1 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
<b>5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO</b>	
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](mailto:statistics@ecb.int). Si rimanda al sito della BCE ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) per serie temporali più dettagliate e più lunghe.



<b>6</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	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
<b>7</b>	<b>TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO</b>	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S55
7.2	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	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
<b>8</b>	<b>TASSI DI CAMBIO</b>	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S67
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S68
<b>9</b>	<b>INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO</b>	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S69
9.2	Stati Uniti e Giappone	S70
	<b>LISTA DELLE FIGURE</b>	S72
	<b>NOTE TECNICHE</b>	S73
	<b>NOTE GENERALI</b>	S77

---

#### Segni convenzionali nelle tavole

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

# TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup>	M3 <sup>1)2)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>1)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da imprese non finanziarie e da società finanziarie non monetarie <sup>1)</sup>	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor, valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)	Rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno, valori medi)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,1	9,9	2,11	4,14
2005	10,4	7,9	7,4	-	8,1	.	2,19	3,44
2005 1° trim.	9,6	7,1	6,7	-	7,3	8,9	2,14	3,67
2° trim.	9,8	7,5	7,0	-	7,6	13,2	2,12	3,41
3° trim.	11,2	8,4	8,0	-	8,4	13,3	2,13	3,26
4° trim.	10,9	8,5	7,8	-	8,9	.	2,34	3,42
2005 ago.	11,6	8,6	8,2	8,2	8,5	13,1	2,13	3,32
set.	11,1	8,8	8,4	8,2	8,8	14,4	2,14	3,16
ott.	11,2	8,6	7,9	8,0	8,9	15,1	2,20	3,32
nov.	10,4	8,2	7,6	7,6	9,0	14,3	2,36	3,53
dic.	11,3	8,4	7,3	.	9,1	.	2,47	3,41
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	2,51	3,39

### 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	2,2	.	.	.	.	81,2	.	8,6
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	0,6	81,0	0,8	8,6
3° trim.	2,3	4,2	2,2	1,6	1,5	81,0	0,7	8,4
4° trim.	2,3	.	.	.	.	81,4	.	8,3
2005 ago.	2,2	4,0	-	-	2,7	-	-	8,4
set.	2,6	4,4	-	-	1,3	-	-	8,4
ott.	2,5	4,2	-	-	0,3	81,1	-	8,3
nov.	2,3	4,2	-	-	2,7	-	-	8,3
dic.	2,2	.	-	-	.	-	-	8,4
2006 gen.	.	.	-	-	.	81,7	-	.

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

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)				Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-23 <sup>3)</sup> (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio		Nominale	Reale (IPC)	
							7	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	.	.	.	.	320,2	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.	-9,7	18,4	-11,6	103,3	302,3	103,4	105,6	1,2594
3° trim.	-0,9	16,3	-97,6	92,6	310,9	101,9	104,2	1,2199
4° trim.	.	.	.	.	320,2	100,9	103,2	1,1884
2005 ago.	-2,0	0,8	-12,2	-12,9	295,7	102,3	104,6	1,2292
set.	-1,1	5,7	-1,7	30,3	310,9	101,8	104,1	1,2256
ott.	-6,8	3,2	-6,4	-6,6	310,5	101,4	103,7	1,2015
nov.	-7,6	1,9	-12,2	-31,5	322,7	100,7	103,0	1,1786
dic.	.	.	.	.	320,2	100,7	103,1	1,1856
2006 gen.	.	.	.	.	.	101,4	103,9	1,2103

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

Nota: 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

	6 gennaio 2006	13 gennaio 2006	20 gennaio 2006	27 gennaio 2006
<b>Oro e crediti in oro</b>	163.804	163.797	163.797	163.779
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	155.332	156.182	156.702	155.424
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	22.780	22.160	22.907	23.096
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	8.895	9.234	9.447	9.086
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	406.239	399.115	414.105	416.036
Operazioni di rifinanziamento principali	316.000	308.998	324.000	316.000
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	90.017	90.017	90.017	100.017
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	211	100	73	19
Crediti connessi a scarti di garanzia	11	0	15	0
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	3.735	4.085	3.880	4.041
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	92.987	93.244	93.749	95.225
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	40.113	40.113	40.113	40.113
<b>Altre attività</b>	144.729	145.328	146.480	148.386
<b>Attività totali</b>	<b>1.038.614</b>	<b>1.033.258</b>	<b>1.051.180</b>	<b>1.055.186</b>

#### 2. Passività

	6 gennaio 2006	13 gennaio 2006	20 gennaio 2006	27 gennaio 2006
<b>Banconote in circolazione</b>	560.253	553.846	549.377	546.654
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	153.127	152.814	155.942	159.972
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	153.097	152.775	155.926	159.882
Depositi overnight	29	38	5	79
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	1	1	11	11
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	207	207	155	155
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	49.468	50.404	68.107	72.067
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	12.609	12.452	12.687	12.837
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	402	334	290	299
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	10.133	10.998	12.335	10.666
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.920	5.920	5.920	5.922
<b>Altre passività</b>	68.969	68.757	67.920	68.151
<b>Rivalutazioni</b>	119.113	119.113	119.113	119.113
<b>Capitale e riserve</b>	58.413	58.413	59.334	59.350
<b>Passività totali</b>	<b>1.038.614</b>	<b>1.033.258</b>	<b>1.051.180</b>	<b>1.055.186</b>

Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile			Durata della operazione (giorni)
				Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7
Operazioni di rifinanziamento principali							
2005 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
18	400.188	409	324.000	2,25	2,30	2,31	7
25	392.854	408	316.000	2,25	2,30	2,31	7
1 feb.	387.275	389	290.000	2,25	2,30	2,31	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 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 <sup>4)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>4)</sup>	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 gen.	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
					Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002 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
2006 17 gen.	Operazione temporanea	24.900	28	7.000	-	2,25	2,27	2,28	1

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) 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.
- 5) 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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi (a vista; con durata prestabilita fino a 2 anni; rimborsabili con preavviso fino a 2 anni)	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi (con durata prestabilita oltre 2 anni; rimborsabili con preavviso oltre 2 anni)	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	
							1
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.	13.712,6	7.184,5	503,4	1.712,0	1.127,0	3.185,8	
nov.	13.972,9	7.250,1	508,2	1.721,2	1.286,6	3.206,8	

**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	154,1	0,8	0,0	2,29
7 feb.	154,6	.	.	.	.

**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
3° trim.	304,8	303,5	90,0	0,0	0,3	0,1	0,0	531,5	63,1	-46,2	150,2	681,8
2005 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
2006 17 gen.	317,6	316,4	89,6	0,2	0,2	0,1	0,0	559,2	44,2	-33,5	154,1	713,3

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività	
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	IFM	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Eurosistema														
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.	1.386,9	630,8	21,2	0,6	608,9	184,3	167,7	2,0	14,6	-	14,4	339,0	13,4	204,9
dic. (p)	1.403,8	635,6	20,7	0,6	614,3	185,7	165,6	4,6	15,6	-	14,8	337,0	13,2	217,5
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.	22.026,5	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	1.297,7
2° trim.	22.769,9	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	1.477,6
2005 lug.	22.883,5	13.326,7	809,0	7.976,7	4.541,0	3.396,6	1.378,7	506,5	1.511,5	75,1	999,9	3.444,4	164,3	1.476,7
ago.	22.826,0	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	1.453,1
set.	23.052,8	13.431,5	816,0	8.068,1	4.547,4	3.373,5	1.360,6	505,8	1.507,1	81,4	1.013,6	3.517,9	164,4	1.470,6
ott.	23.294,4	13.590,9	812,2	8.133,3	4.645,4	3.434,5	1.399,9	522,0	1.512,5	83,7	990,1	3.577,3	165,2	1.452,9
nov.	23.762,6	13.697,6	805,6	8.217,4	4.674,7	3.551,3	1.483,9	543,5	1.523,9	87,1	1.009,4	3.716,9	165,3	1.534,9
dic. (p)	23.604,6	13.684,2	831,1	8.291,3	4.561,9	3.505,3	1.439,7	551,1	1.514,5	84,9	1.008,6	3.642,7	165,6	1.513,4

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro			Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Obbligazioni <sup>3)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti						IFM
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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.	1.386,9	558,9	409,6	47,9	17,9	343,8	-	0,6	194,1	28,1	195,7
dic. (p)	1.403,8	582,7	385,5	24,4	14,5	346,6	-	0,1	202,1	27,6	205,8
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.	22.026,5	-	11.653,2	126,3	6.706,2	4.820,7	687,6	3.614,8	1.213,5	3.085,6	1.771,7
2° trim.	22.769,9	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,9	1.258,7	3.228,0	1.976,0
2005 lug.	22.883,5	-	11.895,0	142,3	6.949,9	4.802,7	710,1	3.775,9	1.268,7	3.264,1	1.969,7
ago.	22.826,0	-	11.813,3	110,2	6.929,3	4.773,9	720,3	3.788,7	1.274,0	3.254,4	1.975,3
set.	23.052,8	-	11.905,5	135,1	6.986,7	4.783,7	712,9	3.806,6	1.277,9	3.354,3	1.995,7
ott.	23.294,4	-	12.058,9	133,1	7.029,7	4.896,1	712,6	3.843,8	1.277,1	3.418,5	1.983,6
nov.	23.762,6	-	12.130,7	137,2	7.056,4	4.937,2	716,7	3.872,2	1.295,3	3.609,2	2.138,4
dic. (p)	23.604,6	-	12.200,2	150,2	7.191,2	4.858,7	699,2	3.858,5	1.308,9	3.508,5	2.029,2

Fonte: BCE.

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

**2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro**

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
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.	16.259,8	8.498,1	828,1	7.669,9	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.483,3	169,0	1.432,4
2° trim.	17.038,8	8.748,7	829,6	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.624,6
2005 lug.	17.125,4	8.807,5	830,1	7.977,4	2.046,5	1.538,3	508,2	710,6	3.757,1	177,5	1.626,1
ago.	17.096,7	8.811,5	831,1	7.980,4	2.040,9	1.533,9	507,0	711,6	3.750,1	177,6	1.605,1
set.	17.318,8	8.905,9	837,2	8.068,7	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,8	177,7	1.627,8
ott.	17.452,7	8.967,4	833,4	8.133,9	2.090,4	1.566,3	524,1	702,7	3.904,2	178,5	1.609,5
nov.	17.880,4	9.044,8	826,8	8.218,0	2.197,2	1.651,6	545,6	708,3	4.056,0	178,7	1.695,5
dic. <sup>(p)</sup>	17.852,2	9.143,7	851,7	8.291,9	2.160,9	1.605,2	555,7	708,1	3.979,6	178,9	1.681,1
<b>Transazioni</b>											
2003	794,4	384,0	12,1	371,8	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,8	-0,2
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.	448,3	107,9	-5,5	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	187,2	-4,1	59,2
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.	98,3	61,9	0,6	61,3	-1,5	-0,7	-0,8	-8,3	44,6	1,1	0,5
ago.	-24,0	6,2	1,1	5,1	-7,4	-5,7	-1,8	0,3	-1,3	0,1	-21,8
set.	182,9	92,2	6,2	86,0	-5,7	-6,2	0,5	11,0	64,4	0,0	21,1
ott.	134,7	61,3	-3,8	65,1	32,1	16,1	15,9	7,9	56,0	0,9	-23,5
nov.	218,2	76,5	-6,7	83,2	63,4	44,5	18,9	1,4	25,2	0,2	51,6
dic. <sup>(p)</sup>	-40,2	97,1	23,4	73,7	-35,7	-45,8	10,1	-3,7	-82,1	0,3	-16,1

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle Amministrazioni centrali	Depositi di altre Amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>1)</sup>	Obbligazioni <sup>2)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
<b>Consistenze</b>										
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.	16.259,8	471,8	187,4	6.723,8	614,5	2.145,5	1.062,9	3.110,5	1.943,0	0,4
2° trim.	17.038,8	496,6	211,5	6.939,3	621,3	2.242,9	1.132,6	3.252,4	2.156,5	-14,2
2005 lug.	17.125,4	506,4	210,8	6.963,7	635,1	2.249,4	1.135,0	3.288,0	2.151,8	-14,9
ago.	17.096,7	500,9	166,8	6.942,7	639,7	2.263,1	1.143,3	3.279,6	2.158,8	1,9
set.	17.318,8	507,2	182,4	7.002,0	631,5	2.283,7	1.162,6	3.381,7	2.185,4	-17,8
ott.	17.452,7	510,5	179,4	7.047,2	629,0	2.316,1	1.159,5	3.445,8	2.173,4	-8,2
nov.	17.880,4	514,5	185,1	7.074,2	629,7	2.334,3	1.173,9	3.637,3	2.334,1	-2,6
dic. <sup>(p)</sup>	17.852,2	532,9	174,6	7.205,8	614,3	2.328,6	1.195,8	3.536,1	2.235,0	29,1
<b>Transazioni</b>										
2003	794,4	79,0	15,1	313,7	56,7	133,5	36,8	130,8	-31,5	60,3
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.	448,3	3,3	25,0	57,3	9,7	65,3	13,1	212,0	107,1	-44,4
2° trim.	533,0	24,8	24,1	175,2	6,7	80,3	24,6	61,4	169,0	-33,2
2005 lug.	98,3	9,9	-0,7	28,2	12,9	6,8	2,9	43,9	-7,3	1,7
ago.	-24,0	-5,5	-44,3	-19,4	4,1	14,8	6,2	-3,0	5,7	17,4
set.	182,9	6,2	15,7	57,3	-6,9	15,6	10,5	87,3	20,5	-23,3
ott.	134,7	3,4	-3,0	44,9	-6,0	31,4	2,9	61,5	-11,5	11,1
nov.	218,2	4,0	5,7	24,7	-9,3	10,4	4,6	69,4	106,4	2,4
dic. <sup>(p)</sup>	-40,2	18,4	-10,5	120,3	-15,7	-5,8	17,0	-97,6	-99,1	32,7

Fonte: BCE.

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

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



## 2.3 Statistiche monetarie

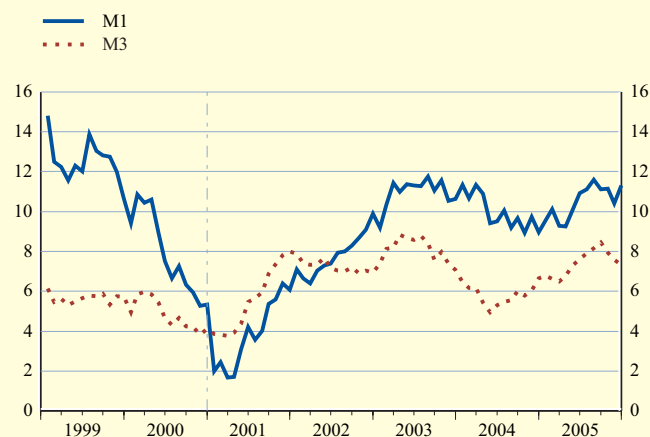
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro	Prestiti	Attività nette sull'estero <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	Consistenze										
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.	3.006,7	2.675,4	5.682,1	944,9	6.627,0	-	4.579,5	2.328,5	8.830,0	7.673,6	387,5
2° trim.	3.257,5	2.557,9	5.815,3	981,1	6.796,4	-	4.797,2	2.353,5	9.114,6	7.893,9	469,8
2005 lug.	3.302,0	2.572,2	5.874,2	994,6	6.868,8	-	4.805,3	2.364,6	9.189,4	7.960,5	472,5
ago.	3.329,3	2.584,9	5.914,2	1.005,2	6.919,4	-	4.833,7	2.375,9	9.245,9	8.010,5	466,6
set.	3.348,4	2.629,8	5.978,2	1.001,5	6.979,8	-	4.866,4	2.370,4	9.335,9	8.084,1	454,1
ott.	3.369,1	2.635,6	6.004,8	990,1	6.994,8	-	4.902,9	2.407,1	9.391,5	8.148,3	437,9
nov.	3.379,7	2.638,5	6.018,2	1.001,6	7.019,7	-	4.943,9	2.477,4	9.477,0	8.213,2	398,2
dic. (p)	3.417,1	2.648,4	6.065,6	991,2	7.056,8	-	4.984,6	2.485,6	9.545,5	8.277,7	425,3
Transazioni											
2003	259,4	113,4	372,9	32,2	405,1	-	234,3	131,9	442,9	370,1	96,0
2004	240,4	111,8	352,3	56,0	408,3	-	340,8	53,5	572,5	504,2	163,0
2005 1° trim.	91,3	8,2	99,4	-20,5	78,9	-	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.	45,0	14,7	59,8	12,5	72,3	-	11,8	14,8	72,5	69,7	5,6
ago.	28,4	13,1	41,5	10,1	51,7	-	27,4	10,0	57,4	52,1	-5,6
set.	18,4	43,9	62,3	-1,6	60,7	-	17,9	-3,9	83,2	71,3	-30,0
ott.	21,1	5,1	26,2	-15,4	10,8	-	42,0	12,7	87,6	64,1	-15,0
nov.	9,6	2,0	11,6	-2,6	9,0	-	27,0	29,5	77,6	64,1	-44,1
dic. (p)	37,5	10,3	47,8	-10,2	37,6	-	23,6	7,3	64,8	64,3	17,6
Variazioni percentuali											
2003 dic.	10,6	4,6	7,6	3,8	7,1	7,0	5,9	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	8,8	6,1	8,4	8,2	8,7	1,4	9,1	8,8	77,7
ott.	11,2	6,0	8,6	4,0	7,9	8,0	8,9	1,9	9,4	8,9	51,2
nov.	10,4	5,9	8,2	3,8	7,6	7,6	8,7	3,4	9,4	9,0	-2,1
dic. (p)	11,3	5,3	8,4	0,9	7,3	.	8,5	4,5	9,5	9,1	-14,1

### F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)

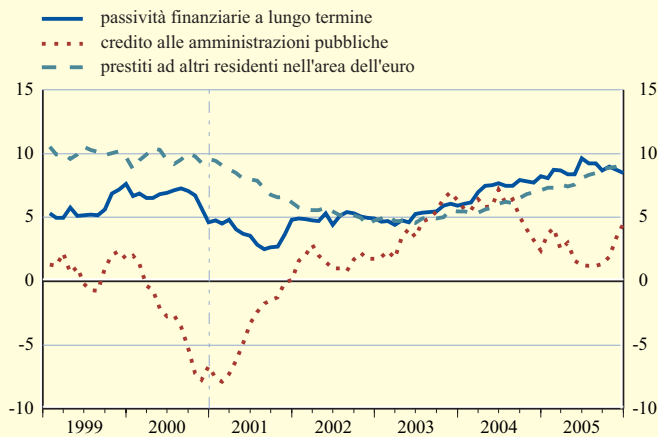


Fonte: BCE.

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

### F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



## 2.3 Statistiche monetarie

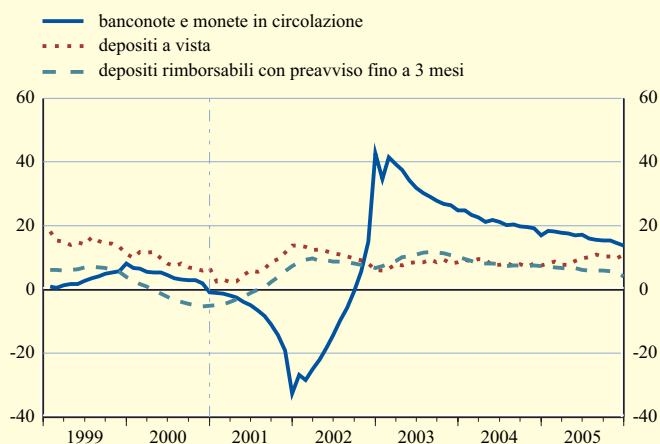
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	239,4	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 1° trim.	477,6	2.529,1	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	2.763,7	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	2.807,3	1.045,1	1.527,0	243,0	632,3	119,2	2.126,1	90,8	1.453,9	1.134,5
ago.	501,5	2.827,8	1.047,8	1.537,1	252,6	631,8	120,7	2.146,2	89,8	1.455,4	1.142,3
set.	507,4	2.841,0	1.083,9	1.545,9	244,9	636,7	120,0	2.157,8	87,8	1.464,1	1.156,7
ott.	515,0	2.854,2	1.087,0	1.548,7	237,2	631,3	121,5	2.186,6	87,0	1.473,7	1.155,6
nov.	519,6	2.860,1	1.089,6	1.548,9	237,8	633,7	130,0	2.196,9	86,7	1.484,3	1.176,0
dic. (p)	514,9	2.902,3	1.109,1	1.539,4	232,4	627,9	130,9	2.202,4	86,3	1.502,7	1.193,2
Transazioni											
2003	77,5	181,9	-29,7	143,1	-10,3	57,6	-15,1	149,2	-13,2	61,9	36,3
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	66,4	-13,2	21,4	-13,7	-5,7	-1,0	62,4	0,8	28,9	15,0
2° trim.	16,2	70,1	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	5,6
set.	6,0	12,5	35,1	8,7	-7,8	6,2	0,0	5,9	-2,0	8,4	5,6
ott.	7,5	13,6	2,3	2,8	-7,6	-8,8	1,1	28,3	-0,7	9,5	4,9
nov.	4,7	4,9	1,9	0,2	0,5	-7,6	4,5	6,5	-0,3	10,2	10,6
dic. (p)	-4,8	42,3	19,8	-9,5	-5,4	-6,2	1,4	4,9	-0,4	6,7	12,4
Variazioni percentuali											
2003 dic.	24,9	8,6	-2,8	10,4	-4,6	11,0	-14,9	8,9	-12,7	5,2	3,7
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	10,2	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	6,6
set.	15,3	10,4	7,2	5,9	8,8	3,7	14,6	10,2	-2,3	8,8	6,6
ott.	15,3	10,4	6,2	5,7	5,0	1,4	17,6	11,0	-3,8	8,7	6,6
nov.	14,6	9,7	6,7	5,2	6,6	0,5	17,0	10,9	-4,5	8,3	6,5
dic. (p)	13,7	10,9	6,6	4,2	-3,1	-0,8	20,1	10,0	-4,8	7,8	7,5

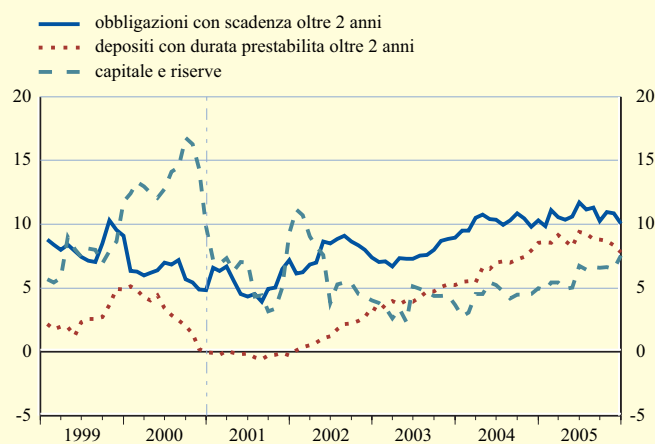
### F3 Componenti degli aggregati monetari

(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 <sup>1)</sup>

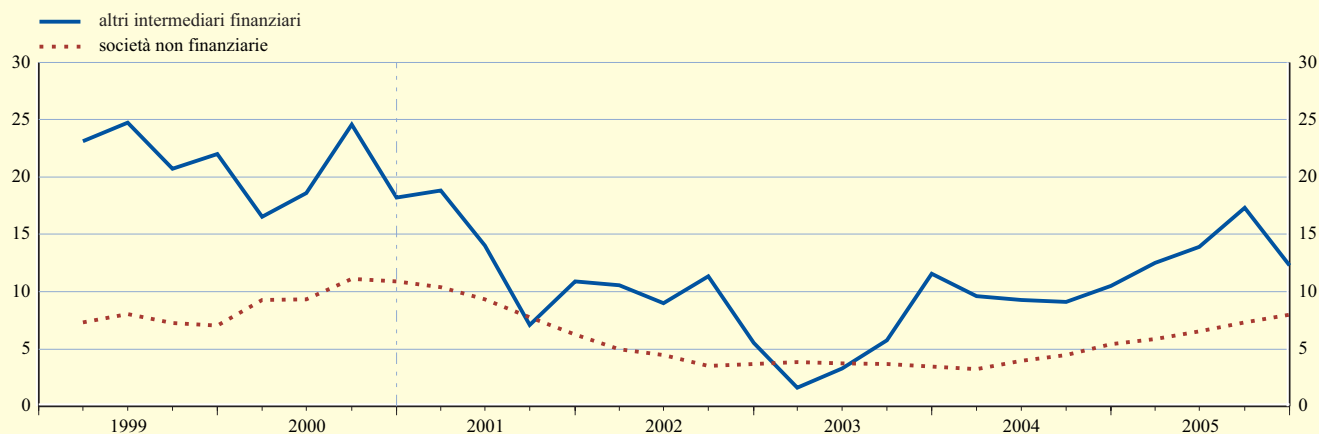
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie				
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Consistenze									
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	560,8	351,1	3.189,9	983,8	555,2	1.650,9	
2° trim.	63,8	43,9	581,1	362,9	3.282,3	1.025,1	564,4	1.692,7	
2005 lug.	63,7	43,3	579,1	357,1	3.309,0	1.024,8	573,5	1.710,7	
ago.	64,4	42,7	571,0	348,0	3.295,9	1.002,3	571,3	1.722,3	
set.	65,2	42,8	601,0	372,8	3.322,5	1.011,2	576,4	1.734,8	
ott.	68,9	45,6	601,6	369,2	3.342,6	1.018,2	586,4	1.738,0	
nov.	75,4	50,7	617,0	377,5	3.373,8	1.027,5	589,5	1.756,7	
dic. <sup>(p)</sup>	64,7	41,8	627,8	377,0	3.407,7	1.037,8	592,1	1.777,8	
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	10,9	14,9	37,7	8,0	8,1	21,5	
2° trim.	5,5	4,2	16,5	9,5	82,4	35,0	9,8	37,6	
2005 lug.	-0,1	-0,6	-1,4	-5,5	27,6	0,2	9,1	18,3	
ago.	0,7	-0,5	-8,4	-9,0	-11,0	-21,5	-2,0	12,4	
set.	0,7	0,1	29,2	24,4	25,1	8,0	5,0	12,2	
ott.	3,7	2,8	-1,9	-5,3	22,0	8,1	10,2	3,8	
nov.	6,5	5,1	13,3	7,7	31,7	9,6	3,6	18,4	
dic. <sup>(p)</sup>	-10,7	-8,9	9,7	-0,5	37,5	10,7	3,3	23,5	
Variazioni percentuali									
2003 dic.	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,8	3,1	6,5	
2004 dic.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,4	6,0	7,0	
2005 mar.	23,7	21,8	12,5	17,5	5,9	3,8	6,7	6,9	
giu.	17,5	9,8	13,9	18,8	6,5	5,6	6,2	7,2	
2005 lug.	11,3	3,1	14,9	19,1	7,1	6,0	7,0	7,7	
ago.	18,3	9,1	16,0	21,0	6,9	5,6	5,9	8,0	
set.	22,7	13,3	17,3	22,9	7,3	5,6	6,6	8,6	
ott.	24,0	15,8	15,5	19,1	7,3	5,5	8,2	8,1	
nov.	37,3	33,0	12,9	12,7	7,5	4,8	8,3	8,9	
dic. <sup>(p)</sup>	30,7	31,7	12,3	10,7	8,0	5,9	8,6	9,1	

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

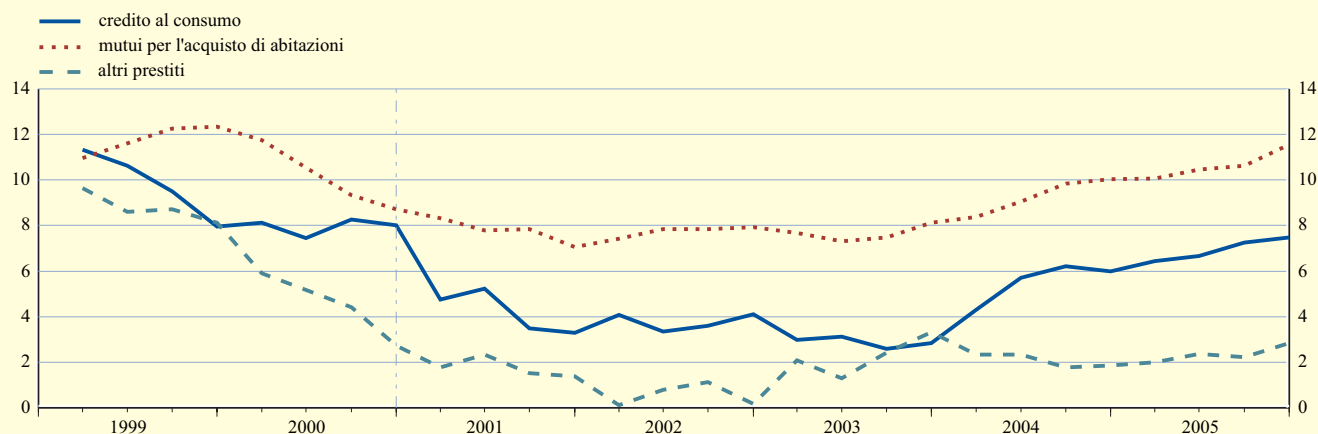
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
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.	4.079,5	544,7	125,8	199,0	220,0	2.819,8	15,1	67,6	2.737,1	714,9	145,4	101,3	468,2
ott.	4.120,2	548,7	126,9	200,0	221,8	2.850,8	14,9	67,8	2.768,1	720,7	145,3	101,8	473,6
nov.	4.151,2	550,1	126,4	200,7	223,0	2.877,1	15,0	68,3	2.793,9	724,0	147,8	102,4	473,8
dic. <sup>(p)</sup>	4.191,1	552,0	127,7	201,3	223,0	2.917,4	15,2	68,2	2.834,0	721,8	147,3	99,8	474,6
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.	30,9	4,3	2,4	0,5	1,4	25,1	0,5	0,4	24,2	1,5	1,4	-0,1	0,3
ott.	41,2	4,4	1,3	1,1	2,0	31,0	-0,2	0,3	31,0	5,8	-0,1	0,5	5,4
nov.	31,7	2,7	-0,5	0,7	2,5	26,2	0,1	0,5	25,7	2,8	2,8	0,6	-0,6
dic. <sup>(p)</sup>	37,2	2,6	1,6	0,8	0,3	34,9	0,8	-0,1	34,2	-0,3	1,3	-2,5	0,9
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	7,7	6,2	8,0	10,6	6,7	4,8	10,8	2,2	2,4	1,2	2,4
ott.	9,0	7,8	9,1	6,4	8,3	10,9	1,7	4,7	11,1	3,1	2,9	0,8	3,6
nov.	9,2	8,1	8,8	6,6	9,1	11,1	5,0	6,4	11,3	3,0	2,6	1,6	3,4
dic. <sup>(p)</sup>	9,4	7,5	6,4	6,5	9,0	11,5	8,8	5,9	11,7	2,8	4,3	-1,1	3,2

### F6 Prestiti alle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

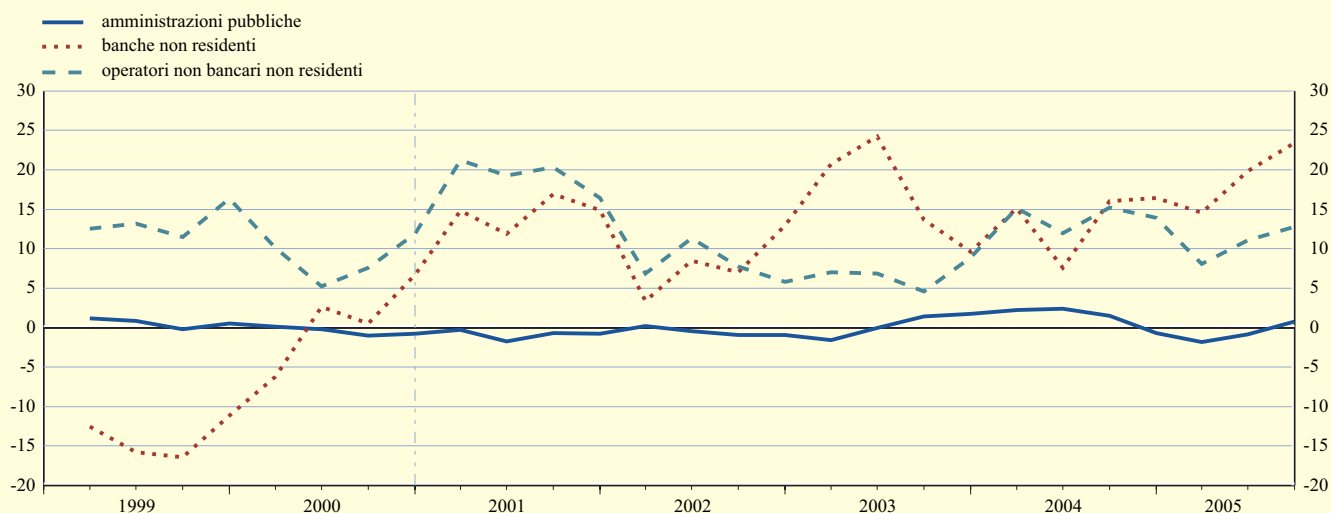
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
3° trim. <sup>(p)</sup>	816,0	124,8	247,1	414,5	29,6	2.376,2	1.638,8	737,0	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. <sup>(p)</sup>	7,8	-0,1	-0,5	7,3	1,1	85,7	57,5	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
2005 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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>1)</sup>

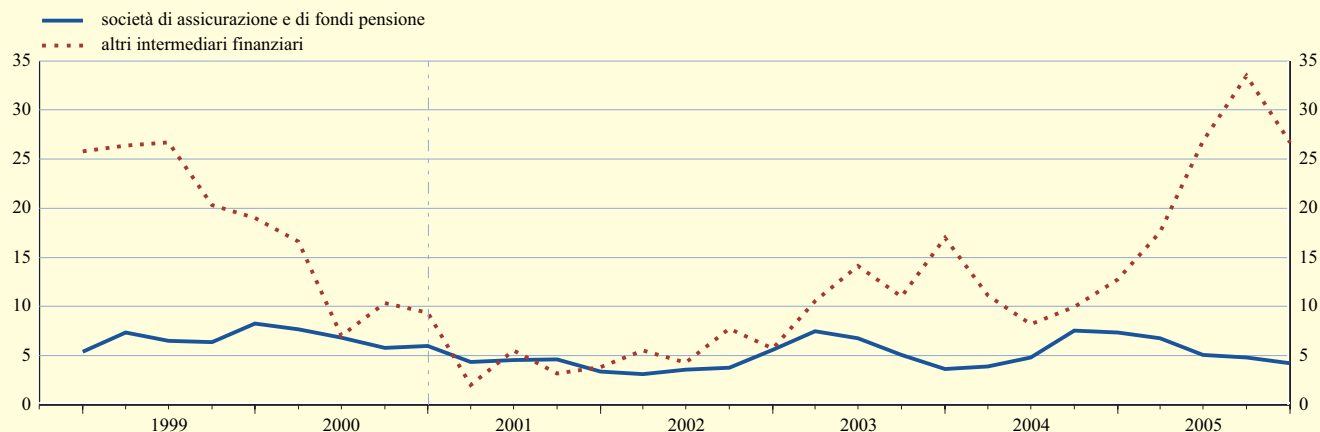
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze														
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	833,3	242,7	169,8	275,6	10,6	0,1	134,4
ott.	609,9	66,6	48,1	468,5	1,1	1,5	24,1	847,3	232,5	176,6	285,5	11,0	0,1	141,7
nov.	605,4	67,9	42,1	469,7	1,2	1,5	23,1	852,6	225,8	180,2	298,4	11,1	0,1	137,0
dic. <sup>(p)</sup>	611,0	67,1	51,9	469,2	1,2	1,4	20,2	865,4	224,4	186,4	323,3	10,5	0,1	120,6
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.	-1,3	0,8	-0,1	0,8	0,0	0,0	-2,9	35,3	25,3	12,1	7,4	-0,8	0,0	-8,8
ott.	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	9,9	-10,3	6,6	6,0	0,4	0,0	7,2
nov.	-4,6	1,2	-6,0	1,2	0,0	0,0	-0,9	4,6	-7,0	3,7	12,5	0,2	0,0	-4,7
dic. <sup>(p)</sup>	4,8	-1,0	9,3	-0,5	0,0	0,0	-2,9	1,0	-1,6	6,5	13,1	-0,6	0,0	-16,4
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	-2,8	7,9	5,1	26,4	33,0	12,0	33,5	27,4	33,4	49,5	46,3	-	18,9
ott.	5,0	13,3	-2,0	4,6	22,4	2,8	5,5	29,7	22,8	25,2	51,0	45,9	-	14,6
nov.	3,2	6,0	-12,1	4,1	18,3	2,9	10,9	27,8	13,1	33,9	48,0	27,1	-	13,9
dic. <sup>(p)</sup>	4,2	11,4	-1,2	4,2	36,3	3,1	-2,9	26,7	22,1	26,8	46,4	14,5	-	0,4

### F8 Depositi degli intermediari finanziari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

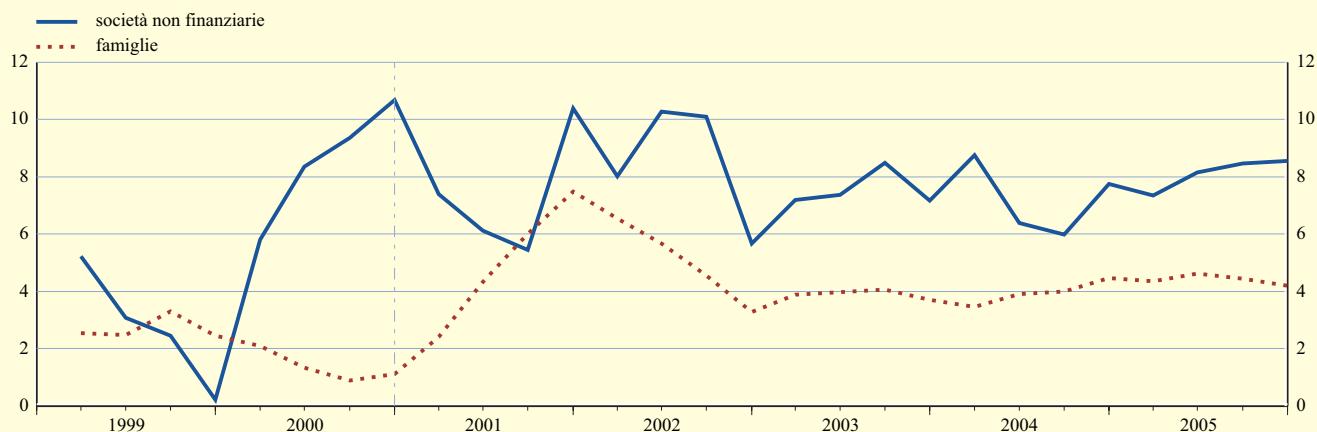
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>2)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	4.176,4	1.408,6	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	4.246,0	1.629,3	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	4.264,8	1.642,5	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	4.237,8	1.609,8	515,6	630,2	1.342,3	85,5	54,4
set.	1.152,6	719,5	296,8	68,8	43,9	1,2	22,4	4.245,6	1.626,2	515,2	626,9	1.341,8	83,9	51,6
ott.	1.169,3	734,4	302,8	65,6	44,5	1,2	20,7	4.246,4	1.629,2	517,5	625,4	1.339,8	83,4	51,2
nov.	1.177,8	742,8	299,1	66,7	44,8	1,2	23,3	4.259,2	1.642,4	520,5	623,3	1.336,8	83,7	52,5
dic. <sup>(p)</sup>	1.210,6	768,1	304,4	67,9	44,5	1,2	24,4	4.340,0	1.685,4	532,6	630,2	1.354,1	84,5	53,2
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	6,6	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	14,2	4,9	-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	63,3	-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	-26,8	-32,6	2,8	0,2	2,9	-1,0	0,8
set.	13,2	3,9	9,2	-1,9	2,0	0,0	0,1	7,0	16,2	-0,8	-3,5	-0,5	-1,5	-2,9
ott.	20,7	15,0	6,0	0,8	0,6	0,0	-1,7	0,9	3,5	1,9	-1,5	-2,1	-0,5	-0,3
nov.	7,4	7,9	-4,2	0,9	0,3	0,0	2,5	12,2	13,0	2,7	-2,0	-3,0	0,2	1,3
dic. <sup>(p)</sup>	34,2	25,9	5,9	1,4	-0,3	0,0	1,2	80,8	43,0	12,0	6,9	17,3	0,9	0,7
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	4,3	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	4,7	8,2	-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	7,7	0,0	2,3	4,7	-0,9	-0,3
set.	8,5	9,0	10,7	-1,7	16,5	-26,5	-12,7	4,4	7,8	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0
ott.	9,8	12,7	7,1	0,4	18,2	-28,2	-20,0	4,0	7,1	1,1	1,1	4,2	-3,5	-5,8
nov.	9,4	11,7	6,8	1,6	16,2	-29,8	-9,0	4,0	7,5	1,6	0,6	3,8	-4,1	-3,5
dic. <sup>(p)</sup>	8,6	12,9	3,6	-1,0	8,9	-29,0	-17,9	4,2	8,5	2,9	-0,5	3,2	-4,5	-4,4

### F9 Depositi di società non finanziarie e famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

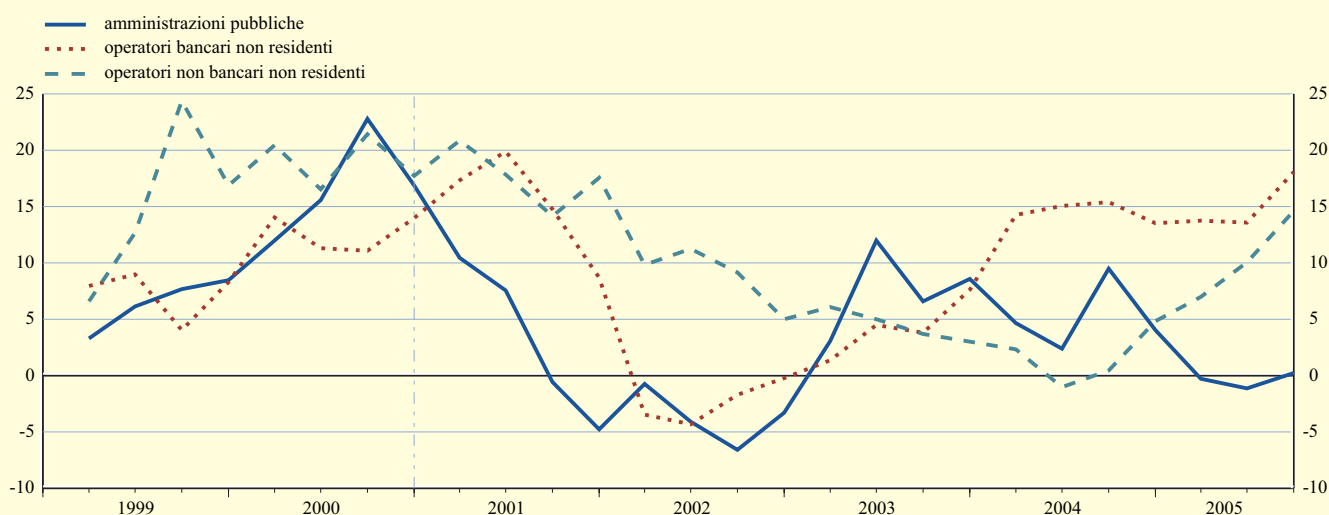
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>2)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
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. <sup>(p)</sup>	287,5	135,1	35,9	71,4	44,9	2.907,8	2.109,8	795,1	124,3	670,8
Transazioni										
2003	21,5	23,3	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,5	21,1	-1,1	22,3
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. <sup>(p)</sup>	-0,9	-0,3	0,9	1,8	-3,5	123,1	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	-1,2	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. <sup>(p)</sup>	0,2	-7,9	14,0	8,1	5,2	17,2	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.



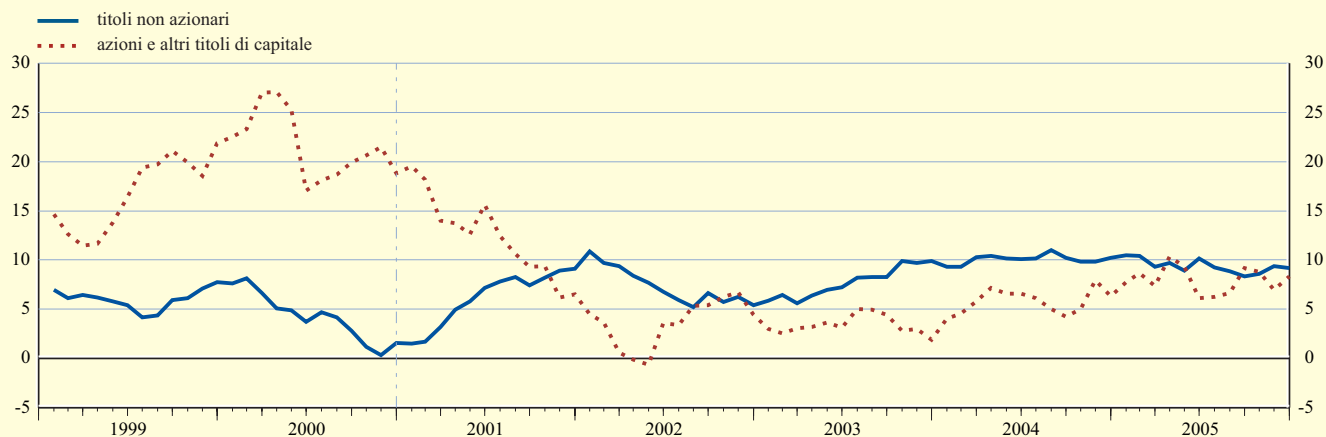
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

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

	Titoli non azionari							Azioni e altri titoli di capitale				
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Consistenze												
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	299,3	700,6	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	297,9	701,6	242,0
set.	4.269,9	1.439,3	67,9	1.344,0	16,6	486,1	19,7	896,4	1.257,6	297,5	716,2	244,0
ott.	4.345,3	1.442,8	69,7	1.383,1	16,9	499,6	22,4	910,8	1.228,0	297,3	692,7	238,0
nov.	4.470,2	1.452,6	71,3	1.466,5	17,4	519,1	24,5	918,9	1.250,1	311,1	698,3	240,7
dic. <sup>(p)</sup>	4.436,7	1.450,0	64,5	1.422,7	17,0	527,3	23,8	931,4	1.252,7	310,9	697,7	244,1
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	-1,8	0,2	-0,3
set.	-15,4	-4,4	0,0	-9,5	0,4	1,2	-0,7	-2,3	8,7	-1,0	10,8	-1,1
ott.	49,4	4,7	1,7	13,8	0,3	13,1	2,6	13,2	1,9	0,2	7,9	-6,2
nov.	79,0	7,3	1,0	42,9	-0,1	17,1	1,8	9,0	20,0	13,1	1,5	5,3
dic. <sup>(p)</sup>	-32,7	-2,3	-6,8	-42,8	-0,4	8,0	-0,5	12,1	-3,7	-0,7	-3,9	0,9
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	3,2	8,3	6,3
set.	8,3	8,9	5,9	-0,1	2,6	12,6	10,6	20,3	9,2	4,7	10,2	12,2
ott.	8,6	7,6	8,3	1,5	-19,2	14,9	22,9	19,8	8,8	4,6	10,9	8,1
nov.	9,4	7,4	9,1	4,3	-14,2	17,3	31,4	17,3	6,9	7,1	9,1	0,5
dic. <sup>(p)</sup>	9,2	6,4	-1,0	4,8	-4,4	16,5	33,1	17,9	8,3	9,9	7,5	8,7

## FII Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <sup>1)</sup>**  
(miliardi di euro)

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

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

**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.	-0,7	-0,4	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
dic. <sup>(p)</sup>	-5,1	-3,4	-0,2	-1,5	-0,2	-0,1	-0,1

**3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM**

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,5	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	7,0	0,6	3,7	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.	4,6	-0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,0	4,0	7,9	1,0	3,5	3,4
dic. <sup>(p)</sup>	-0,1	-0,5	0,2	-1,0	0,0	0,2	-0,2	1,2	6,0	0,6	2,9	2,5

Fonte: BCE.

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

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

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

### 1. Depositi

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti dell'area dell'euro														
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	6.832,5	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	7.055,6	96,9	3,1	1,9	0,3	0,1	0,4
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.783,7	90,6	9,4	5,7	0,5	1,5	1,1	7.121,8	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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>3)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	3.993,9	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 <sup>1)</sup>**

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

**3. Prestiti**

	IFM <sup>2)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Residenti nell'area dell'euro														
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. <sup>(p)</sup>	4.547,4	-	-	-	-	-	8.884,1	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. <sup>(p)</sup>	1.638,8	49,3	50,7	30,1	4,3	2,0	9,6	737,0	39,8	60,2	43,0	1,6	3,9	8,3

**4. Disponibilità in titoli non azionari**

	Emessi da IFM <sup>2)</sup>							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute				Tutte le valute	Euro <sup>3)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Emessi da residenti nell'area dell'euro														
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. <sup>(p)</sup>	1.507,1	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.866,4	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. <sup>(p)</sup>	404,8	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 <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

### 1. Attività

	Totale 1	Depositi 2	Titoli non azionari			Azioni e altri titoli di capitale 6	Quote di fondi d'investimento 7	Capitale fisso 8	Altre attività 9
			Totale 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 anno 5				
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. <sup>(p)</sup>	4.572,2	301,4	1.856,0	100,7	1.755,2	1.556,6	417,0	170,4	270,8

### 2. Passività

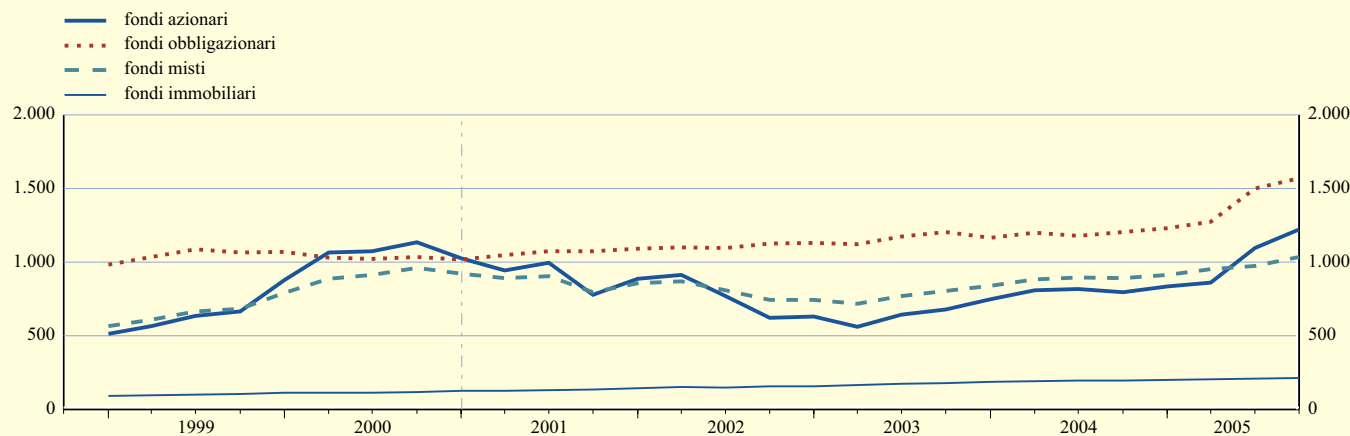
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
4° trim.	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 1° trim.	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
2° trim.	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

### 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. <sup>(p)</sup>	4.572,2	1.221,8	1.568,9	1.032,2	211,8	537,6	3.448,0	1.124,2

## F12 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. <sup>(p)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	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. <sup>(p)</sup>	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 <sup>1)</sup>		
			Totale	A vista	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Operazioni pronti contro termine				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Consistenze											
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.	16.026,9	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.	16.362,0	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.	16.669,9	6.257,1	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	429,8
2° trim.	17.135,4	6.423,7	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,3	446,0
Transazioni											
2004 1° trim.	146,6	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.	118,6	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	1,7
4° trim.	152,1	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,7	2,0
2005 1° trim.	153,6	14,9	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	37,7
2° trim.	297,9	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	5,9	16,4	5,1	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											
Titoli non azionari			Azioni <sup>2)</sup>					Riserve tecniche di assicurazione			
Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote 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	3.969,4	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	4.020,5	3.642,1	378,4	
3° trim.	1.931,5	172,8	1.758,7	3.926,8	1.977,7	1.949,2	423,7	4.086,7	3.704,5	382,2	
4° trim.	1.904,7	160,5	1.744,2	4.056,2	2.094,3	1.961,9	406,6	4.159,4	3.774,9	384,6	
2005 1° trim.	1.938,4	161,6	1.776,8	4.204,1	2.191,6	2.012,5	414,9	4.270,3	3.876,8	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	68,3	58,7	9,6	
2° trim.	40,2	17,5	22,6	58,2	56,5	1,7	-0,4	57,6	53,2	4,4	
3° trim.	16,1	0,1	16,0	10,9	7,1	3,8	-2,0	62,2	58,4	3,8	
4° trim.	-21,2	-16,1	-5,2	-56,2	-45,1	-11,0	-15,5	60,9	58,5	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	61,4	57,6	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 <sup>1)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
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.	18.121,4	9.009,3	7.879,0	924,3	77,5	846,8	3.812,9	1.192,7	2.620,2	4.272,1	294,6	3.977,5	332,8
2° trim.	18.636,4	9.214,9	8.103,8	923,8	82,4	841,5	3.905,7	1.240,6	2.665,1	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.	233,1	90,0	88,3	-4,3	-3,4	-0,9	29,3	5,4	23,9	65,1	1,0	64,1	35,2
2° trim.	315,3	195,0	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:													
	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 <sup>1)</sup>			Riserve premi e riserve sinistri	Totale	Prestiti concessi da IFM e altre società finanziarie dell'area dell'euro		Titoli non azionari	Azioni quotate	Riserve tecniche di assicurazione		
		Azioni quotate	Quote di fondi comuni	Quote 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 <sup>1)</sup>	Attività non prodotte	Totale	Oro monetario e DSP	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Altri investimenti (netti) <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 <sup>4)</sup>				Variazione netta delle passività					
	Totale	Risparmio lordo	Consumo di capitale fisso	Trasferimenti in conto capitale	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
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 <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività			
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni	Totale	Risparmio lordo	Totale	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Prestiti	Azioni e partecipazioni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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<sup>5)</sup>

	Acquisizione netta di attività non finanziarie			Acquisizione netta di attività finanziarie					Variazione della ricchezza netta <sup>4)</sup>		Variazione netta delle passività		Per memoria:	
	Totale	Investimenti fissi lordi	Consumo di capitale fisso	Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli non azionari <sup>2)</sup>	Azioni e partecipazioni	Riserve tecniche di assicurazione	Totale	Risparmio lordo	Totale	Prestiti	Reddito disponibile	Saggio di risparmio lordo <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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

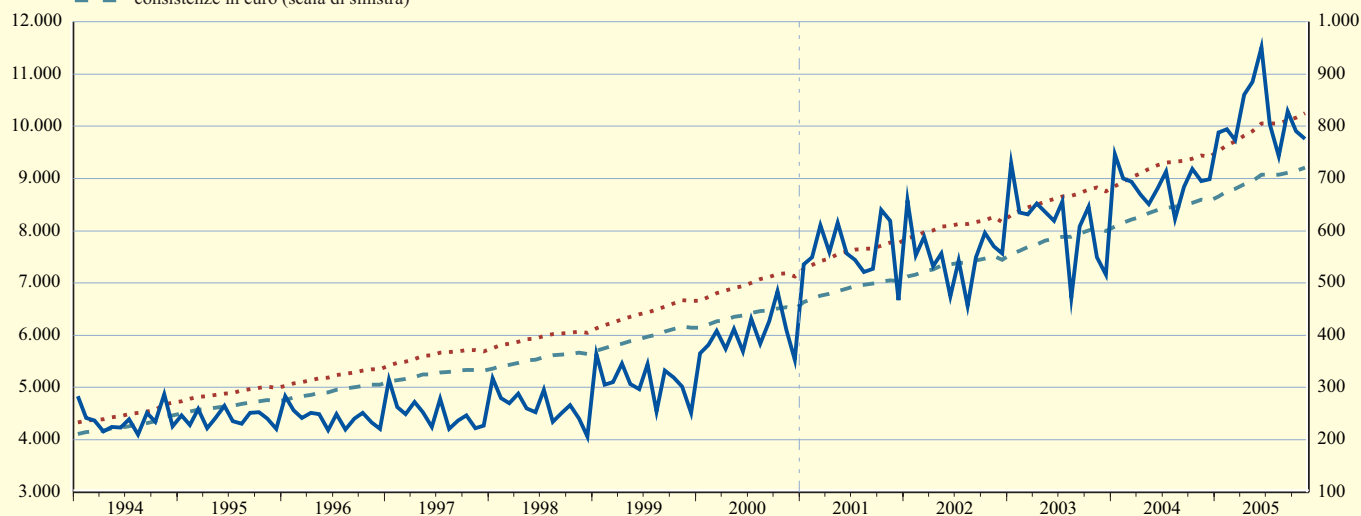
(miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro <sup>1)</sup>			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 <sup>2)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Totale</b>												
2004 nov.	10.028,3	724,7	85,8	8.597,6	656,8	56,6	9.441,8	695,0	59,5	7,1	62,8	6,9
dic.	10.032,1	725,0	3,8	8.575,5	666,5	-22,3	9.414,3	698,8	-23,6	7,6	76,2	6,9
2005 gen.	10.097,5	791,4	61,9	8.653,2	740,6	74,2	9.526,8	787,7	90,4	7,5	52,4	7,2
feb.	10.217,5	818,1	119,2	8.760,7	752,0	106,8	9.640,4	794,6	116,9	7,8	81,6	7,9
mar.	10.326,0	822,2	107,4	8.806,3	728,0	44,4	9.709,1	774,0	54,7	7,4	36,1	7,6
apr.	10.383,9	861,6	58,0	8.892,9	814,5	86,6	9.820,1	861,0	102,8	7,8	87,7	8,6
mag.	10.449,0	899,6	66,3	8.953,4	844,7	61,5	9.910,5	884,4	66,1	7,5	36,4	8,0
giu.	10.640,3	1.024,6	191,5	9.076,5	900,9	123,6	10.049,2	950,6	133,2	8,1	136,4	9,2
lug.	10.612,5	813,4	-28,0	9.079,3	762,7	2,8	10.055,5	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
ago.	10.619,2	756,7	3,0	9.071,2	704,0	-11,9	10.056,5	743,2	-3,6	7,4	34,3	7,0
set.	10.720,3	895,4	102,5	9.108,0	787,0	38,0	10.111,4	828,2	46,8	7,4	46,1	7,2
ott.	.	.	.	9.144,8	744,4	37,1	10.165,9	790,9	53,8	7,5	52,4	6,4
nov.	.	.	.	9.203,8	731,0	60,6	10.253,7	776,1	75,3	7,6	76,1	7,2
<b>A lungo termine</b>												
2004 nov.	9.087,0	171,3	71,9	7.749,8	140,8	51,9	8.494,8	157,7	61,3	7,6	65,4	7,3
dic.	9.111,8	149,5	24,5	7.766,3	125,6	15,9	8.502,2	137,0	15,8	7,8	62,1	7,3
2005 gen.	9.181,5	205,4	65,7	7.827,5	181,7	57,1	8.589,6	201,9	67,7	8,0	68,3	8,0
feb.	9.297,2	224,1	115,4	7.924,6	183,8	96,9	8.692,5	203,0	105,6	8,2	75,8	8,8
mar.	9.372,2	204,9	74,9	7.975,1	165,3	50,2	8.759,9	185,7	58,1	8,2	48,0	8,7
apr.	9.426,8	185,9	54,9	8.035,7	166,8	60,6	8.839,5	184,7	72,0	8,4	67,8	9,4
mag.	9.497,1	183,4	70,8	8.096,9	153,9	61,5	8.927,8	169,4	67,8	8,0	40,9	8,7
giu.	9.678,8	304,1	181,7	8.241,7	236,9	145,2	9.092,3	259,5	155,3	8,9	142,9	10,6
lug.	9.673,4	155,2	-5,7	8.235,0	131,5	-6,9	9.088,8	146,1	-2,3	8,4	-2,6	8,8
ago.	9.671,3	85,9	-5,6	8.221,0	62,7	-17,6	9.085,4	76,2	-10,1	8,1	21,1	7,4
set.	9.741,4	190,4	70,9	8.264,6	144,0	44,2	9.146,1	163,4	55,6	8,0	48,5	7,4
ott.	.	.	.	8.282,9	137,9	19,2	9.181,3	159,8	32,4	8,0	42,6	6,7
nov.	.	.	.	8.346,9	130,2	64,8	9.270,1	151,0	79,8	8,2	82,5	7,7

### 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 lordi**

	Consistenze						Emissioni lordi					
	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	
	<b>Totale</b>											
2003	8.751	3.353	665	592	3.923	219	7.349	4.626	245	912	1.479	87
2004	9.414	3.714	735	595	4.120	250	8.276	5.480	222	1.028	1.464	83
2004 4° trim.	9.414	3.714	735	595	4.120	250	2.112	1.496	84	228	284	20
2005 1° trim.	9.709	3.850	755	607	4.238	259	1.621	1.621	50	248	412	25
2° trim.	10.049	3.994	830	619	4.342	266	2.696	1.884	109	281	399	23
3° trim.	10.111	4.045	843	617	4.337	270	2.375	1.731	50	251	323	21
2005 ago.	10.056	4.031	826	619	4.313	268	743	573	8	81	77	4
set.	10.111	4.045	843	617	4.337	270	828	582	28	82	126	9
ott.	10.166	4.088	858	627	4.321	273	791	564	26	85	108	7
nov.	10.254	4.120	878	623	4.354	279	776	556	29	87	95	10
	<b>A breve termine</b>											
2003	861	390	6	94	367	3	5.452	3.817	41	796	768	29
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	33
2004 4° trim.	912	447	7	90	362	5	1.657	1.278	12	205	155	7
2005 1° trim.	949	457	8	105	374	5	1.766	1.327	12	229	188	9
2° trim.	957	462	7	105	377	5	2.082	1.628	11	258	178	8
3° trim.	965	475	7	99	379	5	1.990	1.560	12	234	175	9
2005 ago.	971	481	7	102	376	5	667	528	4	77	56	3
set.	965	475	7	99	379	5	665	518	4	76	63	3
ott.	985	490	7	102	380	5	631	489	4	75	61	3
nov.	984	496	7	99	377	5	625	488	3	79	53	2
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2003	7.890	2.963	658	498	3.556	216	1.897	809	203	115	711	58
2004	8.502	3.266	728	505	3.758	245	1.938	905	179	97	708	49
2004 4° trim.	8.502	3.266	728	505	3.758	245	456	218	72	24	129	13
2005 1° trim.	8.760	3.393	747	502	3.863	254	591	293	37	19	224	16
2° trim.	9.092	3.531	822	513	3.965	260	614	256	98	24	221	14
3° trim.	9.146	3.570	835	518	3.957	265	386	171	38	17	148	12
2005 ago.	9.085	3.550	820	516	3.938	262	76	46	4	4	22	1
set.	9.146	3.570	835	518	3.957	265	163	64	24	6	63	6
ott.	9.181	3.597	851	525	3.941	267	160	76	23	10	47	4
nov.	9.270	3.624	872	524	3.976	274	151	68	26	8	42	8
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2003	6.118	1.885	406	422	3.240	165	1.287	415	114	91	626	41
2004	6.381	1.929	416	414	3.436	186	1.193	408	69	61	620	36
2004 4° trim.	6.381	1.929	416	414	3.436	186	259	93	26	15	117	9
2005 1° trim.	6.518	1.968	426	409	3.518	196	386	137	21	15	199	15
2° trim.	6.675	2.003	445	416	3.608	203	343	101	28	15	187	12
3° trim.	6.674	2.014	436	415	3.602	207	235	80	8	8	133	8
2005 ago.	6.651	2.003	437	416	3.589	205	46	24	2	2	17	1
set.	6.674	2.014	436	415	3.602	207	97	32	3	1	56	4
ott.	6.692	2.032	439	420	3.592	209	106	44	8	8	43	3
nov.	6.733	2.035	441	416	3.627	215	83	27	6	3	40	7
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2003	1.579	959	249	59	261	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	290	58	168	130	16	3	17	2
2° trim.	2.115	1.292	374	83	308	57	236	128	70	7	28	3
3° trim.	2.162	1.309	396	86	312	58	123	75	30	6	8	5
2005 ago.	2.130	1.301	379	85	308	57	23	17	2	1	2	0
set.	2.162	1.309	396	86	312	58	57	27	21	3	4	3
ott.	2.170	1.313	408	87	304	58	46	25	14	2	3	1
nov.	2.208	1.326	427	90	305	59	57	30	20	4	2	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

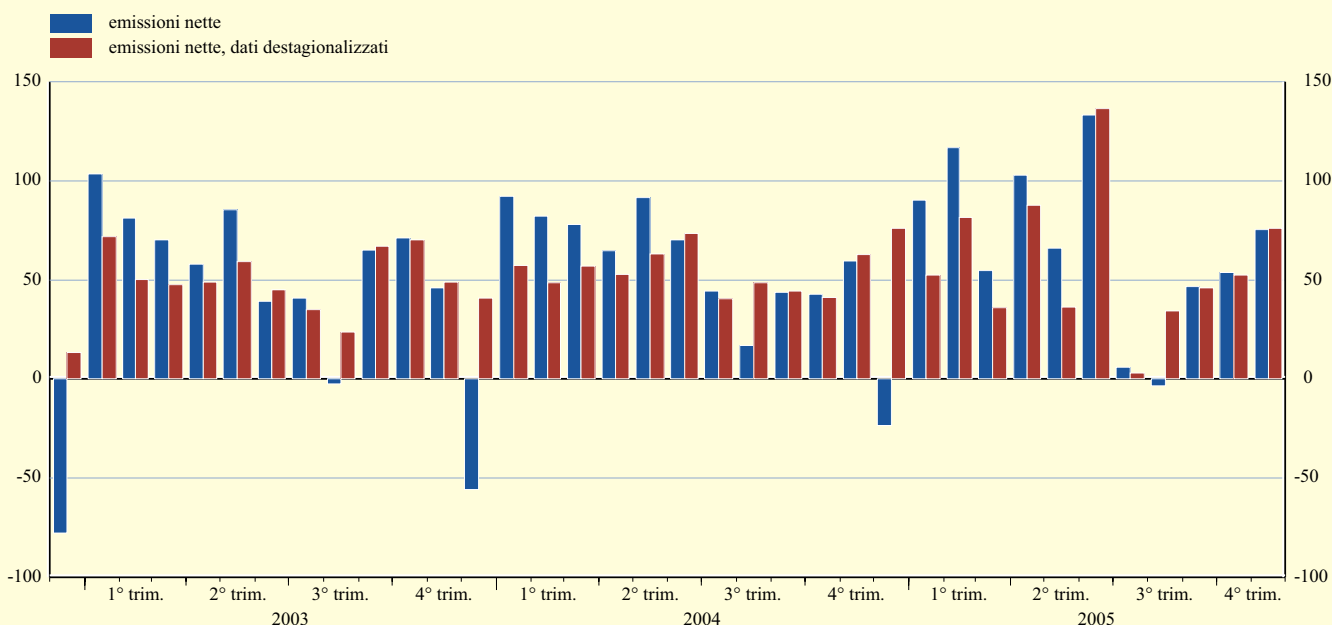
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

### 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	53,8	183,4	40,2
2004	662,5	350,8	74,3	8,3	197,6	31,5	666,5	353,6	72,4	8,0	200,8	31,7
2004 4° trim.	78,7	72,3	50,5	-4,8	-47,6	8,4	180,2	100,6	36,5	0,6	34,6	7,9
2005 1° trim.	261,9	114,8	13,2	13,7	111,3	9,0	170,1	72,3	29,3	10,2	50,0	8,3
2° trim.	302,1	118,1	71,2	8,8	98,1	6,0	260,5	122,5	64,1	4,9	63,5	5,5
3° trim.	49,0	36,8	13,4	-0,8	-4,8	4,5	83,4	48,3	19,5	1,0	8,3	6,3
2005 ago.	-3,6	10,4	-3,2	0,8	-11,1	-0,5	34,3	28,4	7,1	2,8	-4,9	0,8
set.	46,8	6,6	16,6	-1,4	22,6	2,3	46,1	9,5	19,4	3,0	12,1	2,2
ott.	53,8	42,0	15,1	9,6	-15,4	2,6	52,4	32,3	18,1	7,5	-6,6	1,1
nov.	75,3	21,4	19,8	-3,1	30,9	6,3	76,1	22,7	15,9	-3,0	34,8	5,7
	A lungo termine											
2003	546,3	202,4	118,8	51,3	133,3	40,5	547,4	203,1	116,4	51,2	135,9	40,8
2004	615,1	298,2	72,9	11,9	202,4	29,7	618,3	299,2	71,1	11,8	206,2	30,0
2004 4° trim.	105,4	47,6	49,2	4,9	-5,4	9,1	164,1	74,4	35,3	3,7	41,8	8,9
2005 1° trim.	231,4	111,8	12,8	-1,2	99,3	8,7	192,1	85,5	29,1	3,1	66,8	7,5
2° trim.	295,1	112,9	71,5	8,7	96,0	6,1	251,6	111,0	64,1	3,5	67,3	5,8
3° trim.	43,2	26,7	13,7	5,9	-7,6	4,5	67,0	27,7	19,8	7,8	5,5	6,2
2005 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.	55,6	15,7	16,3	2,3	19,0	2,3	48,5	12,9	18,6	4,6	10,5	2,0
ott.	32,4	24,2	15,6	6,2	-16,3	2,7	42,6	24,1	18,6	5,5	-6,7	1,2
nov.	79,8	19,5	19,8	0,2	33,7	6,5	82,5	26,9	16,1	-0,8	34,4	6,0

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

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

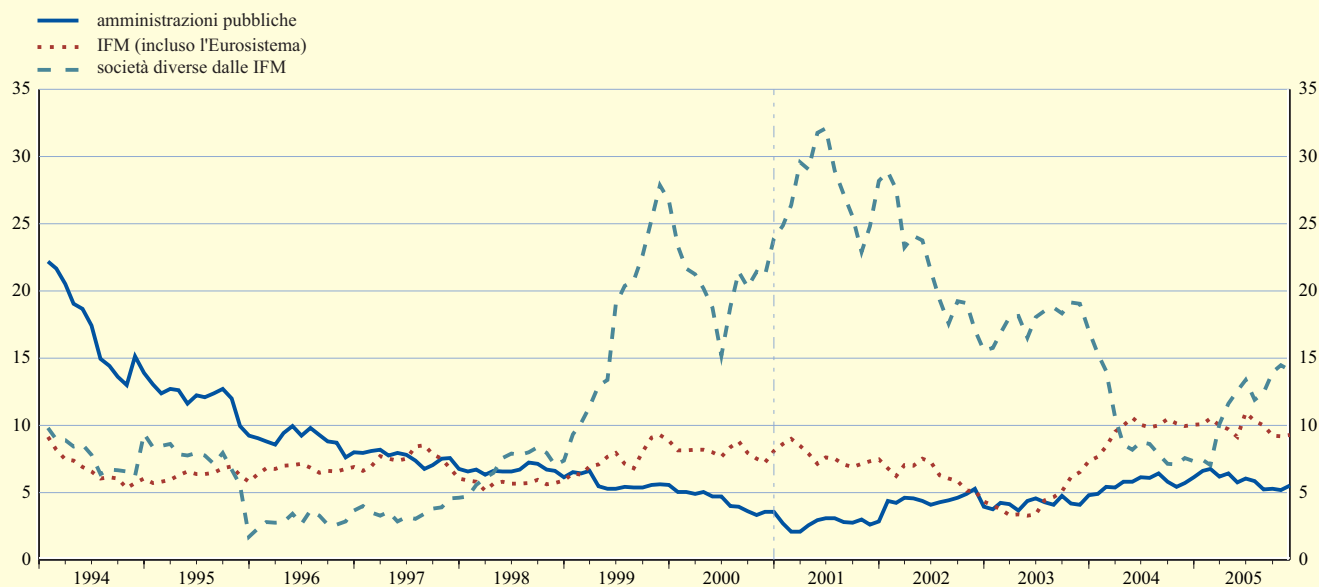


Fonte: BCE.

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

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie non monetarie	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre 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 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	1,4	5,0	14,4	6,9	10,4	13,4	0,9	3,6	10,7
2005 gen.	7,5	9,8	11,0	2,6	5,1	15,1	7,2	9,4	15,2	0,4	4,4	16,1
feb.	7,8	10,5	11,2	2,9	5,3	13,0	7,9	10,2	15,9	2,6	4,9	15,6
mar.	7,4	9,7	14,4	4,3	4,6	11,9	7,6	9,7	19,9	3,6	4,1	13,7
apr.	7,8	9,9	15,9	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,6	6,0	5,3	15,6
mag.	7,5	9,3	18,4	4,7	4,2	11,7	8,0	9,8	19,8	5,3	4,6	10,4
giu.	8,1	10,5	20,1	3,0	4,6	11,1	9,2	10,6	27,2	5,1	5,5	11,3
lug.	7,6	10,0	18,8	1,5	4,3	12,7	8,1	10,7	22,6	2,5	4,1	9,4
ago.	7,4	10,0	18,9	2,2	3,7	11,8	7,0	9,8	22,3	1,8	2,7	8,3
set.	7,4	9,3	21,5	2,8	3,8	11,5	7,2	9,1	23,2	2,0	3,4	9,3
ott.	7,5	9,4	21,8	4,0	3,6	11,8	6,4	8,4	24,2	2,0	2,0	8,2
nov.	7,6	9,4	21,4	2,9	4,0	11,7	7,2	8,8	22,9	0,7	3,5	13,1
	A lungo termine											
2004 nov.	7,6	9,9	10,4	3,9	5,2	13,5	7,3	8,5	16,9	7,9	4,2	12,1
dic.	7,8	10,0	11,1	2,4	5,7	13,8	7,3	9,7	12,8	5,9	4,2	10,9
2005 gen.	8,0	10,1	10,9	2,8	6,1	14,8	8,0	9,8	14,7	2,6	5,5	16,0
feb.	8,2	10,5	10,9	1,8	6,4	12,6	8,8	10,8	15,5	2,6	6,3	15,6
mar.	8,2	10,0	14,2	4,6	5,8	11,5	8,7	10,2	19,7	2,7	5,9	14,3
apr.	8,4	9,7	15,6	6,1	6,0	12,6	9,4	10,0	19,2	3,0	7,5	16,2
mag.	8,0	9,1	18,3	4,9	5,4	11,7	8,7	9,8	19,6	1,8	6,6	11,3
giu.	8,9	11,0	19,9	4,3	5,7	11,1	10,6	12,2	27,4	2,7	7,2	11,1
lug.	8,4	10,3	18,6	2,7	5,4	13,0	8,8	10,8	22,8	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	4,4	3,4	8,8
set.	8,0	9,2	21,5	3,6	4,8	12,0	7,4	8,3	23,5	4,5	3,8	9,7
ott.	8,0	9,2	21,9	4,2	4,7	12,2	6,7	8,3	24,8	5,4	2,0	8,4
nov.	8,2	9,3	21,5	3,6	5,1	12,4	7,7	8,8	23,4	5,4	3,6	13,5

**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.

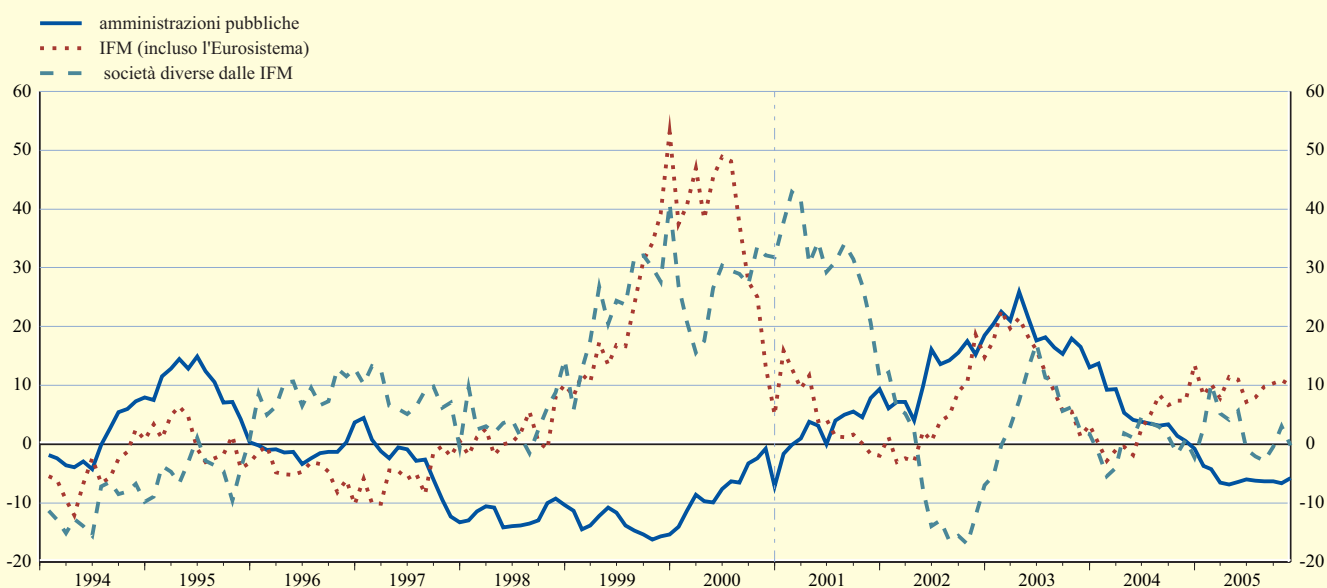
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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
	15	16	17	18	21	22	23	24				
Tutte le valute												
2003	5,2	2,2	15,3	12,2	4,4	22,6	8,4	8,3	51,4	-13,4	-9,6	43,1
2004	5,1	3,1	6,4	3,3	5,8	14,7	16,3	18,5	27,2	8,6	0,6	26,4
2004 4° trim.	4,3	2,4	2,6	0,7	5,7	12,3	17,8	20,2	22,6	29,8	2,3	18,7
2005 1° trim.	4,7	2,8	3,9	-1,2	6,3	13,7	18,3	19,4	23,8	27,8	7,7	12,3
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,7	19,4	19,0	34,9	26,6	8,5	3,1
3° trim.	4,5	3,0	6,6	0,6	5,0	15,6	20,6	19,6	38,8	17,7	11,3	1,6
2005 giu.	4,8	3,1	7,5	0,7	5,5	14,6	22,0	21,5	39,1	26,3	10,8	0,2
lug.	4,6	3,0	6,3	0,3	5,2	16,4	20,6	20,4	37,2	15,2	10,1	2,0
ago.	4,5	3,1	6,4	0,9	5,0	15,7	19,9	19,1	38,0	16,0	10,2	0,8
set.	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,8	17,3	43,5	18,4	16,2	3,5
ott.	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,3	18,7	15,1	43,6	17,9	11,3	2,3
nov.	4,9	4,3	5,2	0,0	5,2	16,1	18,5	14,6	44,8	19,4	10,2	0,9
Euro												
2003	4,6	0,1	20,5	12,5	4,2	21,3	8,5	7,6	51,4	-8,9	-9,6	43,6
2004	4,8	1,3	10,4	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,3	8,9	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	27,4	2,3	18,1
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,8	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,3	24,1	26,8	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,1	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,9	24,7	8,9	3,7
3° trim.	4,2	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,4	18,9	38,4	18,5	11,8	2,5
2005 giu.	4,5	0,9	11,6	0,5	5,4	15,1	21,9	21,2	38,9	24,2	11,4	1,3
lug.	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,0	17,0	20,5	19,8	37,0	16,3	10,6	3,0
ago.	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,2	19,7	18,3	37,8	17,3	10,6	1,7
set.	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,2	15,9	41,7	19,8	16,9	4,3
ott.	4,3	2,2	9,7	1,4	4,6	15,6	18,0	13,9	41,1	19,3	11,8	2,5
nov.	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,5	17,7	13,0	42,4	21,0	10,7	1,0

### 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'euro <sup>1)</sup>

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

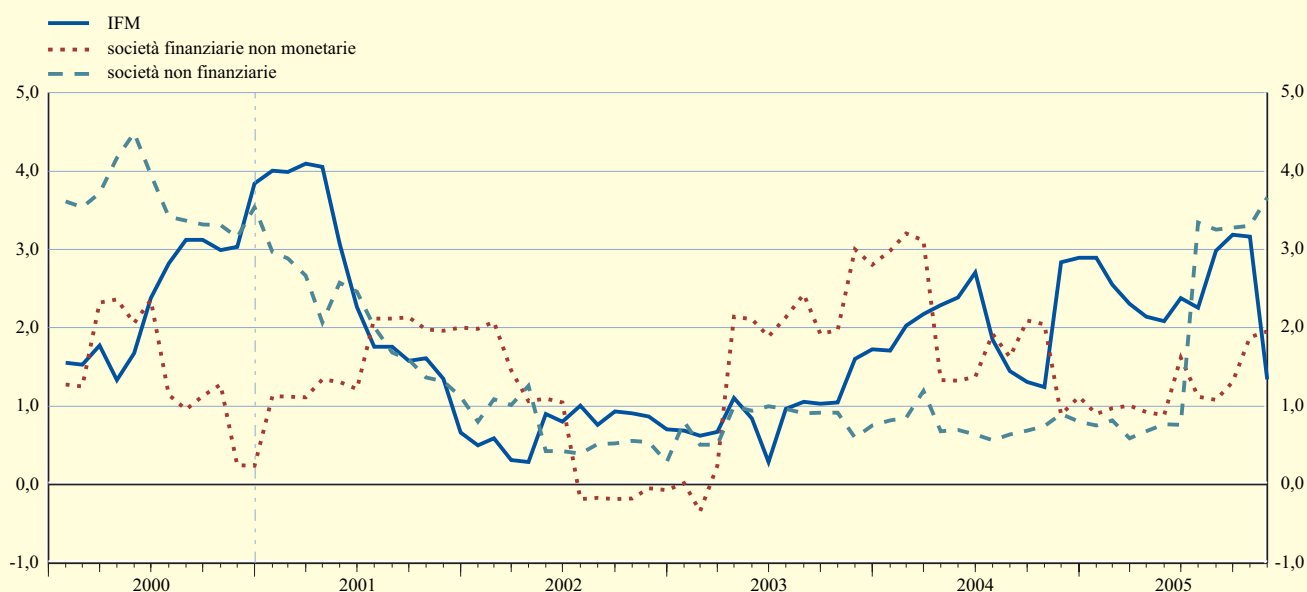
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie non monetarie		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 01 = 100	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 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.	4.272,7	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	3.443,7	3,3
ago.	4.606,4	105,1	3,0	723,4	3,0	450,3	1,1	3.432,6	3,3
set.	4.818,7	105,2	3,1	764,1	3,2	475,8	1,3	3.578,8	3,3
ott.	4.651,0	105,4	3,1	752,4	3,2	473,0	1,9	3.425,7	3,3
nov.	4.873,1	105,7	3,1	809,2	1,3	506,0	2,0	3.557,8	3,7

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

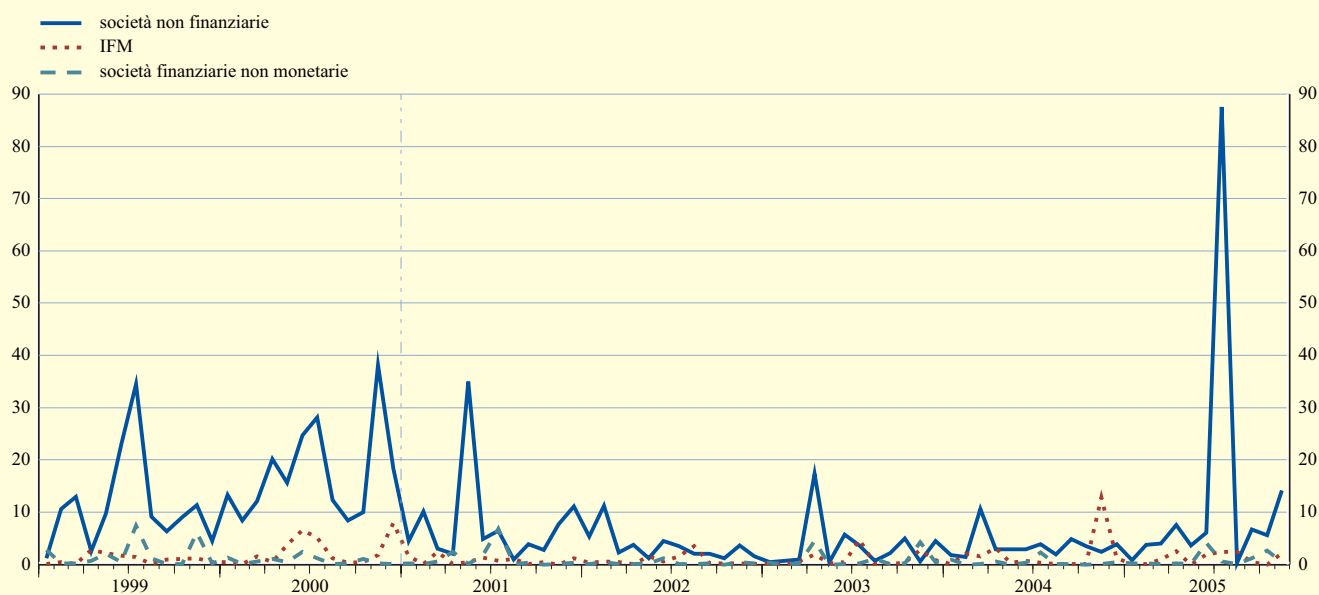
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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
set.	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.	8,3	1,3	6,9	0,0	0,1	-0,1	2,7	0,0	2,7	5,6	1,2	4,4
nov.	16,7	2,9	13,8	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,1	2,9	11,2

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

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



Fonte: BCE.

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

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

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

##### 1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

	Depositi da famiglie						Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>1) 2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita			
	1	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	7	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
2004 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
nov.	0,70	2,01	2,34	2,18	1,99	2,27	0,99	2,08	2,18	3,43	2,03

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) <sup>3)</sup>	Altri prestiti per periodo iniziale di determinazione del tasso		
		Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 anni				
2004 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
nov.	9,69	6,74	6,33	7,84	7,62	3,38	3,69	3,97	3,96	3,85	4,00	4,29	4,33

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

	Conti correnti attivi <sup>1)</sup>	Altri prestiti fino a 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)			Altri prestiti oltre 1 milione di euro (per periodo iniziale di determinazione del tasso)		
		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
2004 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
nov.	5,09	3,91	4,44	3,99	3,08	3,58	3,98

Fonte: BCE.

- Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 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.
- 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)

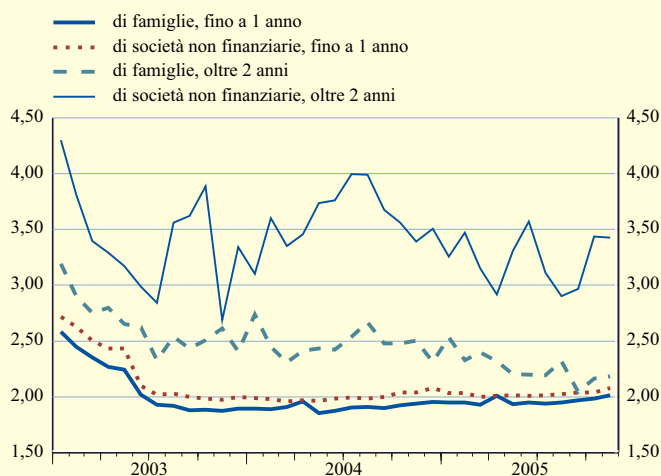
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2004 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
nov.	0,70	1,96	3,15	1,99	2,27	0,99	2,16	3,46	2,06

#### 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 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
nov.	4,51	4,17	4,53	7,88	6,77	5,70	4,29	3,79	4,25

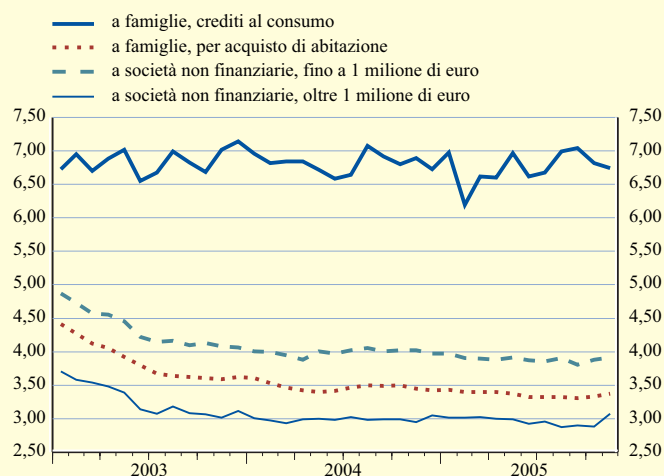
#### F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



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

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



Fonte: BCE.

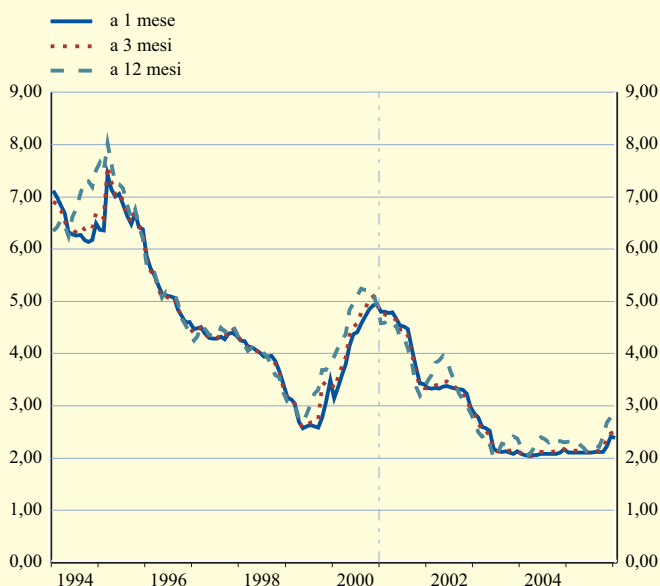
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
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	2,33	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
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	2,33	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	2,78	4,49	0,07
2006 gen.	2,33	2,39	2,51	2,65	2,83	4,60	0,07

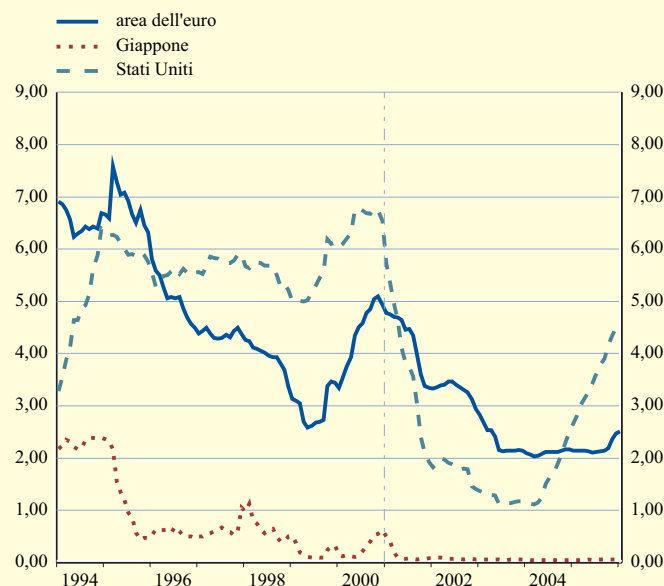
#### F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.

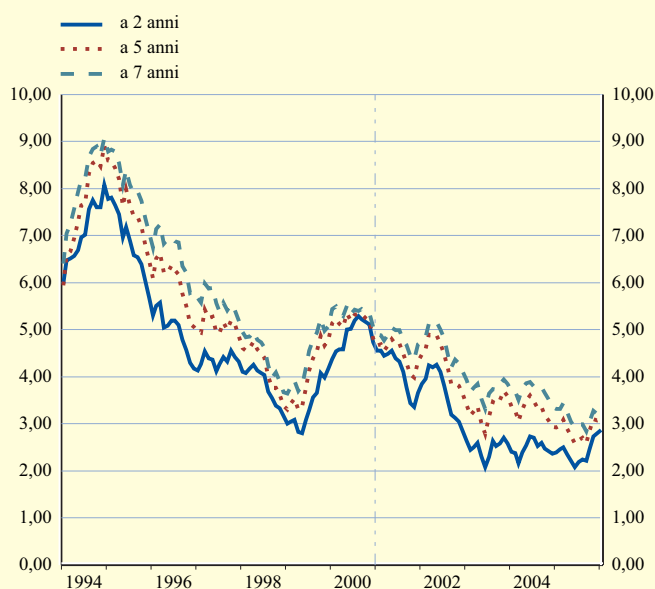
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

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

	Area dell'euro <sup>1)</sup>					Stati Uniti	Giappone
	a 2 anni 1	a 3 anni 2	a 5 anni 3	a 7 anni 4	a 10 anni 5	a 10 anni 6	a 10 anni 7
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
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
2006 gen.	2,86	2,94	3,10	3,21	3,39	4,41	1,47

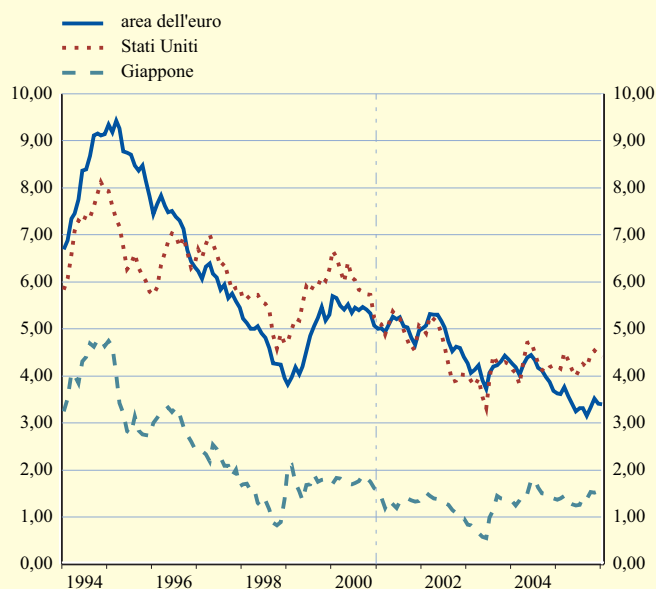
## F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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.

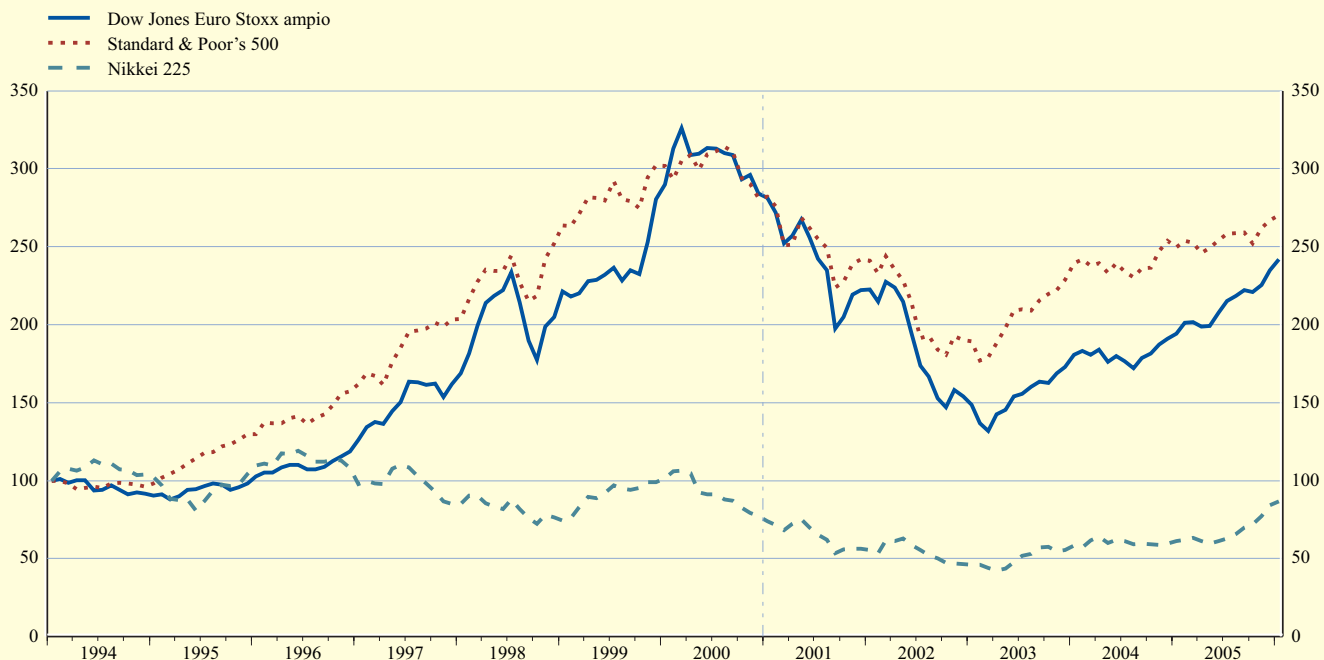
1) I rendimenti dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali. Fino al dicembre 1998 questi sono ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo 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
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
2006 gen.	335,5	3.626,9	356,5	196,1	276,1	429,6	340,6	361,4	344,6	391,3	414,6	519,2	1.277,7	16.103,4

**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 <sup>1)</sup>	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
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	-	-	-	-	-	-
2005	118,2	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2004 4° trim.	116,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,5	0,3	0,1	0,1	1,8	0,6
2005 1° trim.	116,7	2,0	1,7	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2° trim.	118,1	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
3° trim.	118,6	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,6	-0,2	0,0	5,6	0,6
4° trim.	119,3	2,3	1,5	2,5	2,1	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,5
2005 lug.	118,2	2,2	1,3	2,1	2,3	0,3	0,2	-0,5	-0,1	2,7	0,2
ago.	118,5	2,2	1,3	2,2	2,2	0,3	0,2	0,4	0,0	1,3	0,2
set.	119,1	2,6	1,4	2,9	2,2	0,4	0,5	-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.	119,5	2,2	1,4	2,4	2,1	0,1	0,2	0,7	0,0	-0,7	0,1

	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 <sup>1)</sup>	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
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
2005	1,5	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1
2004 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
4° trim.	1,9	2,2	1,4	2,7	0,4	11,1	2,4	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,8
2005 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	-2,7	2,2	2,7
dic.	1,7	1,8	1,5	2,7	0,4	11,2	2,5	2,0	2,6	-2,7	2,2	2,8

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2005.

**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**

in perc. del totale <sup>5)</sup>	Prezzi alla produzione dei beni industriali										Prezzi delle costruzioni <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>	Prezzi internazionali delle materie prime <sup>3)</sup>	Prezzo del petrolio <sup>4)</sup> (euro per barile)			
	Industria escluse le costruzioni														Beni energetici	Totale	Totale al netto dell'energia
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e l'energia						Beni di consumo								
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Totale	Durevoli		Non durevoli							
	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		
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5		
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1		
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,0	18,4	10,8	30,5		
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	28,5	9,4	44,6		
2004 4° trim.	107,2	3,8	4,0	2,8	5,5	1,2	1,2	1,1	1,2	8,5	3,5	7,2 <sup>6)</sup>	22,9	1,3	34,5		
2005 1° trim.	108,2	4,1	3,8	2,8	5,1	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	3,5	-	22,9	1,9	36,6		
2° trim.	109,4	3,9	3,1	1,9	3,1	1,5	0,9	1,4	0,8	12,1	3,1	7,7 <sup>6)</sup>	22,4	2,2	42,2		
3° 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		
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	34,2	23,2	48,6		
2005 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	1,5	1,7	1,0	1,4	1,2	1,5	14,7	-	-	33,0	22,5	47,9		
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	48,6	29,8	48,5		
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	42,9	22,8	52,5		

**3. Costo orario del lavoro<sup>7)</sup>**

in perc. del totale <sup>5)</sup>	Totale (indice dest. 2000 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività (non esaustivo)			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	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 <sup>1)</sup>								
2001	102,3	2,3	1,6	1,4	2,3	1,4	4,0	2,6
2002	104,5	2,2	1,5	1,1	3,0	1,6	3,0	2,9
2003	106,4	1,8	2,8	1,0	1,6	1,6	1,8	2,8
2004	107,4	0,9	-7,4	-0,2	2,3	0,5	2,0	1,7
2004 3° trim.	107,3	0,4	-8,8	-1,4	3,5	0,8	2,3	0,4
4° trim.	107,9	1,0	-5,6	0,8	3,1	0,3	1,9	1,3
2005 1° trim.	108,2	1,1	0,7	0,2	3,9	0,7	1,6	1,5
2° trim.	108,3	0,9	3,3	-0,3	2,4	0,9	2,3	1,3
3° trim.	108,1	0,7	1,0	-0,2	1,2	0,2	2,0	1,7
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	0,9	2,7	2,5	2,0	1,8	2,6
2004	109,9	2,0	0,5	3,0	3,3	1,5	1,3	2,1
2004 3° trim.	109,9	1,5	0,4	2,3	3,1	1,6	1,6	0,8
4° trim.	110,3	1,7	1,8	2,4	3,2	1,6	1,1	1,5
2005 1° trim.	111,0	1,5	2,7	1,7	2,5	1,9	1,6	1,0
2° trim.	111,5	1,4	2,6	1,8	3,1	2,0	2,0	0,3
3° trim.	111,7	1,6	1,3	2,2	3,5	1,9	1,8	0,7
Produttività del lavoro <sup>2)</sup>								
2001	100,5	0,5	-0,2	1,1	0,8	1,1	-1,4	0,4
2002	100,7	0,2	1,5	1,5	0,2	0,6	-1,1	0,0
2003	101,2	0,5	-1,8	1,7	0,9	0,4	0,0	-0,2
2004	102,3	1,1	8,5	3,2	1,0	1,0	-0,7	0,4
2004 3° trim.	102,3	1,1	10,0	3,7	-0,5	0,8	-0,7	0,4
4° trim.	102,3	0,7	7,8	1,6	0,1	1,3	-0,8	0,1
2005 1° trim.	102,6	0,4	2,0	1,5	-1,3	1,2	0,0	-0,5
2° trim.	102,9	0,5	-0,7	2,1	0,8	1,1	-0,3	-1,0
3° trim.	103,3	0,9	0,3	2,4	2,3	1,6	-0,1	-1,0

### 5. Deflatori del PIL

	Totale (indice destagionalizzato 2000 = 100)	Totale	Domanda interna			Esportazioni <sup>3)</sup>	Importazioni <sup>3)</sup>	
			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi			Investimenti fissi lordi
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,2	3,0	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	1,9	2,1	2,4	1,2	1,5
2004 3° trim.	109,2	1,7	2,0	2,0	1,1	2,9	2,1	3,0
4° trim.	109,7	1,8	2,2	1,9	2,0	3,1	2,4	3,8
2005 1° trim.	110,1	1,9	2,1	1,8	1,9	3,0	2,9	3,6
2° trim.	110,6	1,6	1,8	1,7	1,3	2,5	2,2	3,1
3° trim.	110,9	1,5	2,1	2,0	1,8	2,4	2,3	4,2

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat.

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

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

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

**5.2 Produzione e domanda**
**1. PIL e componenti della domanda**

	PIL								
	Totale	Domanda interna					Bilancia commerciale <sup>1)</sup>		
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2001	6.996,6	6.885,0	4.028,9	1.388,0	1.465,0	3,1	111,6	2.587,3	2.475,8
2002	7.240,2	7.050,8	4.146,2	1.462,5	1.455,6	-13,5	189,4	2.622,7	2.433,3
2003	7.439,2	7.275,9	4.273,1	1.520,5	1.483,2	-0,9	163,3	2.625,5	2.462,2
2004	7.714,1	7.552,2	4.418,4	1.569,4	1.546,0	18,4	161,9	2.815,0	2.653,1
2004 3° trim.	1.936,9	1.898,3	1.106,8	393,3	389,2	9,0	38,7	714,8	676,2
4° trim.	1.948,7	1.916,8	1.120,0	394,5	393,8	8,5	31,9	721,6	689,7
2005 1° trim.	1.962,9	1.926,9	1.124,8	398,3	394,6	9,3	36,0	719,6	683,6
2° trim.	1.979,6	1.949,1	1.133,6	403,0	401,6	10,9	30,6	738,3	707,8
3° trim.	1.997,9	1.970,9	1.145,5	406,3	409,9	9,2	27,0	769,4	742,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2004	100,0	97,9	57,3	20,3	20,0	0,2	2,1	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>3)</sup>)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2004 3° trim.	0,3	0,6	0,2	0,2	0,3	-	-	1,1	2,0
4° trim.	0,2	0,6	0,8	-0,1	0,6	-	-	0,4	1,4
2005 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	-	-	-0,7	-1,3
2° trim.	0,4	0,5	0,2	0,6	0,9	-	-	2,2	2,5
3° trim.	0,6	0,4	0,3	0,7	1,3	-	-	3,3	2,8
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2001	1,9	1,2	1,3	2,3	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	1,7	0,8	-	-	1,2	3,0
2004	2,1	2,0	1,6	1,2	2,3	-	-	6,5	6,6
2004 3° trim.	1,9	2,3	1,2	1,1	2,0	-	-	6,2	7,7
4° trim.	1,6	2,0	1,9	0,7	1,7	-	-	5,9	7,2
2005 1° trim.	1,2	1,6	1,3	0,8	1,3	-	-	3,3	4,5
2° trim.	1,2	1,8	1,3	1,0	1,9	-	-	3,0	4,6
3° trim.	1,6	1,6	1,5	1,4	2,9	-	-	5,2	5,4
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente in punti percentuali</i>									
2004 3° trim.	0,3	0,6	0,1	0,0	0,1	0,3	-0,3	-	-
4° trim.	0,2	0,5	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,3	-	-
2005 1° trim.	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-	-
2° trim.	0,4	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	-0,1	-	-
3° trim.	0,6	0,4	0,2	0,1	0,3	-0,2	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente in punti percentuali</i>									
2001	1,9	1,2	0,8	0,4	0,1	-0,1	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	0,5	0,4	0,1	-	-
2004 3° trim.	1,9	2,2	0,7	0,2	0,4	0,9	-0,3	-	-
4° trim.	1,6	1,9	1,1	0,1	0,3	0,4	-0,3	-	-
2005 1° trim.	1,2	1,6	0,7	0,2	0,3	0,5	-0,3	-	-
2° trim.	1,2	1,7	0,8	0,2	0,4	0,4	-0,5	-	-
3° trim.	1,6	1,6	0,9	0,3	0,6	-0,1	0,0	-	-

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	6.283,2	157,9	1.364,6	356,3	1.332,4	1.673,6	1.398,4	713,4
2002	6.504,1	153,1	1.376,9	369,2	1.383,2	1.750,4	1.471,3	736,1
2003	6.679,6	152,7	1.385,7	386,3	1.413,7	1.813,1	1.528,0	759,6
2004	6.919,6	153,4	1.428,1	410,6	1.460,2	1.884,3	1.583,0	794,5
2004 3° trim.	1.737,6	38,1	359,9	103,0	366,8	474,4	395,5	199,3
4° trim.	1.746,5	38,4	359,0	104,7	368,6	477,3	398,4	202,2
2005 1° trim.	1.761,0	37,5	362,4	104,9	371,0	482,9	402,3	201,9
2° trim.	1.775,9	37,3	367,6	107,6	373,7	486,4	403,2	203,8
3° trim.	1.788,5	37,3	369,3	109,8	376,5	490,3	405,3	209,5
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2004	100,0	2,2	20,6	5,9	21,1	27,2	22,9	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati<sup>1)</sup>)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2004 3° trim.	0,2	-0,1	0,2	-0,4	0,3	0,4	0,1	0,6
4° trim.	0,2	0,7	-0,6	0,7	0,4	0,2	0,4	0,5
2005 1° trim.	0,3	-1,7	0,2	-0,3	0,5	0,9	0,1	0,2
2° trim.	0,5	-1,1	0,9	1,9	0,6	0,4	-0,3	0,0
3° trim.	0,5	0,0	0,9	0,3	0,6	0,5	0,4	1,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2001	2,0	-1,3	1,1	1,3	2,8	2,7	1,7	0,7
2002	1,0	-0,2	-0,2	0,1	1,2	1,4	2,0	0,0
2003	0,7	-4,0	0,2	1,0	0,6	1,3	1,1	0,8
2004	2,2	7,4	2,3	2,1	2,3	2,0	1,7	1,2
2004 3° trim.	2,0	9,2	2,0	1,2	1,8	1,9	1,7	1,1
4° trim.	1,7	6,9	0,7	1,4	2,3	1,9	1,5	0,8
2005 1° trim.	1,4	0,4	0,5	-0,1	2,2	2,2	0,9	0,1
2° trim.	1,2	-2,2	0,7	1,8	1,9	1,9	0,3	1,4
3° trim.	1,5	-2,1	1,4	2,6	2,1	2,0	0,6	2,3
<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	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	-
2° trim.	0,5	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
3° trim.	0,5	0,0	0,2	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	0,3	0,4	0,4	-
2003	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,3	-
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	0,1	0,1	0,5	0,5	0,4	-
2005 1° trim.	1,4	0,0	0,1	0,0	0,5	0,6	0,2	-
2° trim.	1,2	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,5	0,1	-
3° trim.	1,5	0,0	0,3	0,2	0,5	0,5	0,1	-

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 <sup>1)</sup>	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
3	4	5	6	7	8	9	10							
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	-0,1	0,6	2,5	-0,2		
2004 4° trim.	1,1	102,3	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	102,2	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	0,6	0,8	0,3	-0,4	2,0	0,5	-1,8	0,9	1,2	-0,1		
3° trim.	1,2	103,8	1,5	1,5	1,3	1,2	2,8	1,6	-0,3	2,0	0,0	0,9		
2005 giu.	0,8	103,2	0,6	0,5	-0,1	-1,2	2,4	0,5	-0,5	0,7	2,6	0,6		
lug.	0,7	103,3	0,7	0,2	-0,2	-0,5	2,8	0,0	-1,9	0,4	1,9	0,6		
ago.	1,9	104,2	2,7	3,1	3,0	3,6	2,6	3,4	2,5	3,5	-0,5	2,4		
set.	1,2	103,9	1,3	1,7	1,5	1,1	3,0	1,8	-0,3	2,2	-1,4	-0,1		
ott.	.	103,2	0,3	0,8	0,5	1,4	0,4	0,9	-0,5	1,1	-2,2	.		
nov.	.	104,5	2,7	3,3	3,1	3,7	4,5	0,8	2,8	0,5	0,9	.		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2005 giu.	0,1	-	0,5	0,6	0,5	-0,3	1,3	0,1	1,5	-0,2	2,1	0,9		
lug.	0,1	-	0,2	0,0	0,1	0,9	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,1		
ago.	0,6	-	0,8	1,4	1,5	2,0	-0,1	1,2	1,0	1,3	-2,3	0,3		
set.	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,9	-0,5	-1,3	-0,4	-0,1	-1,4		
ott.	.	-	-0,7	-0,8	-0,8	0,1	-1,3	-0,6	-0,3	-0,7	-1,7	.		
nov.	.	-	1,3	1,2	1,3	1,5	1,4	-0,1	1,4	-0,3	3,2	.		

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

in perc. del totale <sup>1)</sup>	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>2)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	Prezzi costanti					Migliaia <sup>2)</sup> (dest.)	Totale	
	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Totale	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	105,2	7,3	105,9	4,9	1,7	102,9	0,9	0,8	0,8	0,9	2,8	922	1,1
2005 1° trim.	106,1	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.	108,8	3,4	110,3	4,2	1,6	103,6	0,6	0,3	0,6	0,8	0,5	937	1,0
3° trim.	110,3	5,0	110,9	3,9	2,0	103,8	1,0	0,3	1,5	1,2	1,7	941	4,6
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	931	-1,2
2005 lug.	109,6	1,7	106,7	0,3	0,5	103,4	-0,2	-1,0	0,3	0,0	0,5	938	3,0
ago.	109,7	7,9	112,7	7,3	3,2	104,4	2,2	0,9	3,4	4,2	3,3	932	7,4
set.	111,5	6,1	113,2	4,8	2,3	103,7	1,0	1,1	0,9	-0,1	1,6	952	4,5
ott.	110,9	4,3	106,5	1,5	1,4	103,9	0,3	0,3	0,2	0,9	1,0	941	0,1
nov.	116,4	9,3	113,3	4,7	1,9	103,9	0,6	0,1	1,0	1,7	1,3	931	-2,0
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	921	-1,8
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2005 lug.	-	-1,4	-	-5,0	-0,5	-	-0,6	-0,8	-0,3	0,1	-0,4	-	-4,2
ago.	-	0,1	-	5,6	1,1	-	1,0	0,5	1,3	1,9	1,3	-	-0,7
set.	-	1,7	-	0,5	-0,4	-	-0,7	0,0	-1,1	-3,6	-0,7	-	2,1
ott.	-	-0,5	-	-5,9	0,3	-	0,2	0,4	0,0	1,2	-0,2	-	-1,2
nov.	-	4,9	-	6,3	0,1	-	0,0	-0,2	0,3	0,9	0,1	-	-1,1
dic.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	-1,0

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 12 e 13 nella tavola 4 della sezione 5.2 (elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Nel 2000.

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

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

## 5.2 Produzione e domanda

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>4)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie <sup>3)</sup>				
		Clima di fiducia					Totale <sup>5)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>5)</sup>	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	81,2	-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	81,0	-15	-4	-17	29	-8
4° trim.	100,2	-6	-15	10	7	81,4	-12	-4	-15	22	-9
2005 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	81,1	-13	-5	-15	23	-9
nov.	99,9	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
dic.	100,6	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9
2006 gen.	101,8	-4	-12	9	9	81,7	-11	-3	-11	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 <sup>5)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>5)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>5)</sup>	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
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 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.	-6	-11	0	-4	-5	16	9	13	9	13	18
2006 gen.	-4	-8	1	-4	-5	14	7	15	12	16	17

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

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

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

**1. Occupazione**

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Milioni (dest.)		Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,4	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.	136,891	0,8	0,6	1,5	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	1,3
4° trim.	137,228	1,0	0,9	1,5	-0,7	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 1° trim.	137,292	0,9	0,8	1,0	-1,5	-1,1	1,5	1,0	2,2	1,4
2° trim.	137,479	0,8	0,7	0,9	-1,4	-1,3	1,4	0,8	2,3	1,4
3° trim.	137,797	0,7	0,8	0,3	-2,0	-1,1	1,4	0,3	2,3	1,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2004 3° trim.	0,366	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.	0,064	0,0	0,3	-1,1	-1,1	-0,8	0,0	0,1	0,7	0,4
2° trim.	0,187	0,1	0,0	0,7	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,2
3° trim.	0,318	0,2	0,2	0,5	-0,8	-0,2	0,3	0,2	0,6	0,5

**2. Disoccupazione**

(dati destagionalizzati)

	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>			
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine	
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro
in perc. del totale <sup>2)</sup>	100,0	75,5	24,5	48,6	51,4					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2002	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2003	12,900	8,9	9,751	7,6	3,149	18,0	6,188	7,6	6,712	10,5
2004	12,530	8,6	9,460	7,3	3,070	17,8	6,088	7,4	6,442	10,0
2004 3° trim.	12,885	8,8	9,748	7,6	3,138	18,0	6,265	7,6	6,620	10,3
4° trim.	12,844	8,8	9,626	7,5	3,219	18,4	6,216	7,6	6,628	10,3
2005 1° trim.	12,659	8,6	9,590	7,4	3,069	17,7	6,151	7,5	6,508	10,1
2° trim.	12,343	8,4	9,378	7,3	2,965	17,3	6,032	7,4	6,312	9,8
3° trim.	12,202	8,3	9,209	7,1	2,993	17,5	5,894	7,2	6,308	9,8
2005 lug.	12,451	8,5	9,486	7,3	2,966	17,3	6,065	7,4	6,386	9,9
ago.	12,357	8,4	9,396	7,3	2,960	17,3	6,047	7,4	6,310	9,8
set.	12,222	8,4	9,252	7,2	2,970	17,3	5,984	7,3	6,238	9,7
ott.	12,175	8,3	9,191	7,1	2,985	17,5	5,927	7,2	6,249	9,7
nov.	12,207	8,3	9,212	7,1	2,995	17,5	5,891	7,2	6,316	9,8
dic.	12,225	8,4	9,226	7,1	2,999	17,6	5,864	7,2	6,361	9,9

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

- 1) I dati di occupazione e disoccupazione si riferiscono a persone; i primi sono basati sul SEC 95, i secondi sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Occupazione nel 2004; disoccupazione nel 2005.
- 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 <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>3)</sup>
		Imposte dirette		Imprese	Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti	Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale		
		Famiglie												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 <sup>3)</sup>	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 <sup>4)</sup>						Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
	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)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1996	-4,3	-3,7	-0,4	0,0	-0,1	1,3	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 (+) <sup>5)</sup>

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

(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 <sup>2)</sup>			Altri creditori <sup>3)</sup>	
						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 <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri <sup>5)</sup>	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 <sup>6)</sup>

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

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione				Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori <sup>7)</sup>
		Fabbisogno <sup>2)</sup>	Effetti di rivalutazione <sup>3)</sup>	Altre variazioni in volume <sup>4)</sup>	Effetto di aggregazione <sup>5)</sup>	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>6)</sup>	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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 (+) <sup>8)</sup>	Raccordo disavanzo-debito <sup>9)</sup>											Altro <sup>10)</sup>
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche							Effetti di rivalutazione	Effetti di cambio	Altre variazioni in volume	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Titoli <sup>11)</sup>	Prestiti	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

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

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

**2. Area dell'euro: spese e disavanzo/avanzo trimestrali**

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo (+) primario	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1999 3° trim.	47,1	43,5	10,2	4,5	4,0	24,8	21,2	1,6	3,6	2,5	1,1	-2,5	1,5
4° trim.	50,4	45,6	11,0	5,3	3,7	25,7	22,1	1,6	4,8	3,1	1,7	0,2	3,9
2000 1° trim.	46,0	42,7	10,2	4,5	4,1	24,0	20,9	1,2	3,2	2,0	1,3	-2,5	1,6
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,9	1,4	3,4	2,3	1,1	1,2	5,0
3° trim.	43,1	42,8	10,1	4,5	4,0	24,2	20,9	1,5	0,3	2,5	1,0	1,2	5,1
4° trim.	49,4	45,6	11,0	5,2	3,7	25,7	21,8	1,6	3,8	3,1	1,5	0,2	4,0
2001 1° trim.	45,6	42,2	10,1	4,1	4,0	24,0	20,9	1,2	3,4	1,9	1,5	-3,2	0,8
2° trim.	46,5	43,0	10,3	4,6	3,9	24,2	20,8	1,4	3,5	2,4	1,1	0,4	4,3
3° trim.	46,4	42,7	10,0	4,6	3,9	24,3	20,9	1,5	3,7	2,5	1,2	-2,8	1,1
4° trim.	51,0	46,0	10,9	5,6	3,6	25,9	22,0	1,6	4,9	3,2	1,8	-1,9	1,7
2002 1° trim.	46,1	42,6	10,3	4,2	3,7	24,4	21,2	1,2	3,4	1,9	1,5	-4,0	-0,3
2° trim.	46,8	43,3	10,4	4,9	3,6	24,6	21,2	1,4	3,5	2,3	1,1	-1,2	2,4
3° trim.	47,1	43,3	10,1	4,7	3,5	25,1	21,4	1,4	3,7	2,5	1,2	-3,3	0,2
4° trim.	50,8	46,4	11,0	5,6	3,4	26,4	22,6	1,6	4,4	2,8	1,6	-1,7	1,6
2003 1° trim.	46,8	43,3	10,4	4,4	3,6	24,9	21,6	1,2	3,5	1,9	1,6	-4,7	-1,1
2° trim.	47,6	44,1	10,5	4,7	3,4	25,4	21,8	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,4	2,0
3° trim.	47,2	43,5	10,3	4,7	3,3	25,2	21,7	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,2	-0,9
4° trim.	51,2	46,3	10,9	5,7	3,1	26,6	22,8	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,8	1,3
2004 1° trim.	46,5	43,1	10,4	4,5	3,3	24,9	21,5	1,1	3,4	2,0	1,4	-4,8	-1,5
2° trim.	46,8	43,4	10,5	4,8	3,2	25,0	21,6	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,5
3° trim.	46,2	42,8	10,0	4,6	3,2	25,0	21,5	1,3	3,4	2,5	0,9	-3,4	-0,2
4° trim.	50,6	45,7	10,8	5,6	3,0	26,2	22,5	1,4	4,9	3,1	1,8	-1,1	1,9
2005 1° trim.	46,7	43,3	10,3	4,4	3,2	25,3	21,6	1,1	3,4	1,9	1,5	-4,1	-0,9
2° trim.	46,4	43,0	10,3	4,8	3,1	24,8	21,5	1,2	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
3° trim.	45,9	42,5	10,0	4,6	3,1	24,9	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-2,5	0,6

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 <sup>1)</sup>

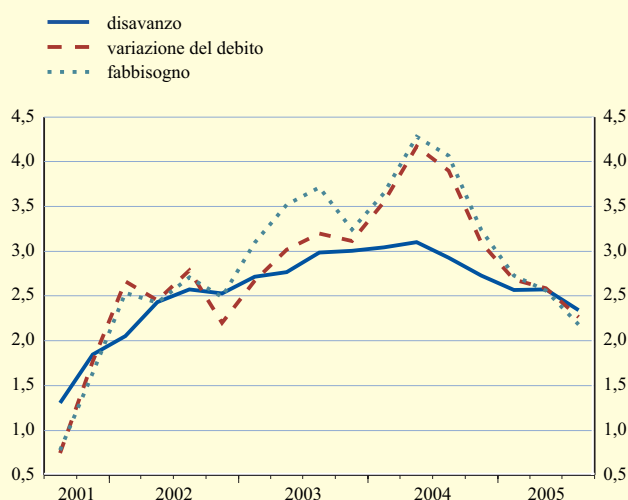
	Totale	Strumento finanziario			
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2002 4° trim.	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5
2003 1° trim.	69,7	2,7	11,7	5,2	50,0
2° trim.	70,2	2,7	11,6	5,7	50,2
3° trim.	70,4	2,7	11,6	5,5	50,6
4° trim.	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 1° trim.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

### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

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

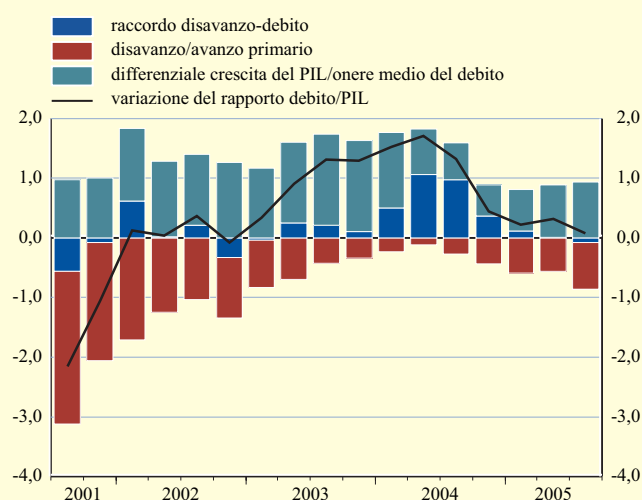
### F26 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(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.	-13,6	18,4	10,2	-26,0	-16,1	3,9	-9,7	43,4	-11,6	103,3	3,3	-54,7	3,1	-33,7
3° trim.	-3,8	16,3	8,1	-9,0	-19,3	3,0	-0,9	29,8	-97,6	92,6	-8,7	41,3	2,2	-29,0
2004 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.	-11,0	3,8	2,5	-13,0	-4,3	0,2	-10,8	-11,2	-11,6	-14,0	-0,5	15,6	-0,8	22,0
mag.	-3,0	6,0	3,2	-7,0	-5,3	1,6	-1,5	39,4	7,9	18,2	0,7	10,0	2,6	-38,0
giu.	0,4	8,5	4,4	-6,0	-6,5	2,1	2,5	15,3	-7,9	99,1	3,0	-80,3	1,4	-17,8
lug.	1,4	9,8	3,8	-6,5	-5,6	0,8	2,2	3,4	-83,7	75,3	0,9	8,4	2,6	-5,6
ago.	-2,8	0,8	1,6	0,4	-5,7	0,8	-2,0	-1,3	-12,2	-12,9	-7,0	30,9	-0,1	3,3
set.	-2,4	5,7	2,7	-2,8	-8,0	1,4	-1,1	27,7	-1,7	30,3	-2,6	2,0	-0,3	-26,6
ott.	-7,5	3,2	4,2	-9,4	-5,5	0,8	-6,8	-9,9	-6,4	-6,6	-1,5	4,3	0,2	16,7
nov.	-8,5	1,9	2,1	-5,6	-6,8	0,9	-7,6	-2,8	-12,2	-31,5	1,6	38,1	1,2	10,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2005 nov.	-22,2	62,8	29,1	-50,1	-64,1	13,8	-8,4	91,9	-148,3	204,9	-14,6	36,9	13,0	-83,5

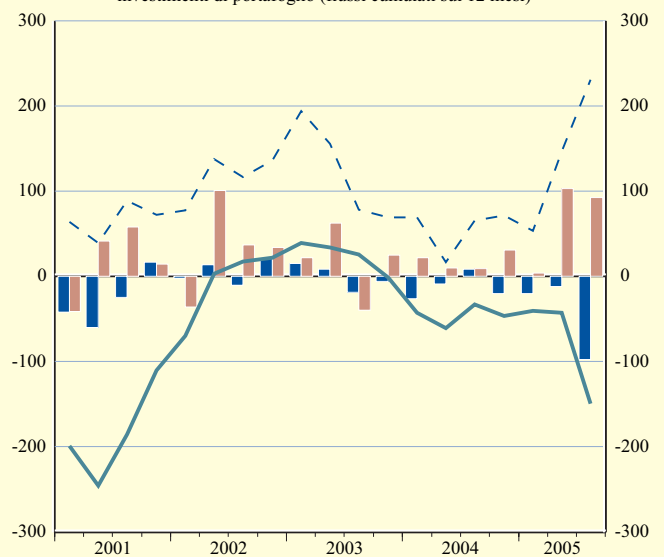
### F28 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ 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.

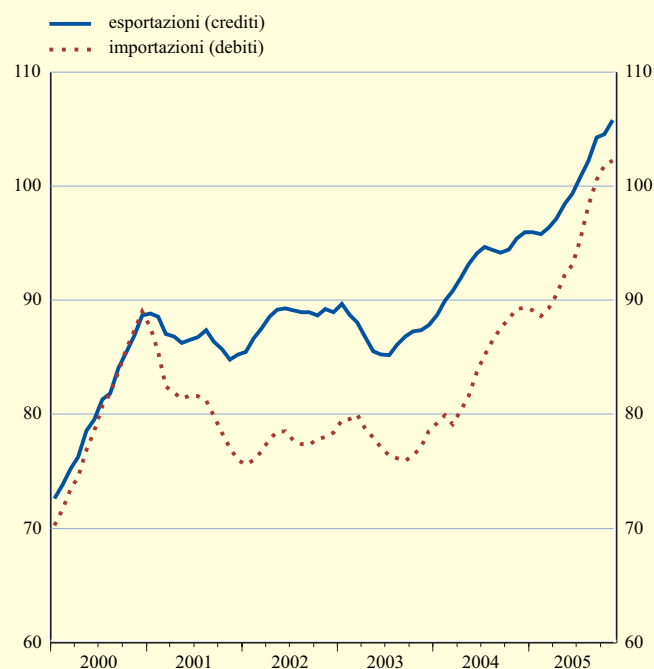
## 7.1 Bilancia dei pagamenti (miliardi di euro; transazioni)

### 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.	498,7	512,3	-13,6	304,9	286,5	96,1	86,0	81,0	107,1	16,7	32,8	5,7	1,8
3° trim.	505,6	509,4	-3,8	309,2	292,8	107,1	99,0	73,9	82,8	15,4	34,7	4,8	1,8
2005 set.	173,3	175,7	-2,4	108,6	102,9	35,0	32,3	25,1	27,9	4,7	12,7	2,0	0,6
ott.	169,3	176,8	-7,5	108,3	105,0	33,6	29,4	23,3	32,7	4,2	9,7	1,7	0,9
nov.	176,1	184,6	-8,5	112,9	111,0	30,5	28,5	28,2	33,8	4,5	11,4	1,5	0,6
	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.	487,8	487,6	0,3	298,0	279,3	94,4	87,4	73,9	86,2	21,5	34,6	.	.
3° trim.	509,6	521,2	-11,6	312,8	301,7	99,8	93,4	77,0	90,0	20,0	36,1	.	.
2005 mar.	160,1	158,8	1,3	97,3	90,4	31,2	28,8	24,6	27,0	7,0	12,7	.	.
apr.	162,0	162,5	-0,5	98,3	92,2	31,2	28,7	25,0	30,1	7,5	11,5	.	.
mag.	162,7	162,3	0,4	99,7	94,0	31,3	29,4	24,8	27,3	6,9	11,6	.	.
giu.	163,2	162,8	0,4	100,0	93,1	32,0	29,4	24,1	28,8	7,1	11,5	.	.
lug.	168,2	171,3	-3,1	102,4	98,6	33,1	31,0	25,7	30,6	6,9	11,1	.	.
ago.	170,1	176,4	-6,3	104,1	103,1	33,4	31,3	25,7	29,6	7,0	12,3	.	.
set.	171,3	173,5	-2,2	106,3	100,0	33,3	31,0	25,6	29,8	6,1	12,7	.	.
ott.	167,7	175,0	-7,4	103,2	102,1	32,5	29,3	25,5	32,8	6,5	10,8	.	.
nov.	173,6	184,3	-10,7	107,7	104,6	32,6	29,2	27,9	38,0	5,3	12,5	.	.

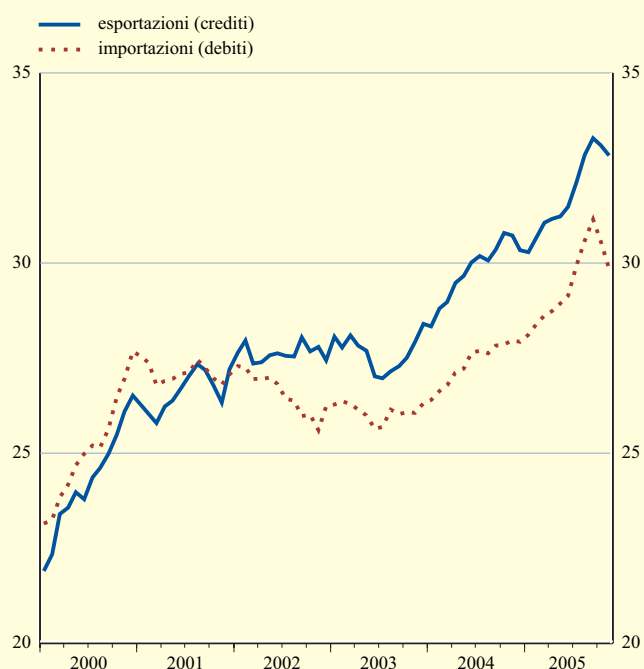
### F30 Conto dei beni

(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	Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni		Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	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 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	1,8	77,3	105,3	23,9	24,4	3,2	3,6	9,8	30,0	21,7	24,1	18,7	23,1
3° trim.	3,8	1,9	70,1	80,9	16,5	20,8	2,8	3,0	7,4	15,4	23,6	19,3	19,7	22,4

**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.	-25,9	-20,5	-1,8	-18,6	-5,4	0,0	-5,5	14,4	4,6	0,4	4,2	9,8	-0,1	10,0
3° trim.	-102,6	-78,3	-4,8	-73,5	-24,3	0,1	-24,4	4,9	-8,8	0,9	-9,6	13,7	0,4	13,3
2004 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.	-15,6	2,1	-1,8	3,9	-17,7	0,0	-17,7	4,1	7,8	-0,2	8,0	-3,7	0,1	-3,9
mag.	8,0	-4,5	-0,5	-4,0	12,5	0,0	12,5	-0,1	-2,1	0,2	-2,3	2,0	0,0	1,9
giu.	-18,3	-18,0	0,5	-18,5	-0,3	0,0	-0,3	10,4	-1,2	0,4	-1,5	11,6	-0,3	11,9
lug.	-83,5	-75,6	-3,2	-72,3	-7,9	0,1	-8,0	-0,2	0,9	0,2	0,7	-1,2	0,0	-1,2
ago.	-7,4	-1,9	-0,6	-1,4	-5,5	0,0	-5,5	-4,7	-4,9	0,2	-5,1	0,2	0,1	0,1
set.	-11,6	-0,8	-1,0	0,2	-10,8	0,0	-10,9	9,9	-4,8	0,4	-5,2	14,7	0,3	14,4
ott.	-9,4	6,9	0,6	6,3	-16,3	0,0	-16,3	3,0	5,9	0,1	5,8	-3,0	0,0	-2,9
nov.	-20,8	-4,7	0,5	-5,2	-16,1	0,0	-16,1	8,6	0,0	-1,7	1,7	8,6	-0,1	8,7

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	
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	-22,2	-0,6	26,7	-0,7	-40,4	-33,2	-0,1	151,2	-0,4	-9,1	-5,0	-2,4	14,7
3° trim.	-0,1	-5,1	-26,4	-1,0	149,7	-0,4	-21,6	-53,6	0,1	28,5	0,1	-7,3	5,1	0,2	23,7
2004 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	-5,2	-	-47,4	-0,9	-13,3	-10,6	-	51,8	-0,3	-10,5	1,3	-	11,2
mag.	0,0	6,7	-15,4	-	22,9	-0,1	-16,1	-5,5	-	27,5	0,0	-2,2	-6,0	-	6,4
giu.	0,0	5,1	-1,6	-	51,3	0,2	-11,1	-17,1	-	72,0	0,0	3,5	-0,2	-	-3,0
lug.	-0,1	-3,5	-14,6	-	109,0	0,2	-4,3	-16,0	-	0,5	-0,6	0,0	-0,4	-	5,1
ago.	0,0	2,0	-8,9	-	23,9	-0,5	-5,6	-15,2	-	-7,4	0,3	-11,5	1,0	-	8,9
set.	0,0	-3,5	-3,0	-	16,8	-0,2	-11,6	-22,4	-	35,3	0,4	4,2	4,5	-	9,7
ott.	0,0	4,9	-7,7	-	-9,8	0,6	-16,0	-13,4	-	19,7	0,0	7,0	5,2	-	3,0
nov.	0,0	-6,6	-16,2	-	16,3	0,1	-3,8	-12,4	-	2,3	0,0	-6,1	1,2	-	-6,2

### 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.	-162,6	107,9	-1,3	0,3	-7,4	-8,5	-1,8	-97,5	45,6	-18,7	22,4	-78,8	23,2	-56,4	11,5	63,8
3° trim.	-104,0	145,3	0,4	4,3	7,3	4,7	1,2	-85,5	125,0	-21,9	15,9	-63,6	109,2	-26,2	-16,8	14,7
2004 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.	-120,5	136,1	0,1	-0,2	-5,2	-5,3	-2,1	-98,1	94,6	-9,1	0,1	-89,0	94,5	-17,4	11,5	43,8
mag.	-12,7	22,7	-0,8	-0,2	0,2	2,3	0,5	17,5	21,1	-3,4	11,0	20,9	10,1	-29,6	-3,7	1,4
giu.	-29,4	-50,9	-0,7	0,7	-2,5	-5,5	-0,2	-16,8	-70,1	-6,2	11,4	-10,7	-81,4	-9,4	3,7	18,6
lug.	-42,2	50,6	0,3	-1,1	-0,7	-4,5	0,9	-39,1	47,3	-6,5	4,8	-32,7	42,5	-2,7	-1,5	3,5
ago.	20,7	10,2	0,2	0,8	6,0	8,4	0,5	20,5	-0,3	-0,7	4,3	21,2	-4,6	-6,0	-5,7	9,2
set.	-82,5	84,5	-0,1	4,6	2,0	0,9	-0,2	-66,9	78,0	-14,7	6,8	-52,2	71,2	-17,5	-9,6	2,0
ott.	-52,9	57,3	0,0	-1,0	0,3	-0,6	2,0	-49,1	51,5	-5,0	0,6	-44,1	50,9	-4,1	2,6	4,8
nov.	-124,3	162,4	-0,7	1,7	0,2	0,8	0,2	-114,0	170,1	-1,7	-3,4	-112,3	173,5	-9,9	-8,0	-9,6

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

	IFM (Escluso l'eurosistema)				Altri settori							
	Attività		Passività		Crediti commerciali	Attività			Passività			
	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività		Prestiti/banconote, monete e depositi			Altre attività	Crediti commerciali	Prestiti	Altre passività
						Totale	Prestiti	Banconote, monete e depositi				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-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 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.	-97,3	-0,2	44,5	1,2	-5,2	-49,2	-60,8	11,5	-2,0	1,1	61,4	1,3
3° trim.	-83,5	-2,0	122,1	2,9	2,3	-21,7	-4,9	-16,8	-6,8	0,5	17,1	-2,9

**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 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	0,9	2,9	0,0	0,0
3° trim.	2,2	0,5	0,0	2,6	-1,0	1,6	0,9	0,0	-4,4	1,0	-0,1	0,0

Fonte: BCE.



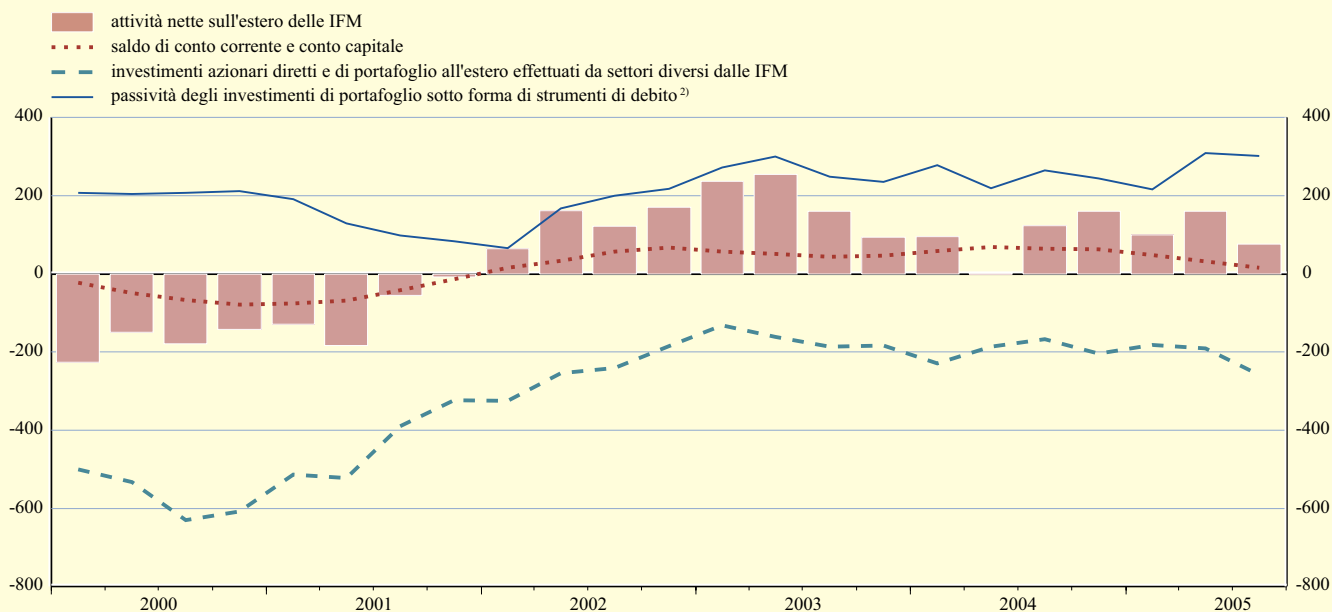
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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 <sup>1)</sup>	Strumenti di debito <sup>2)</sup>						
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.	-9,7	-24,1	14,5	-60,3	0,9	171,6	-63,8	62,0	3,3	-33,7	60,5	65,0
3° trim.	-0,9	-97,9	4,5	-75,0	154,3	45,4	-18,9	16,0	-8,7	-29,0	-10,0	-20,6
2004 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.	-10,8	-13,8	3,9	-14,6	-57,8	60,1	-22,5	41,6	-0,5	22,0	7,7	2,3
mag.	-1,5	8,5	-0,1	-26,9	11,2	31,9	-29,4	1,9	0,7	-38,0	-41,6	-39,5
giu.	2,5	-18,8	10,7	-18,9	47,5	79,6	-11,9	18,4	3,0	-17,8	94,5	102,2
lug.	2,2	-80,3	-0,3	-31,1	116,0	3,8	-3,4	4,4	0,9	-5,6	6,7	0,6
ago.	-2,0	-6,9	-4,8	-23,0	25,5	0,4	0,0	9,7	-7,0	3,3	-4,8	1,7
set.	-1,1	-10,7	9,6	-20,8	12,8	41,1	-15,5	1,8	-2,6	-26,6	-11,9	-22,9
ott.	-6,8	-10,0	3,0	-15,8	-10,6	16,8	-3,8	6,8	-1,5	16,7	-5,2	-5,5
nov.	-7,6	-21,3	8,7	-27,4	16,3	-3,4	-9,6	-9,4	1,6	10,5	-41,7	-44,2
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2005 nov.	-8,4	-193,7	48,2	-257,7	233,2	299,6	-126,7	80,6	-14,6	-83,5	-23,2	-3,8

## 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 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	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
<b>Crediti</b>												
<b>Conto corrente</b>	1.949,7	716,6	40,4	64,3	386,0	166,7	59,2	26,5	50,2	132,1	330,8	693,6
Beni	1.192,8	415,6	27,8	44,3	206,8	136,4	0,2	15,3	33,3	68,1	178,8	481,8
Servizi	379,7	136,2	7,4	10,3	96,1	18,3	4,1	5,4	10,9	36,6	73,9	116,7
Redditi	294,7	104,5	4,7	9,1	74,1	10,7	5,9	5,2	5,7	21,1	71,7	86,6
<i>di cui: redditi da capitale</i>	279,6	99,3	4,6	9,0	72,5	10,5	2,6	5,1	5,6	14,9	70,3	84,4
Trasferimenti correnti	82,4	60,4	0,4	0,5	9,1	1,3	49,1	0,6	0,2	6,3	6,4	8,6
<b>Conto capitale</b>	22,9	20,3	0,0	0,0	0,9	0,1	19,2	0,0	0,1	0,4	0,4	1,6
<b>Debiti</b>												
<b>Conto corrente</b>	1.948,2	629,6	34,2	59,8	305,3	142,1	88,3	19,4	79,2	124,2	296,7	799,1
Beni	1.121,0	327,9	25,5	39,8	149,5	113,1	0,0	8,9	50,6	55,4	115,6	562,6
Servizi	351,9	110,7	6,1	8,3	73,4	22,7	0,2	5,6	7,3	30,0	74,7	123,5
Redditi	330,9	97,2	2,3	10,8	74,5	4,8	4,8	3,3	21,0	33,8	97,7	78,0
<i>di cui: redditi da capitale</i>	324,2	93,9	2,2	10,7	73,5	2,6	4,8	3,2	20,9	33,2	96,8	76,2
Trasferimenti correnti	144,4	93,8	0,4	0,9	7,8	1,5	83,3	1,6	0,3	5,0	8,6	35,0
<b>Conto capitale</b>	9,0	1,1	0,0	0,1	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0	0,4	0,6	6,8
<b>Saldo</b>												
<b>Conto corrente</b>	1,5	87,0	6,2	4,5	80,8	24,6	-29,1	7,0	-29,0	7,9	34,1	-105,5
Beni	71,8	87,7	2,4	4,5	57,3	23,3	0,2	6,4	-17,2	12,7	63,1	-80,9
Servizi	27,8	25,4	1,3	2,0	22,7	-4,5	3,9	-0,2	3,6	6,7	-0,8	-6,8
Redditi	-36,2	7,3	2,4	-1,7	-0,5	5,9	1,1	1,9	-15,3	-12,7	-26,0	8,7
<i>di cui: redditi da capitale</i>	-44,7	5,4	2,4	-1,7	-1,0	7,9	-2,2	1,9	-15,2	-18,3	-26,5	8,1
Trasferimenti correnti	-62,0	-33,4	0,0	-0,4	1,3	-0,1	-34,2	-1,1	0,0	1,2	-2,2	-26,5
<b>Conto capitale</b>	14,0	19,2	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,0	-0,1	0,1	0,0	-0,1	-5,1

**2. Bilancia dei pagamenti: investimenti diretti**

(transazioni cumulate)

dal 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	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
<b>Investimenti diretti</b>	-149,1	-108,3	2,0	-1,9	-107,9	-0,5	0,0	-5,2	1,0	9,6	-7,3	-7,4	-31,4
All'estero	-226,0	-159,2	0,3	-5,2	-134,4	-19,8	0,0	-1,5	-1,2	-0,7	-10,8	-12,1	-40,7
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	-182,9	-133,2	-2,8	-1,8	-106,0	-22,5	0,0	-0,7	-0,5	-5,7	-12,2	-6,7	-23,9
Debito	-43,1	-26,0	3,1	-3,4	-28,4	2,7	0,0	-0,8	-0,6	5,0	1,5	-5,4	-16,7
Nell'area dell'euro	76,9	50,9	1,7	3,3	26,5	19,3	0,0	-3,7	2,1	10,3	3,4	4,7	9,2
Azioni e altre partecipazioni/ utili reinvestiti	44,3	36,2	-0,9	3,6	31,7	1,8	0,0	-4,4	0,8	1,9	-0,6	5,3	5,1
Debito	32,6	14,7	2,6	-0,3	-5,2	17,5	0,0	0,7	1,3	8,4	4,0	-0,6	4,1

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 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	-400,6	-185,1	-8,2	-12,0	-126,8	-23,8	-14,4	-5,7	-23,2	-3,1	-62,7	-58,1	-62,6
Azioni e altre partecipazioni	-105,0	-25,1	0,1	-2,9	-18,2	-4,0	0,0	-3,9	-14,6	-2,0	-14,0	-16,2	-29,2
Strumenti di debito	-295,6	-160,0	-8,3	-9,1	-108,5	-19,7	-14,3	-1,8	-8,7	-1,1	-48,7	-41,9	-33,5
Obbligazioni e notes	-271,9	-124,7	-6,1	-9,2	-74,4	-20,3	-14,6	-2,0	-15,8	0,4	-69,3	-30,6	-29,9
Strumenti di mercato monetario	-23,7	-35,3	-2,1	0,1	-34,2	0,6	0,3	0,2	7,2	-1,5	20,6	-11,3	-3,5

### 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 4° trim. 2004 al 3° trim. 2005	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Altri investimenti</b>	24,4	-38,7	-9,9	8,3	-38,5	-9,1	10,5	-4,7	15,3	-11,8	35,4	-4,3	6,3	26,8
Attività	-509,0	-351,9	-16,0	2,0	-312,2	-23,4	-2,3	-7,2	3,5	-19,5	-35,5	-51,0	-1,8	-45,5
Amministrazioni pubbliche	6,9	1,1	0,0	-0,3	0,8	1,4	-0,8	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-1,7	7,7
IFM	-382,5	-245,6	-13,4	2,7	-210,5	-22,9	-1,6	-6,4	4,2	-16,2	-42,6	-35,2	0,2	-40,8
Altri settori	-133,4	-107,4	-2,5	-0,4	-102,6	-1,9	0,1	-0,7	-0,7	-3,2	7,1	-15,9	-0,3	-12,3
Passività	533,3	313,2	6,0	6,3	273,8	14,2	12,9	2,5	11,9	7,7	70,9	46,8	8,1	72,3
Amministrazioni pubbliche	-1,9	0,6	0,0	0,0	-1,3	0,0	1,9	0,0	-0,1	0,0	-1,0	0,0	-0,4	-1,0
IFM	438,1	231,0	6,0	5,2	198,3	13,0	8,5	2,0	11,0	4,9	60,9	41,9	8,6	77,8
Altri settori	97,1	81,6	0,0	1,0	76,8	1,3	2,5	0,5	1,0	2,8	10,9	4,9	-0,1	-4,5

### 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
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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	-9,7	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	-12,2	33,1	-1.049,4	-14,8	-196,1	280,8
2005 2° trim.	-1.007,3	-12,6	110,8	-1.217,4	-18,1	-184,9	302,3
3° trim.	-1.049,4	-13,2	224,2	-1.349,6	-23,0	-212,0	310,9
Attività							
2001	7.758,3	110,9	2.086,0	2.513,0	129,9	2.636,7	392,7
2002	7.429,3	102,7	2.008,7	2.292,7	136,0	2.625,9	366,1
2003	7.934,3	106,7	2.152,0	2.634,6	158,0	2.683,1	306,6
2004	8.632,6	111,7	2.265,1	2.984,0	162,3	2.940,3	280,8
2005 2° trim.	9.687,9	121,6	2.386,0	3.353,2	194,3	3.452,2	302,3
3° trim.	10.156,4	127,5	2.516,7	3.545,2	217,6	3.566,0	310,9
Passività							
2001	8.147,3	116,5	1.663,1	3.347,8	127,4	3.009,0	-
2002	8.132,9	112,4	1.824,3	3.230,2	147,9	2.930,5	-
2003	8.743,6	117,6	2.108,9	3.548,6	166,3	2.919,8	-
2004	9.579,0	123,9	2.231,9	4.033,4	177,2	3.136,4	-
2005 2° trim.	10.695,2	134,3	2.275,1	4.570,6	212,4	3.637,0	-
3° trim.	11.205,9	140,7	2.292,4	4.894,8	240,6	3.778,0	-

### 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 2° trim.	1.910,2	151,8	1.758,3	475,8	1,2	474,6	1.664,7	48,1	1.616,6	610,5	3,7	606,8
3° trim.	2.007,6	159,4	1.848,2	509,1	1,0	508,1	1.667,1	51,5	1.615,6	625,3	4,1	621,2

### 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)	Istituzioni diverse dalle IFM			
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 2° trim.	2,5	87,8	18,8	1.265,0	1.993,8	6,9	641,7	10,2	1.007,6	2.290,0	0,9	242,5	6,5	62,7	286,8
3° trim.	2,9	96,7	21,1	1.375,9	2.292,4	7,3	661,5	10,1	1.056,7	2.282,9	0,8	249,3	6,3	56,7	319,5

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 2° trim.	4,8	0,2	79,0	0,2	1,4	62,3	47,7	14,6	42,3	0,0	41,7	3,0
3° trim.	4,4	0,2	83,3	0,3	1,4	55,8	44,9	10,9	42,5	0,0	42,4	2,9

	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 2° trim.	2.276,9	66,3	2.780,4	70,0	184,6	685,6	329,6	356,0	127,8	116,5	484,3	62,0
3° trim.	2.362,8	61,5	2.905,5	66,0	182,7	717,5	334,7	382,8	137,3	121,5	495,4	60,8

### 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 nette predefinite a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di once				Banconote, monete e depositi	Titoli			Strumenti finanziari derivati					
								presso autorità monetarie e la BRI	presso banche	Totale		Azioni				Obbligazioni e notes
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
	Eurosistema															
2001	392,7	126,1	401,876	5,5	25,3	235,8	8,0	25,9	201,5	1,2	144,4	55,9	0,4	0,0	24,7	-28,5
2002	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
3° trim.	310,9	149,4	380,258	4,2	13,8	143,5	10,8	27,3	105,7	0,5	66,1	39,0	-0,3	0,0	24,0	-19,5
2005 nov. dic.	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
	320,2	163,4	375,861	4,3	10,6	141,8	12,7	21,3	107,8	-	-	-	0,0	0,0	25,6	-17,9
	delle quali detenute dalla Banca centrale europea															
2001	49,3	7,8	24,656	0,1	0,0	41,4	0,8	7,0	33,6	0,0	23,5	10,1	0,0	0,0	3,6	-5,9
2002	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
3° trim.	41,1	9,1	23,145	0,2	0,0	31,8	4,7	5,1	22,0	0,0	8,9	13,1	0,0	0,0	2,3	-1,5
2005 nov. dic.	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
	41,5	10,1	23,145	0,2	0,0	31,2	5,1	2,5	23,6	-	-	-	0,0	0,0	2,9	-0,9

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	506,1	235,1	289,2	932,5	1.015,4	579,2	178,8	228,6	740,9	107,7
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,6	949,3	984,8	559,4	163,1	234,5	717,4	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,9	501,3	222,8	300,5	925,2	990,7	553,9	164,1	240,9	716,4	109,0
2004	8,9	9,3	1.147,2	547,4	246,9	313,3	997,3	1.074,6	604,2	183,5	255,9	769,9	129,5
2004 2° trim.	12,6	10,0	288,3	137,1	61,8	80,0	249,6	265,1	147,9	46,5	63,7	189,8	29,8
3° trim.	9,1	14,5	288,0	138,6	61,7	78,4	250,2	275,7	157,4	46,1	63,9	195,5	36,6
4° trim.	8,8	12,6	291,8	139,2	62,7	78,1	253,8	278,9	158,8	47,4	64,9	199,6	36,7
2005 1° trim.	3,4	8,5	291,8	137,6	62,3	77,5	255,7	278,2	154,9	44,8	63,2	197,8	36,1
2° trim.	6,1	10,7	302,1	143,2	63,7	80,1	258,7	291,5	165,0	49,0	64,8	201,3	40,5
3° trim.	9,5	14,2	317,7	148,2	69,5	83,5	273,5	315,4	180,1	51,4	68,1	216,5	51,1
2005 giu.	6,6	8,0	101,0	47,7	21,5	27,1	85,9	97,0	54,6	16,7	21,7	66,7	13,7
lug.	2,8	9,5	103,5	47,9	22,3	27,1	88,9	102,7	57,3	16,6	22,0	71,0	14,7
ago.	14,0	19,8	106,7	49,9	23,4	28,0	92,1	107,6	62,5	17,9	23,0	73,4	18,2
set.	12,6	13,6	107,5	50,4	23,8	28,4	92,5	105,0	60,3	16,9	23,1	72,0	18,2
ott.	6,4	11,1	104,4	49,0	22,1	27,5	89,7	105,4	59,2	17,2	22,7	72,0	17,3
nov.	11,3	16,5	108,6	51,1	22,9	29,0	91,8	108,5	60,9	19,1	23,5	73,1	16,0
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	107,8	105,4	98,9	99,3	96,3	100,6	97,8	99,4
2002	2,9	-0,7	107,9	105,0	106,2	115,0	108,2	98,2	98,8	89,5	104,2	96,3	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	108,1	114,8	109,3	102,0	100,4	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,2	121,0	119,8	118,2	107,9	103,8	108,3	118,3	107,3	105,7
2004 2° trim.	12,1	6,8	118,4	115,7	120,7	121,6	118,3	106,9	102,8	108,9	117,7	105,9	100,4
3° trim.	7,7	8,3	117,6	115,9	120,4	119,5	118,0	108,8	105,4	108,1	117,6	108,0	114,7
4° trim.	7,5	6,1	119,6	115,9	123,5	119,5	120,1	109,4	104,2	113,5	119,8	110,8	106,1
2005 1° trim.	1,3	2,4	118,9	113,5	123,0	118,1	120,2	109,5	102,5	108,5	116,5	109,7	105,8
2° trim.	4,4	4,5	122,0	117,0	124,9	121,0	121,1	111,0	103,8	117,0	118,6	110,8	102,7
3° trim.	6,8	4,4	126,6	119,6	135,4	124,5	127,1	113,9	105,0	119,8	122,7	117,4	109,1
2005 giu.	4,4	1,7	121,3	115,9	126,2	122,0	120,1	108,6	100,5	117,4	118,6	109,0	99,0
lug.	0,3	1,0	123,9	115,9	130,7	121,8	124,1	112,2	101,4	116,4	119,6	115,9	97,1
ago.	11,5	9,2	127,5	121,1	136,4	124,8	128,3	116,2	108,9	123,4	124,0	119,0	117,5
set.	9,5	3,6	128,3	121,9	139,1	126,8	128,9	113,5	104,8	119,6	124,5	117,4	112,6
ott.	2,5	2,7	123,8	117,4	129,7	121,6	124,3	113,5	102,9	119,6	121,6	116,7	108,9
nov.	7,6	4,5	128,6	.	.	.	127,1	114,9	.	.	.	117,8	103,0
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	99,5
2004 2° trim.	0,4	3,0	97,1	96,2	94,7	100,0	96,3	96,8	97,4	93,4	97,9	96,2	96,5
3° trim.	1,3	5,8	97,6	97,2	94,8	99,8	96,8	98,9	101,0	93,2	98,4	97,1	103,8
4° trim.	1,2	6,1	97,2	97,6	93,9	99,4	96,5	99,5	103,1	91,3	98,1	96,7	112,7
2005 1° trim.	2,1	5,9	97,8	98,5	93,8	99,9	97,1	99,1	102,3	90,3	98,3	96,8	111,2
2° trim.	1,7	5,9	98,7	99,4	94,3	100,7	97,5	102,5	107,6	91,6	98,8	97,5	128,8
3° trim.	2,5	9,3	100,0	100,6	94,9	102,0	98,2	108,0	116,0	93,8	100,4	98,9	152,4
2005 giu.	2,1	6,2	99,5	100,2	94,4	101,5	97,9	104,6	110,4	93,0	99,5	98,5	135,4
lug.	2,5	8,4	99,8	100,7	94,8	101,4	98,1	107,1	114,6	93,4	100,0	98,7	147,8
ago.	2,2	9,8	100,1	100,4	95,0	102,5	98,3	108,5	116,6	95,2	100,5	99,3	151,4
set.	2,8	9,6	100,2	100,8	94,8	102,3	98,3	108,4	116,7	92,9	100,7	98,8	158,0
ott.	3,8	8,2	100,8	101,7	94,7	103,1	98,8	108,7	116,9	94,2	101,2	99,3	155,0
nov.	3,4	11,4	101,0	.	.	.	98,8	110,6	.	.	.	99,9	151,9

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
<b>Esportazioni (f.o.b.)</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	100,3
2003	1.059,9	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	100,7
2004	1.147,2	25,7	41,8	203,8	128,1	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,3
2004 2° trim.	288,3	6,3	10,4	50,9	32,4	9,0	16,3	8,2	44,1	10,7	8,0	36,9	16,0	9,9	29,0
3° trim.	288,0	6,5	10,5	51,3	31,8	9,3	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	27,1
4° trim.	291,8	6,7	10,7	51,3	32,7	9,2	17,1	7,7	43,8	10,1	8,2	37,8	16,0	10,5	30,1
2005 1° trim.	291,8	6,7	10,9	49,9	33,3	9,8	17,4	8,0	43,5	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	26,5
2° trim.	302,1	7,0	11,2	49,8	34,0	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,1	11,2	31,8
3° trim.	317,7	7,3	11,4	51,2	36,0	11,3	17,8	8,9	47,0	11,3	8,5	43,7	19,1	12,2	31,9
2005 giu.	101,0	2,4	3,7	16,5	11,5	3,7	5,5	2,7	15,3	3,4	2,8	13,3	5,5	3,6	11,2
lug.	103,5	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	10,7
ago.	106,7	2,5	3,8	17,5	11,9	4,0	6,2	3,0	15,9	3,7	2,9	14,4	6,6	4,0	10,3
set.	107,5	2,5	3,8	16,9	12,4	3,9	5,9	3,1	15,9	3,8	2,8	14,8	6,5	4,1	11,0
ott.	104,4	2,4	3,7	16,5	12,3	3,6	5,8	3,0	15,6	3,7	2,8	13,8	6,1	4,0	11,0
nov.	108,6	.	.	.	.	3,9	5,8	2,9	16,0	3,8	2,9	14,1	6,4	4,2	.
<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
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2001	1.015,4	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,2	58,6	150,9	74,0	41,0	81,6
2002	984,8	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	81,2
2003	990,7	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,6	52,2	141,2	68,9	39,8	85,1
2004	1.074,6	25,3	39,7	143,8	107,2	56,4	53,5	22,8	113,8	92,1	53,9	163,1	72,8	45,1	85,3
2004 2° trim.	265,1	6,1	9,9	35,2	26,8	13,6	13,2	5,7	29,8	22,6	13,1	40,7	17,3	11,0	20,4
3° trim.	275,7	6,4	10,1	37,3	26,1	14,5	13,6	6,0	28,7	23,5	13,7	42,4	19,1	11,6	22,7
4° trim.	278,9	6,5	10,2	36,5	27,3	15,9	13,8	6,1	28,9	25,4	13,5	43,2	19,9	11,8	20,1
2005 1° trim.	278,2	6,1	10,0	35,9	27,0	16,7	13,5	6,2	29,1	26,3	13,0	41,4	20,2	12,1	20,8
2° trim.	291,5	6,4	10,3	36,6	28,8	17,5	14,4	5,9	29,9	27,6	12,5	46,1	21,9	11,9	21,7
3° trim.	315,4	6,3	10,6	38,6	29,9	18,7	14,9	6,1	30,5	30,9	13,5	48,7	26,7	13,7	26,2
2005 giu.	97,0	2,0	3,4	11,9	9,7	5,8	4,9	1,8	10,0	9,1	4,1	16,4	7,2	4,0	6,7
lug.	102,7	2,1	3,6	12,8	9,8	5,7	4,9	2,0	10,1	10,3	4,3	15,2	7,8	4,1	10,1
ago.	107,6	2,2	3,6	13,0	9,9	6,7	5,0	2,1	10,3	10,5	4,7	17,1	9,8	4,9	8,1
set.	105,0	2,1	3,5	12,9	10,2	6,4	5,0	2,0	10,1	10,2	4,4	16,4	9,1	4,7	7,9
ott.	105,4	2,2	3,6	12,6	10,1	6,4	4,9	2,1	10,0	10,2	4,3	15,6	8,3	4,8	10,5
nov.	108,5	.	.	.	.	6,4	4,9	2,2	10,0	10,7	4,6	16,9	9,1	4,9	.
<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	7,9
<b>Saldo</b>															
2001	47,3	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-31,9	-24,1	-10,5	-13,6	8,9	11,8
2002	98,8	2,3	1,5	56,1	18,6	-14,9	12,0	3,8	58,4	-31,8	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,2
2003	69,3	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	13,0	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-5,7	-9,4	-1,8	15,6
2004	72,5	0,4	2,1	60,0	20,9	-20,7	12,6	8,9	60,0	-51,8	-20,8	-13,2	-9,0	-4,8	28,0
2004 2° trim.	23,2	0,3	0,5	15,7	5,6	-4,5	3,2	2,6	14,3	-11,9	-5,1	-3,8	-1,3	-1,1	8,7
3° trim.	12,3	0,1	0,4	14,0	5,7	-5,3	3,5	1,9	14,6	-13,7	-5,3	-4,1	-2,5	-1,3	4,4
4° trim.	12,9	0,2	0,5	14,8	5,4	-6,7	3,3	1,6	14,9	-15,3	-5,3	-5,4	-3,9	-1,3	10,0
2005 1° trim.	13,6	0,6	0,9	14,0	6,3	-6,9	4,0	1,7	14,4	-16,0	-4,5	-2,4	-3,1	-1,1	5,7
2° trim.	10,6	0,6	0,9	13,2	5,2	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,6	-4,1	-5,6	-4,7	-0,7	10,0
3° trim.	2,3	1,0	0,8	12,5	6,1	-7,4	2,9	2,8	16,5	-19,7	-5,0	-5,0	-7,5	-1,5	5,7
2005 giu.	4,0	0,3	0,3	4,5	1,9	-2,1	0,6	0,9	5,3	-5,8	-1,3	-3,1	-1,7	-0,4	4,6
lug.	0,8	0,3	0,2	4,0	1,9	-2,3	0,8	0,8	5,2	-6,6	-1,6	-0,8	-1,8	0,0	0,5
ago.	-0,9	0,3	0,3	4,5	1,9	-2,7	1,1	1,0	5,6	-6,7	-1,8	-2,6	-3,1	-0,8	2,1
set.	2,4	0,4	0,3	4,0	2,2	-2,5	0,9	1,0	5,8	-6,3	-1,6	-1,6	-2,6	-0,6	3,1
ott.	-1,0	0,3	0,2	3,9	2,2	-2,8	0,9	0,9	5,6	-6,5	-1,5	-1,8	-2,2	-0,8	0,6
nov.	0,1	.	.	.	.	-2,5	0,9	0,8	5,9	-6,9	-1,7	-2,8	-2,7	-0,8	.

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

## TASSI DI CAMBIO

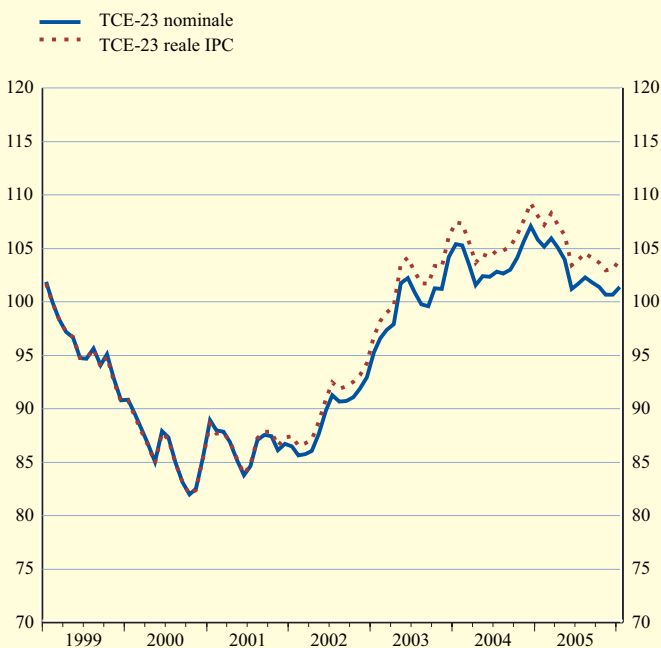
8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

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

	TCE-23						TCE-42		
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
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	101,0	.	.	.	107,2	101,2	
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	105,8	-	-	-	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	100,8	-	-	-	106,9	100,9	
dic.	100,7	103,1	100,7	-	-	-	106,9	100,9	
2006 gen.	101,4	103,9	101,4	-	-	-	107,5	101,5	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2006 gen.	0,7	0,8	0,7	-	-	-	0,6	0,6	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2006 gen.	-4,2	-3,8	-5,3	-	-	-	-4,8	-5,1	

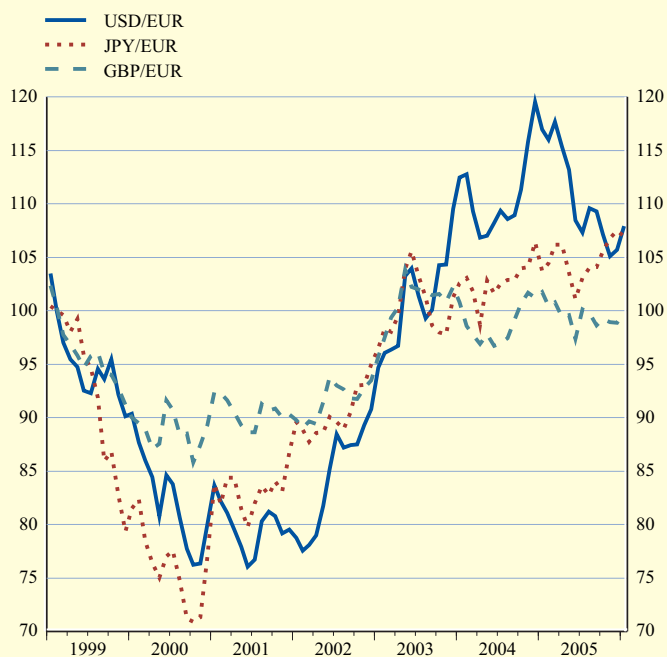
## F33 Tassi di cambio effettivi

(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 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
2006 gen.	7,4613	9,3111	0,68598	1,2103	139,82	1,5494	1,190,02	9,3851	1,9761	1,4025	8,0366	1,6152
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 gen.	0,1	-1,3	1,0	2,1	-0,5	0,1	-1,8	2,1	-0,5	1,8	0,8	1,1
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 gen.	0,3	2,9	-1,8	-7,7	3,1	0,2	-12,6	-8,2	-8,1	-12,7	-2,1	-5,8
	Corona ceca	Corona estone	Sterlina cipriota	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Lira maltese	Zloty polacco	Tallero sloveno	Corona slovacca	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno <sup>1)</sup>
	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 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
2006 gen.	28,722	15,6466	0,57376	0,6960	3,4528	250,71	0,4293	3,8201	239,49	37,492	1,9558	3,6449
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 gen.	-0,9	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,8	0,0	-0,8	0,0	-1,0	0,0	-0,4
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 gen.	-5,2	0,0	-1,4	0,0	0,0	1,7	-0,7	-6,4	-0,1	-2,8	0,0	-
	Yuan renminbi cinese <sup>2)</sup>	Kuna croata <sup>2)</sup>	Corona islandese	Rupia indonesiana <sup>2)</sup>	Ringgit malese <sup>2)</sup>	Dollaro neo-zelandese	Peso filippino <sup>2)</sup>	Rublo russo <sup>2)</sup>	Rand sud africano	Bath thailandese <sup>2)</sup>	Nuova lira turca <sup>3)</sup>	
	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 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	
2006 gen.	9,7630	7,3772	74,58	11,472,89	4,5425	1,7616	63,590	34,3284	7,3811	47,965	1,6158	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 gen.	2,0	-0,1	-1,0	-1,7	1,4	3,2	0,2	0,5	-2,2	-1,6	0,7	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 gen.	-10,1	-2,3	-9,2	-5,0	-8,9	-5,4	-13,0	-6,4	-5,8	-5,7	-	

Fonte: BCE.

- 1) I dati precedenti a luglio 2005 si riferiscono al leu romeno; un nuovo leu romeno equivale a diecimila lei romeni.
- 2) Per queste valute la BCE pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° aprile 2005; i dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 3) I dati precedenti al gennaio 2005 si riferiscono alla lira turca; una nuova lira turca equivale a un milione di lire turche.

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

## 9.1 Altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Repubblica Ceca	Danimarca	Estonia	Cipro	Lettonia	Lituania	Ungheria	Malta	Polonia	Slovenia	Slovacchia	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
IACP													
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,2	6,8	2,7	3,6	3,6	7,5	1,0	1,3
2005	1,6	1,7	4,1	2,0	6,9	2,7	3,5	2,5	2,2	2,5	2,8	0,8	2,1
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	7,5	3,0	3,2	3,6	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
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	2,5	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	7,1	3,0	3,3	3,4	0,8	2,4	3,9	1,3	2,0
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL <sup>1)</sup>													
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 <sup>1)</sup>													
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 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
dic.	3,61	3,35	-	4,09	3,59	3,79	6,89	4,39	5,16	3,69	3,62	3,37	4,27
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
dic.	2,17	2,48	2,59	3,47	3,16	2,53	6,21	3,22	4,62	4,00	3,12	1,89	4,64
PIL a prezzi costanti													
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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8
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	5,5	9,7	5,2	10,4	11,4	6,1	7,7	19,0	6,3	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	4,9	7,8	6,0	9,1	8,2	7,1	8,0	17,8	6,3	16,4	.	.
2005 2° trim.	8,0	5,1	8,1	5,8	9,4	8,7	7,1	8,1	18,0	6,1	16,4	.	4,6
3° trim.	7,8	4,6	7,4	6,1	9,1	7,8	7,3	7,9	17,7	6,4	16,2	.	4,7
4° trim.	7,9	4,5	7,0	5,9	8,5	6,8	7,3	7,8	17,3	6,4	16,3	.	.
2005 ago.	7,8	4,6	7,5	6,1	9,1	7,8	7,3	7,8	17,7	6,4	16,0	.	4,6
set.	7,9	4,5	7,2	6,2	8,9	7,4	7,3	7,8	17,6	6,4	16,5	.	4,8
ott.	7,9	4,5	7,2	6,1	8,7	7,0	7,3	7,8	17,4	6,4	16,5	.	4,9
nov.	7,9	4,5	6,9	5,9	8,5	6,7	7,3	7,7	17,3	6,5	16,3	.	.
dic.	7,8	4,4	6,7	5,8	8,3	6,8	7,3	7,9	17,2	6,4	16,1	.	.

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

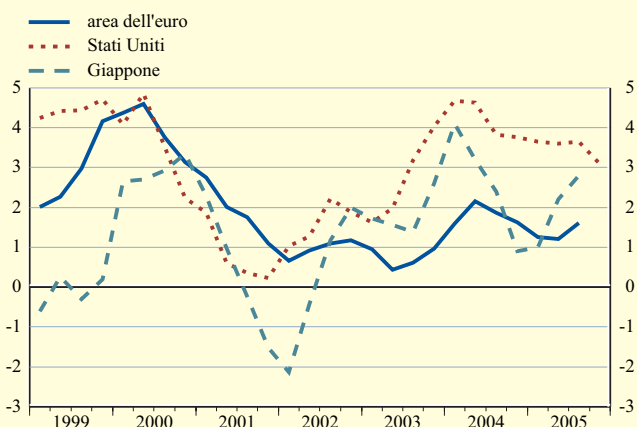
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 1. Indicatori economici e finanziari

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup> (industria manifatturiera)	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione standardizzato, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Rendimento sui titoli di Stato a 10 anni <sup>3)</sup> (valori percentuali in ragione d'anno)	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
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	3,4	.	3,5	3,8	5,1	6,0	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	5,9	2,84	4,30	1,3113	-3,7	49,5
2° trim.	2,9	3,1	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
3° trim.	3,8	1,7	3,6	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,5	48,5
4° trim.	3,7	.	3,1	4,1	4,9	7,5	4,34	4,48	1,1884	.	.
2005 set.	4,7	.	.	2,9	5,1	6,4	3,91	4,19	1,2256	.	.
ott.	4,3	.	.	3,8	4,9	7,2	4,17	4,45	1,2015	.	.
nov.	3,5	.	.	4,4	5,0	7,4	4,35	4,53	1,1786	.	.
dic.	3,4	.	.	4,1	4,9	7,8	4,49	4,46	1,1856	.	.
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	4,60	4,41	1,2103	.	.
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	-0,3	.	.	1,3	4,4	1,9	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.	-0,5	.	.	3,4	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2005 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	.	.	3,4	4,6	2,1	0,06	1,52	139,59	.	.
dic.	-0,1	.	.	3,7	4,4	2,0	0,07	1,54	140,58	.	.
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	0,07	1,47	139,82	.	.

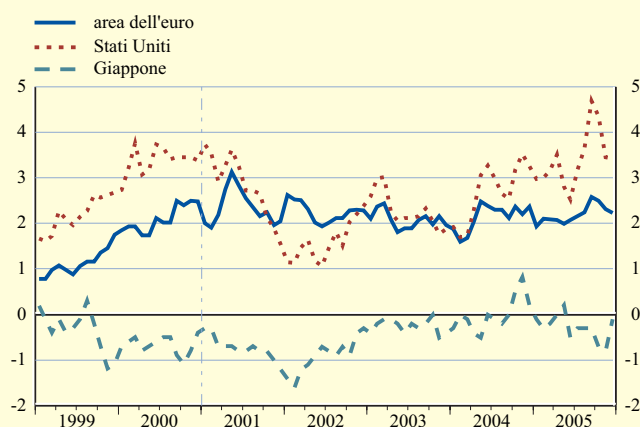
### F35 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



### F36 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

1) Per gli Stati Uniti, dati destagionalizzati.

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

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

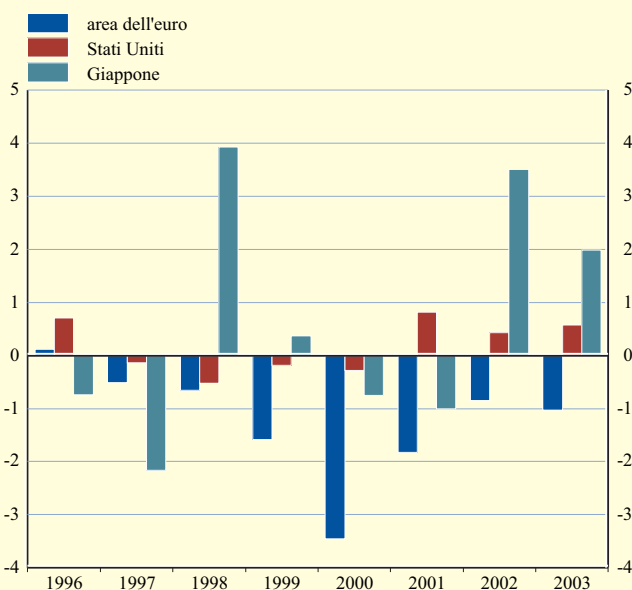
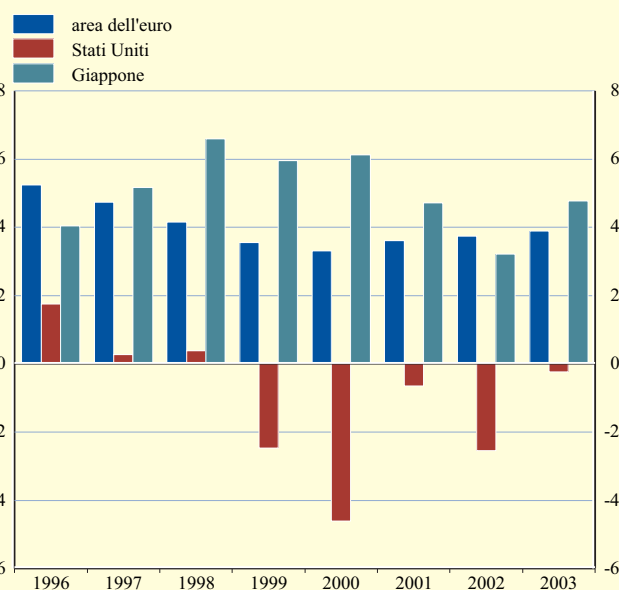
4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

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

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

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

	Risparmio e investimenti nazionali			Risparmio e investimenti delle società non finanziarie					Risparmio e investimenti delle famiglie <sup>1)</sup>				
	Risparmio lordo	Investimenti lordi	Saldo delle operazioni correnti con il resto del mondo	Investimenti lordi	Investimenti fissi lordi	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo	Variazione netta delle passività	Titoli e partecipazioni azionarie	Spesa in beni di investimento <sup>2)</sup>	Variazione netta delle attività finanziarie	Risparmio lordo <sup>3)</sup>	Variazione netta delle passività
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stati Uniti													
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 famiglie<sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)


Fonti: BCE, Federal Reserve Board, Banca del Giappone ed Economic and Social Research Institute.

1) Comprende le istituzioni senza fini di lucro che forniscono servizi alle famiglie.

2) Investimenti fissi lordi in Giappone. La spesa in beni di investimento negli Stati Uniti comprende gli acquisti di beni di consumo durevoli.

3) Al risparmio lordo negli Stati Uniti si aggiunge la spesa per i beni di consumo durevoli.

## LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	<b>S12</b>
F2	Contropartite	<b>S12</b>
F3	Componenti degli aggregati monetari	<b>S13</b>
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	<b>S13</b>
F5	Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie	<b>S14</b>
F6	Prestiti alle famiglie	<b>S15</b>
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro	<b>S16</b>
F8	Depositi degli intermediari finanziari	<b>S17</b>
F9	Depositi di società non finanziarie e famiglie	<b>S18</b>
F10	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	<b>S19</b>
F11	Disponibilità in titoli delle IFM	<b>S20</b>
F12	Attività totali dei fondi di investimento	<b>S24</b>
F13	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	<b>S30</b>
F14	Emissioni nette di titoli non azionari, dati destagionalizzati e non destagionalizzati	<b>S32</b>
F15	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S33</b>
F16	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	<b>S34</b>
F17	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	<b>S35</b>
F18	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	<b>S36</b>
F19	Nuovi depositi con durata prestabilita	<b>S38</b>
F20	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	<b>S38</b>
F21	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	<b>S39</b>
F22	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	<b>S39</b>
F23	Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro	<b>S40</b>
F24	Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	<b>S40</b>
F25	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	<b>S41</b>
F26	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	<b>S54</b>
F27	Debito (definizione di Maastricht)	<b>S54</b>
F28	Saldi di conto corrente	<b>S55</b>
F29	Investimenti diretti e di portafoglio	<b>S55</b>
F30	Conto dei beni	<b>S56</b>
F31	Conto dei servizi	<b>S56</b>
F32	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti sottostanti gli andamenti delle attività nette con l'estero delle IFM	<b>S60</b>
F33	Tassi di cambio effettivi	<b>S67</b>
F34	Tassi di cambio bilaterali	<b>S67</b>
F35	PIL a prezzi costanti	<b>S70</b>
F36	Indici dei prezzi al consumo	<b>S70</b>
F37	Saldo finanziario delle società non finanziarie	<b>S71</b>
F38	Saldo finanziario delle famiglie	<b>S71</b>

## NOTE TECNICHE

### RELATIVE ALLA TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

#### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

### RELATIVE ALLE TAVOLE DA 2.1 A 2.6

#### CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA<sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso, in particolare, di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette<sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni

derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori 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](http://www.ecb.int)) nella sottosezione *Money, banking and financial markets*.
- 2) Per dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual Version 0.2.2*, (December 1998), Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia model-based di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall Programs *TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ad es. dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze 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 <sup>4)</sup>

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](http://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 <sup>4)</sup>

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

#### RELATIVE ALLA TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

#### DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2 alla pag. S74). I dati grezzi sui beni, 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](http://www.ecb.int)). I servizi disponibili all'interno della sezione "Statistics on-line" comprendono una interfaccia per il browser con strumenti di ricerca, l'abbonamento a diverse banche dati nonché la possibilità di scaricare file compressi in formato CSV (comma separated value). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del mese del Consiglio direttivo. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 1° febbraio 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 <sup>1)</sup> (BCE/1998/16) e delle ultime integrazioni, contenute nel Regolamento BCE/2003/10 <sup>2)</sup>.

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

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

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.

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 ch  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 destagionalizzate, 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 destagionalizzato delle consistenze nozionali che   stato depurato dagli effetti della stagionalit  . 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   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 passivit  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   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 stagionalit , 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 passivit . 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 societ  non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.2 (Principali passivit , 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 cos  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 societ  non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati

come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria. Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile della BCE dal gennaio 1999.

La sezione 4.6 riporta i tassi di interesse del mercato monetario per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Per l'area dell'euro è coperta un'ampia gamma di tassi di interesse del mercato monetario, da quelli sui depositi a vista a quelli sui depositi a dodici mesi. Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Ad eccezione del tasso *overnight* fino a dicembre 1998, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse del mercato interbancario fino a dicembre 1998. Dal gennaio 1999 la colonna 1 riporta l'indice medio *overnight* dell'euro (Eonia). Questi sono dati di fine periodo fino al dicembre 1998; medie nel periodo indicato per i periodi successivi. I tassi sui depositi a uno, tre, sei e dodici mesi sono rappresentati dai tassi interbancari lettera (Euribor) dal gennaio 1999; fino al dicembre 1998, dai tassi interbancari lettera sul mercato di Londra (Libor), laddove disponibili. Per gli Stati Uniti e il Giappone i tassi di interesse sui depositi a tre mesi sono rappresentati dal Libor.

La sezione 4.7 presenta i rendimenti dei titoli di Stato per l'area dell'euro, gli Stati Uniti e il Giappone. Fino al dicembre 1998 i rendimenti a due, tre, cinque e sette anni per l'area dell'euro sono dati di fine periodo e quelli a dieci anni sono medie nel periodo indicato. Per i periodi successivi, tutti i dati sono medie nel periodo indicato. Fino al dicembre 1998 i rendimenti

dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei rendimenti dei titoli di Stato nazionali, ponderati con il PIL di ciascun paese; per i periodi successivi la ponderazione si basa sugli ammontari nominali di titoli di Stato in essere per ciascun intervallo di scadenza. Per gli Stati Uniti e il Giappone, i rendimenti a dieci anni sono medie nel periodo indicato.

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

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

La maggior parte dei dati descritti in questa sezione sono prodotti dalla Commissione europea (principalmente Eurostat) e dalle autorità nazionali in campo statistico. I dati relativi all'insieme dell'area dell'euro sono il risultato dell'aggregazione dei dati dei singoli paesi. Per quanto possibile, i dati sono armonizzati e comparabili. Le statistiche sul costo orario del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture sono corretti per tenere conto del numero delle giornate lavorative. L'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (sezione 5.1) è disponibile a partire dal 1995. L'indice è basato sugli IAPC nazionali, costruiti secondo la stessa metodologia in tutti i paesi dell'area dell'euro. La scomposizione per categorie di beni e servizi è derivata dalla Classificazione dei consumi individuali per finalità (Coicop/IAPC). Lo IAPC comprende anche le spese in consumi di famiglie sul territorio dell'area dell'euro. La sezione comprende anche dati relativi allo IAPC destagionalizzato, compilati dalla BCE.

I prezzi alla produzione (sezione 5.1 – tavola 2), la produzione industriale e le vendite al dettaglio (sezione 5.2) sono coperte dal Regolamento del Consiglio (CE) n.1165/98 del 19 maggio 1998

riguardante le statistiche a breve termine <sup>3)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE, sezioni da C a E) nelle "Principali categorie di prodotti industriali", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 586/2001 del 26 marzo 2001 <sup>4)</sup>. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex-fabrika* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

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

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 3 della sezione 5.1) misurano le variazioni dei costi del lavoro per ora lavorata nell'industria (incluse le costruzioni) e nei servizi di mercato. La relativa metodologia è descritta nel Regolamento (CE) n. 450/2003 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 febbraio 2003 concernente l'indice del costo del lavoro <sup>5)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003 <sup>6)</sup>. 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-cartta 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.

## 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

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.



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 2000 <sup>7)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche, al valore nominale in accordo con le norme del Trattato relative alla procedura per i disavanzi eccessivi. Le sezioni 6.1 e 6.2 comprendono anche dati sintetici per i singoli paesi dell'area dell'euro, data la loro rilevanza nell'ambito del Patto di stabilità e crescita. I disavanzi/avanzi riportati per i singoli paesi dell'area dell'euro corrispondono alla voce B.9 della procedura per i disavanzi eccessivi così come definita nel Regolamento (CE) n. 351/2002 della Commissione, del 25 febbraio 2002, che ha emendato il Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC95.

La sezione 6.3 presenta le variazioni del debito delle amministrazioni pubbliche. La differenza tra la variazione del debito pubblico e il disavanzo pubblico – il cosiddetto raccordo disavanzo-debito – è da attribuire principalmente alle transazioni delle amministrazioni pubbliche in attività finanziarie e a effetti di valutazione dovuti al cambio. Nella sezione 6.4 vengono presentati i dati trimestrali sulle entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche, basate sulle definizioni stabilite nel Regolamento (CE) n. 1221/2002, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 10 giugno 2002 <sup>8)</sup> 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<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'Indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15) <sup>9)</sup> e con la documentazione dell'Eurostat. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione della BCE *European Union balance of payments/international investment position statistical methods* (novembre 2005) e nei rapporti delle rispettive *Task Force* su *Portfolio investment collection systems* (giugno 2002), su *Portfolio investment income* (agosto 2003) e su *Foreign direct investment* (marzo 2004), che possono essere scaricati dal sito Internet della BCE. Inoltre, è disponibile sul sito Internet del Comitato delle statistiche monetarie, finanziarie e della bilancia dei pagamenti ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/ Commissione (Eurostat) su *Quality of balance of payments and international investment position statistics* (giugno 2004). 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.

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.

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](http://www.ecb.int)). Si veda anche il Riquadro 1 nel numero di giugno 2003 del Bollettino mensile.

La sezione 7.3 riporta una scomposizione geografica della b.d.p. (tavole da 1 a 4) e della posizione patrimoniale verso l'estero (Tavola 5) dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione fra Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro e aree o paesi esterni all'Unione Europea. La scomposizione riporta inoltre le transazioni e le posizioni nei confronti delle istituzioni dell'UE (le quali, a parte la BCE, vengono trattate statisticamente come poste al di fuori dell'area dell'euro a prescindere dalla loro collocazione fisica) e, per determinate finalità, anche nei confronti di centri offshore e organizzazioni internazionali. Le tavole da 1 a 4 contengono le transazioni cumulate di b.d.p. negli ultimi quattro trimestri; la tavola 5 presenta una scomposizione geografica della posizione patrimoniale verso l'estero alla fine dell'anno scorso. Le transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari e alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Una introduzione alla scomposizione geografica viene riportata nell'articolo *Bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro: principali controparti* nel numero di febbraio 2005 del Bollettino mensile.

Le statistiche relative alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.4 sono redatte sulla base delle posizioni nei confronti dei non residenti nell'area, considerando l'area dell'euro come

una singola entità economica (cfr. riquadro 9 del numero di dicembre 2002 del Bollettino mensile). La p.p.e. è valutata ai prezzi di mercato correnti, con l'eccezione delle consistenze degli investimenti diretti, per le quali si utilizzano prevalentemente i valori di bilancio. La p.p.e. trimestrale viene compilata sulla base dello stesso schema metodologico utilizzato per quella annuale. Dato che alcune fonti di dati non sono disponibili a cadenza trimestrale (oppure disponibili in ritardo), la p.p.e. trimestrale viene parzialmente stimata sulla base delle transazioni finanziarie e degli andamenti delle attività e dei tassi di cambio.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema sono riportate nella sezione 7.5, insieme ai corrispondenti dati per la BCE. Tali dati non sono pienamente confrontabili con quelli della valutazione finanziaria settimanale dell'Eurosistema, a causa di differenze nella copertura e nella classificazione. I dati contenuti nella sezione 7.5 sono conformi agli standard FMI/BRI sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini dell'Accordo tra le banche centrali sull'oro del 26 settembre 1999, aggiornato l'8 marzo 2004. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE Trattamento statistico delle riserve ufficiali dell'Eurosistema (ottobre 2000), disponibile sul sito Internet della BCE, dove è anche possibile trovare informazioni più dettagliate, secondo lo schema di riferimento per le riserve ufficiali e la liquidità in valuta estera.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La principale fonte dei dati è l'Eurostat. La BCE calcola indici di volume dagli indici di valore e di valore unitario prodotti dall'Eurostat, ed effettua la destagionalizzazione degli indici di valore unitario; i dati in valore sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative a cura dell'Eurostat.

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

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

## TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) nominali dell'euro, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei partner commerciali dell'area dell'euro. Una variazione positiva indica un apprezzamento dell'euro. I pesi sono basati sul commercio di beni manufatti con i paesi partner commerciali nei periodi 1995-1997 e 1999-2001 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando all'inizio del 1999 gli indici basati sui pesi del periodo 1995-1997 con quelli i cui pesi sono basati sul periodo 1999-2001. Il gruppo di partner commerciali del TCE-23 è composto dai 13 Stati membri non appartenenti all'area dell'euro e da Australia, Canada, Cina, Corea del Sud, Giappone, Hong Kong, Norvegia, Singapore, Stati Uniti e Svizzera. Il gruppo del TCE-42 comprende, in aggiunta a quelli del TCE-23,

i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Bulgaria, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Israele, Malesia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Romania, Russia, Sud Africa, Tailandia, Taiwan, Turchia. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia. Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. il riquadro 10 *Aggiornamento delle ponderazioni dei tassi di cambio effettivi dell'euro basati sull'interscambio commerciale complessivo e calcolo di un nuovo insieme di indicatori*, nel numero di settembre 2004 di questo Bollettino, e l'Occasional Paper della BCE n. 2 (*The effective exchange rates of the euro*, Luca Buldorini,

Stelios Makrydakis e Christian Thimann, febbraio 2002), che può essere scaricato dal sito Internet della BCE.

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

#### **EVOLUZIONE ALL'ESTERNO DELL'AREA DELL'EURO**

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



## ALLEGATI

# CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA <sup>1)</sup>

### 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 E 2 FEBBRAIO 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 novembre 2005 e gennaio 2006. 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.

*Valutazione dell'andamento dei prezzi delle abitazioni nell'area dell'euro*, febbraio 2006.

*Politiche di bilancio e mercati finanziari*, febbraio 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 emergine market economies*, a cura di una Task force del Comitato per le relazioni internazionali del Sistema europeo di banche centrali, giugno 2005.
- 33 *Integration of securities market infrastructure in the euro area*, di H. Schmiedel e A. Schönenberger, luglio 2005.
- 34 *Hedge funds and their implications for financial stability*, di T. Garbaravicius e F. Dieririk, agosto 2005.
- 35 *The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective*, di R. Petschnigg, settembre 2005.
- 36 *Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route*, di I. Angeloni, M. Flad e F. P. Mongelli, settembre 2005.
- 37 *Financing conditions in the euro area*, di L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel e S. Scopel, 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

- 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. Lünnemann 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. Lünnemann, 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.
- 570 *Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis*, di L. Rinaldi e A. Sanchis-Arellano, gennaio 2006.
- 571 *Are emerging market currency crises predictable? A test*, di T. A. Peltonen, gennaio 2006.
- 572 *Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data*, di M. Kuismanen e L. Pistaferri, gennaio 2006.
- 573 *Credit chains and the propagation of financial distress*, di F. Boissay, gennaio 2006.
- 574 *Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union*, di F. Buseti, L. Forni, A. Harvey e F. Venditti, gennaio 2006.
- 575 *Growth in euro area labour quality*, di G. Schwerdt e J. Turunen, gennaio 2006.
- 576 *Debt-stabilizing fiscal rules*, di P. Michel, L. von Thadden e J.-P. Vidal, gennaio 2006.
- 577 *Distortionary taxation, debt and the price level*, di A. Schabert e L. von Thadden, gennaio 2006.
- 578 *Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography*, di H. Berger, M. Ehrmann e M. Fratzscher, gennaio 2006.
- 579 *A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances*, di J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano e M. Spolander, gennaio 2006.
- 580 *Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison*, di C. K. Sørensen e T. Werner, gennaio 2006.
- 581 *Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets*, di A. Afonso, L. Schuknecht e V. Tanzi, gennaio 2006.
- 582 *What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?*, di F. O. Bilbiie, A. Meier e G. J. Müller, gennaio 2006.
- 583 *Back to square one: identification issues in DSGE models*, di F. Canova e L. Sala, gennaio 2006.
- 584 *A new theory of forecasting*, di S. Manganelli, gennaio 2006.

#### **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.

*Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Addendum incorporating 2004 figures*, gennaio 2006.

*Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling*, gennaio 2006.

*Euro Money Market Survey*, gennaio 2006.

**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](http://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.