



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  
MARZO**





BANCA CENTRALE EUROPEA



## BOLLETTINO MENSILE MARZO 2006

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

© 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° marzo 2006.*

ISSN 1561-0276 (stampa)

ISSN 1725-2997 (online)

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

# INDICE

## EDITORIALE

### ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro

La finanza pubblica

I tassi di cambio  
e la bilancia dei pagamenti

### Riquadri:

- 1 Il recente andamento dell'inflazione nei nuovi Stati membri dell'Unione europea e l'impatto dell'adesione 12
- 2 La revisione dei conti nazionali della Cina 15
- 3 La ripresa dell'inversione delle riallocazioni di portafoglio nel quarto trimestre del 2005 19
- 4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria dal 9 novembre 2005 al 7 febbraio 2006 32
- 5 I fattori alla base della recente differenziazione fra l'andamento dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti 40
- 6 Andamento e natura dei prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie alle famiglie 51
- 7 Nuove pratiche di compilazione e pubblicazione per lo IAPC dell'area dell'euro 54
- 8 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE 65
- 9 Proiezioni dell'impatto dell'invecchiamento demografico sulla spesa pubblica 71

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

SI

### ALLEGATI

- 9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema I
- 53 Il sistema target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) III
- 60 Documenti pubblicati dalla Banca centrale europea dal gennaio 2005 VII
- 68 Glossario XIII



## 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 marzo 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 25 punti base, al 2,50 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati anch'essi innalzati di 25 punti base, al 3,50 e all'1,50 per cento, rispettivamente. In linea con le modifiche apportate al quadro di riferimento per la politica monetaria della BCE nel marzo 2004, queste decisioni hanno avuto effetto l'8 marzo 2006, data di inizio del nuovo periodo di mantenimento delle riserve.

La decisione del Consiglio direttivo di innalzare i tassi di interesse tiene conto dei rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi individuati sulla base dell'analisi economica e monetaria. L'adeguamento dei tassi di interesse contribuirà ad assicurare che le aspettative di inflazione a medio-lungo termine nell'area dell'euro restino saldamente ancorate a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi; ciò costituisce un presupposto affinché la politica monetaria fornisca un apporto duraturo al sostegno della crescita economica e della creazione di posti di lavoro nell'area. I tassi di interesse, nominali e reali, rimangono ancora su livelli molto contenuti per tutte le scadenze, e la politica monetaria permane accomodante. Se da una parte questo orientamento rispecchia l'attuale valutazione del Consiglio direttivo, dall'altra esso continuerà a seguire con attenzione tutti gli sviluppi riguardanti i rischi per la stabilità dei prezzi.

Per quanto concerne l'analisi economica, la stima rapida dell'Eurostat indica per il quarto trimestre del 2005 un tasso di crescita del PIL dell'area pari allo 0,3 per cento sul periodo precedente, notevolmente inferiore all'elevato valore del trimestre precedente, pari allo 0,6 per cento. Tuttavia, guardando oltre la variabilità a breve termine e valutando i recenti indicatori economici e i risultati delle ultime indagini congiunturali, i dati suggeriscono un miglioramento dell'attività economica. Ci si attende, pertanto, un rafforzamento della crescita nel breve periodo, come segnalato anche da diverse stime basate su indicatori.

Su orizzonti temporali più lunghi, continuano a sussistere i presupposti per il procedere dell'espansione economica nell'area dell'euro. Il contesto esterno resta positivo e sostiene le esportazioni dell'area. Gli investimenti dovrebbero rimanere vigorosi, grazie al protrarsi di un periodo caratterizzato da condizioni di finanziamento molto favorevoli, ristrutturazione dei bilanci societari e incremento dei profitti e dell'efficienza delle imprese. La crescita dei consumi dovrebbe altresì rafforzarsi gradualmente, in linea con l'andamento del reddito disponibile reale, allorché la situazione nel mercato del lavoro migliorerà progressivamente.

Le proiezioni macroeconomiche di marzo elaborate dagli esperti della BCE hanno fornito un ulteriore contributo all'analisi delle prospettive per l'attività economica. Per quanto riguarda il PIL, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso tra l'1,7 e il 2,5 per cento nel 2006 e tra l'1,5 e il 2,5 per cento l'anno seguente. Gli intervalli sono stati lievemente rivisti verso l'alto rispetto alle proiezioni dello scorso dicembre elaborate dagli esperti dell'Eurosistema; la revisione è dovuta principalmente a prospettive in qualche misura più favorevoli, nell'orizzonte considerato, per gli investimenti privati. Le più recenti previsioni diffuse da organizzazioni internazionali e del settore privato forniscono un quadro sostanzialmente simile. Il Consiglio direttivo ritiene che i rischi verso il basso per questo scenario di crescita siano in gran parte connessi agli andamenti dei corsi petroliferi e agli squilibri nell'economia mondiale.

Passando ai prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per febbraio un tasso di inflazione misurato sullo IAPC del 2,3 per cento, a fronte del 2,4 di gennaio. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe mantenersi al di sopra del 2 per cento; gli esatti livelli dipenderanno in misura notevole dall'evoluzione dei prezzi dell'energia, di recente relativamente variabile. Oltre il breve termine, le variazioni dei prezzi amministrati e delle imposte indirette dovrebbero ripercuotersi in misura significativa sull'inflazione quest'anno e nel prossimo, e anche gli effetti indiretti degli scorsi rincari del petrolio dovrebbero esercitare



spinte al rialzo. Nel contempo, la dinamica salariale è rimasta ultimamente moderata nell'area dell'euro; secondo l'ipotesi di lavoro del Consiglio direttivo resterà tale, non da ultimo per le forti pressioni concorrenziali a livello mondiale, in particolare nel settore manifatturiero. La moderazione salariale ha contribuito a contenere le spinte inflazionistiche di origine interna, nonostante gli elevati aumenti delle quotazioni petrolifere. Pertanto, è d'importanza cruciale, in futuro, che le parti sociali seguitino a mostrare senso di responsabilità a tale riguardo, anche in un contesto economico più favorevole.

Le proiezioni di marzo degli esperti della BCE forniscono un ulteriore apporto alla valutazione delle prospettive per l'andamento dei prezzi. Il tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC sarebbe compreso fra l'1,9 e il 2,5 per cento nel 2006 e fra l'1,6 e il 2,8 per cento nel 2007. Rispetto alle proiezioni di dicembre, questi intervalli implicano una lieve correzione verso l'alto del profilo dell'inflazione nei prossimi anni, principalmente per effetto dell'ipotizzato aumento dei corsi petroliferi, in linea con le attese del mercato.

Le 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 una dinamica di salari e prezzi più vigorosa delle attese a causa di effetti di secondo impatto degli scorsi rincari del greggio.

Passando all'analisi monetaria, il Consiglio direttivo ha nuovamente discusso in maniera approfondita la valutazione dell'andamento della moneta. Il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 resta elevato, malgrado i segnali di una ripresa dell'inversione delle passate riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie, la quale esercita un effetto frenante sull'espansione complessiva di M3. Guardando oltre l'impatto a breve termine di queste scelte di portafoglio, la crescita della moneta resta tendenzialmente elevata, rispecchiando l'effetto di stimolo dei

contenuti tassi di interesse. Inoltre, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito al settore privato si è ulteriormente rafforzato negli ultimi mesi, a fronte del sostenuto ritmo di espansione dei prestiti alle famiglie, soprattutto dei mutui per l'acquisto di abitazioni, e alle società non finanziarie. Nel complesso, data l'abbondante liquidità presente nell'area, la forte crescita della moneta e del credito segnala rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo.

In sintesi, si prevede che il tasso annuo di inflazione si mantenga su livelli elevati nel 2006 e nel 2007, e l'analisi economica indica che i rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine rimangono orientati al rialzo. Tenuto conto della vigorosa crescita della moneta e dell'abbondante liquidità, la verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria conferma che prevalgono rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Si è pertanto reso necessario un adeguamento dei tassi di interesse. Intervenendo con tempestività, il Consiglio direttivo contribuisce a mantenere le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo in linea con la stabilità dei prezzi, dando in tal modo un apporto duraturo a una crescita economica sostenibile e alla creazione di posti di lavoro. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire con attenzione tutti gli sviluppi al fine di evitare che si concretizzino rischi per la stabilità dei prezzi.

Per quanto attiene alle politiche fiscali, se alcuni paesi si prefiggono di mantenere o conseguire posizioni di bilancio prossime al pareggio o in avanzo nell'orizzonte dei programmi di stabilità, nell'insieme dell'area dell'euro i progressi verso finanze pubbliche solide rimangono lenti. Vari paesi continuano a registrare gravi squilibri, e alcuni di essi prevedono interventi di risanamento che soddisfano appena i requisiti minimi richiesti dal Patto di stabilità e crescita rivisto, malgrado il miglioramento dello scenario per l'espansione economica. Nel contempo, gli oneri di bilancio derivanti dall'invecchiamento demografico gettano un'ombra sulle prospettive a lungo termine per i conti pubblici nella maggior parte dei paesi dell'area. Pertanto, è essenziale perseguire obiettivi di risanamento

incisivi, attuando se necessario misure concrete ed efficaci. Gli interventi di riequilibrio avranno più facilmente successo se saranno integrati in un programma di riforma organico, in grado di rispondere adeguatamente alle sfide di lungo periodo per le finanze pubbliche. Questo rafforzerà la credibilità del Patto nella sua nuova formulazione e instaurerà la fiducia in un contesto per i conti pubblici solido e orientato alla crescita.

Le più vaste implicazioni dell'invecchiamento della popolazione richiedono attenzione anche in altri campi di politica economica. Riforme strutturali articolate dei mercati del lavoro e dei beni e servizi, nonché la creazione di un contesto favorevole e concorrenziale per le imprese sono indispensabili per sostenere la crescita potenziale e far aumentare il tasso di occupazione, allorché si avvertiranno gli effetti dei mutamenti demografici. Completare il mercato inter-

no dell'UE, compreso quello dei servizi, deve rappresentare una delle priorità principali. Dal lato dell'offerta di lavoro, la riforma dei sistemi tributari e previdenziali è essenziale per fornire maggiori incentivi a rimanere o entrare nel mercato del lavoro. Dal lato della domanda, occorre promuovere la flessibilità salariale e ridurre la rigidità del mercato del lavoro. Inoltre, migliorare l'istruzione e la formazione è importante per lo sviluppo del capitale umano. L'imminente Consiglio europeo, del 23 e 24 marzo, passerà in rassegna i progressi compiuti nell'ambito della strategia di Lisbona, rilanciata lo scorso anno. Il Consiglio direttivo sostiene con forza le iniziative prese dalla Commissione europea e dal Consiglio europeo per dare nuovo impulso al processo di riforma. La completa ed efficace realizzazione delle necessarie riforme è cruciale per il successo economico dell'Unione europea nel lungo periodo.





## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

Alla fine del 2005 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a ritmi relativamente vigorosi. La crescita economica si è intensificata in Giappone e indebolita, almeno temporaneamente, negli Stati Uniti. Le spinte inflazionistiche sono rimaste generalmente contenute in gran parte dei paesi. Nell'insieme, le prospettive per il contesto esterno e di conseguenza per la domanda estera dell'area dell'euro restano positive. L'andamento robusto degli utili e le condizioni di finanziamento favorevoli, assieme ai miglioramenti strutturali nei bilanci delle imprese in varie economie, dovrebbero sostenere gli investimenti del settore privato.

## 1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Alla fine del 2005 l'economia mondiale ha continuato a espandersi a un ritmo relativamente vigoroso. Nell'ultimo trimestre la crescita del PIL è visibilmente aumentata in Giappone ma è diminuita negli Stati Uniti. Evidenze più recenti sull'attività mondiale agli inizi del 2006 indicano che essa si è mantenuta piuttosto vivace e che è probabile una certa ripresa negli Stati Uniti. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste generalmente piuttosto contenute in gran parte dei paesi. L'inflazione al consumo complessiva è stata abbastanza moderata in molte economie alla fine del 2005, riflettendo in parte il calo dei corsi petroliferi. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione misurata sull'indice dei prezzi al consumo è scesa in dicembre al 2,7 per cento sui dodici mesi, dal 3,3 di settembre (cfr. figura 1). Nell'insieme del 2005 l'inflazione al consumo complessiva è salita al 2,7 per cento, dal 2,5 del 2004, mentre quella al netto dei beni alimentari ed energetici è rimasta invariata all'1,9 per cento.

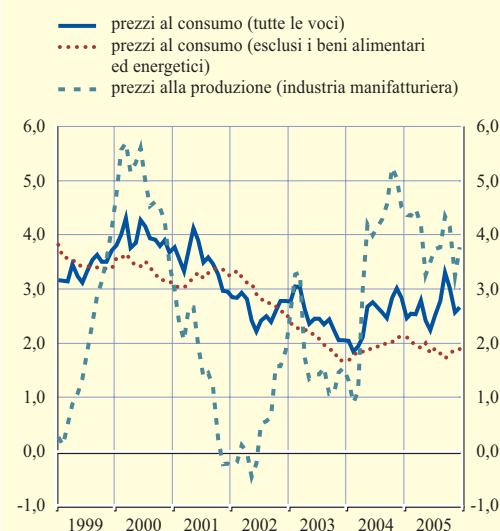
## STATI UNITI

Negli Stati Uniti la crescita del PIL si è notevolmente indebolita durante il quarto trimestre del 2005. Dati più recenti indicano tuttavia che agli inizi di quest'anno l'attività economica ha ripreso slancio. I guadagni significativi in termini di occupazione e la tendenza calante delle richieste iniziali e continuative di sussidi di disoccupazione evidenziano il costante miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro. La crescita della spesa per consumi privati, diminuita notevolmente nell'ultimo trimestre del 2005, sembra essersi rafforzata in gennaio. La spesa per investimenti del settore societario rimane vigorosa, come mostrano sia i recenti cospicui aumenti degli ordinativi e delle consegne di beni di investimento sia il clima di fiducia delle imprese persistentemente favorevole.

In gennaio l'inflazione complessiva è salita al 4,0 per cento sui dodici mesi, risentendo dei maggiori prezzi dell'energia, mentre quella calcolata al netto dei beni alimentari ed energetici è scesa lievemente (al 2,1 per cento). Le prospettive per l'attività economica restano positive, in un contesto in cui la spesa delle famiglie dovrebbe beneficiare delle migliori condizioni dell'occupazione. Anche gli investimenti delle imprese, sorretti dagli elevati livelli di redditività del settore

Figura 1 Andamenti dei prezzi nei paesi OCSE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



Fonte: OCSE.

e dalla dinamica ancora vivace della domanda aggregata, dovrebbero continuare a espandersi a ritmi sostenuti. Allo stesso tempo, tuttavia, sulla crescita del PIL continuano a gravare diversi rischi verso il basso, che potrebbero essere stati accentuati dall'ulteriore ampliamento del disavanzo esterno in dicembre. Le attese di inflazione di lungo periodo rimangono bene ancorate, anche se l'aumento del grado di utilizzo delle risorse e le elevate quotazioni dei beni energetici continuano a comportare rischi al rialzo per i prezzi. Secondo il *Monetary Policy Report* semestrale della Federal Reserve, il valore centrale delle proiezioni per la crescita del PIL in termini reali si colloca intorno al 3,5 per cento nel 2006 e fra il 3 e il 3,5 per cento nel 2007.

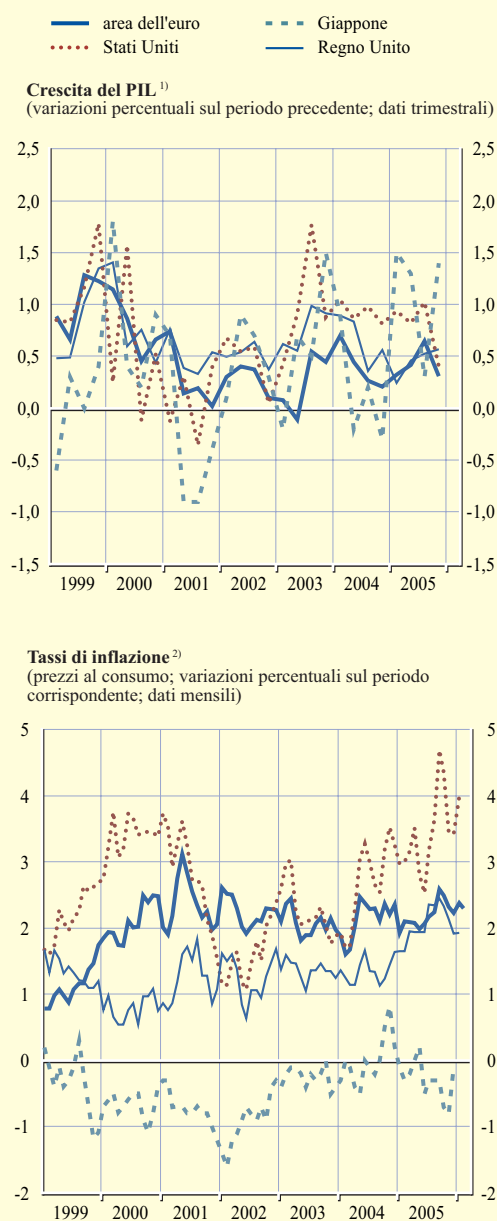
#### GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è recentemente intensificata, mentre la deflazione dei prezzi al consumo continua a rientrare. In base alle stime preliminari, nel quarto trimestre del 2005 il PIL in termini reali è cresciuto vigorosamente (dell'1,4 per cento sul periodo precedente). L'espansione del PIL ha interessato sia la domanda privata interna sia l'interscambio netto, mentre il contributo del settore pubblico è stato nullo. Gli investimenti e i consumi privati si sono confermati i motori principali dell'attuale ripresa, che risulta inoltre sorretta dal recupero dell'attività di esportazione.

Nel 2005 l'espansione del PIL in termini reali (2,8 per cento) è stata superiore rispetto sia al 2004 (2,3 per cento) sia al 2003 (1,8 per cento). Di conseguenza, l'economia giapponese è cresciuta a ritmi superiori al potenziale per il terzo anno consecutivo. Guardando al futuro, le prospettive economiche del Giappone sono favorevoli in quanto il paese dovrebbe fruire dei vantaggi derivanti dai precedenti adeguamenti strutturali sul mercato del lavoro e nei settori bancario e societario, oltre che dal rinnovato vigore dell'interscambio regionale.

Per quanto concerne i prezzi, 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. I prezzi alla produzione, misurati dall'indice nazionale dei prezzi alla produzione, sono

**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.

aumentati ulteriormente in gennaio (al 2,7 per cento sui dodici mesi), sospinti dai rincari delle merci e delle materie prime industriali.

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

### REGNO UNITO

Nell'ultimo trimestre del 2005 la crescita economica del Regno Unito ha registrato una modesta ripresa. In base alla stima preliminare, il PIL in termini reali è aumentato dello 0,6 per cento sul trimestre precedente, trainato principalmente dai consumi privati. Gli investimenti sono diminuiti e le importazioni hanno subito un rallentamento. Il contributo delle esportazioni nette al PIL è stato positivo, trainato dalla robusta crescita delle esportazioni. Di recente le condizioni del mercato del lavoro si sono lievemente indebolite, in presenza di un incremento della disoccupazione e di una moderazione delle retribuzioni medie (al netto delle gratifiche).

In prospettiva, la ripresa potrebbe perdere slancio durante la prima metà del 2006, anche se nell'insieme dell'anno la crescita del PIL dovrebbe essere superiore rispetto al 2005. In gennaio l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo è stata pari all'1,9 per cento, invariata da dicembre. I prezzi dei trasporti hanno registrato un incremento significativo, mentre quasi tutte le altre componenti dello IAPC sono diminuite. In base all'indice Halifax, in gennaio i prezzi delle abitazioni sono scesi dello 0,4 per cento rispetto al mese precedente, collocando al 5,1 per cento l'incremento sui dodici mesi. In dicembre il numero di mutui concessi per l'acquisto di abitazioni è aumentato notevolmente.

### ALTRI PAESI EUROPEI

In gran parte degli altri paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita del prodotto si è intensificata o mantenuta vigorosa verso la fine del 2005. Allo stesso tempo, l'inflazione misurata sullo IAPC si è moderata all'attenuarsi delle pressioni sui prezzi dei beni energetici. Sull'andamento dello IAPC in gennaio hanno influito le variazioni dei prezzi amministrati in vari paesi.

In Danimarca e in Svezia gli indicatori di breve periodo mostrano che l'attività economica è rimasta positiva dopo il rafforzamento della crescita del PIL nei due paesi durante il terzo trimestre. In entrambe le economie l'espansione dell'attività sarebbe stata trainata da fattori sia interni sia esterni. Rispetto al mese precedente l'inflazione misurata sullo IAPC si è lievemente moderata in gennaio (rispettivamente al 2,0 per cento in Danimarca e all'1,1 in Svezia). La forte concorrenza nel settore al dettaglio, la modesta dinamica salariale e i consistenti guadagni di produttività hanno concorso a contenere gli aumenti inflazionistici.

Negli Stati membri che hanno aderito all'UE nel 2004, il quadro economico è rimasto in generale estremamente positivo e sia la domanda interna sia le esportazioni nette hanno fornito un contributo significativo alla crescita. L'attività è stata molto vivace in alcune economie dell'Europa centrale e in particolar modo in Slovacchia, dove nel quarto trimestre del 2005 il PIL in termini reali è aumentato del 7,5 per cento sul periodo corrispondente. L'economia ha continuato a espandersi a ritmi molto sostenuti anche nei paesi baltici. In tali paesi l'inflazione misurata sullo IAPC è stata relativamente alta, alimentata anche dal vigore della domanda interna e dal rincaro dei beni energetici (cfr. riquadro 1).

## Riquadro I

### IL RECENTE ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE NEI NUOVI STATI MEMBRI DELL'UNIONE EUROPEA E L'IMPATTO DELL'ADESIONE

Questo riquadro descrive brevemente i principali fattori che sottendono la dinamica recente dell'inflazione nei nuovi Stati membri dell'UE. Prima dell'ingresso, tali paesi avevano conseguito una considerevole riduzione dell'inflazione: nel 2003 la media ponderata della loro inflazione armonizzata aveva raggiunto un valore minimo dell'1,9 per cento, a fronte del 2,1 per cento dell'area dell'euro (cfr. tavola). Nel contesto dell'adesione all'Unione, tuttavia, le pressioni inflazionistiche sono aumentate rapidamente nella prima metà del 2004, fino a toccare il 4,8 per cento nel terzo trimestre. Successivamente, l'inflazione ha cominciato a diminuire gradualmente nella maggior parte dei paesi, riflettendo anche un effetto base al ribasso sui tassi sui dodici mesi riconducibile all'attenuarsi dell'impatto inflazionistico dell'adesione, per poi collocarsi in media al 2,2 per cento nel quarto trimestre del 2005.

La dinamica inflativa degli ultimi tre anni ha tuttavia differito considerevolmente da paese a paese. Alcuni paesi con tassi di inflazione relativamente elevati nel 2003, ossia Cipro, Ungheria, Slovenia e Slovacchia, li hanno ridotti in misura significativa entro la fine del 2005. Altri, quali Repubblica Ceca e Polonia, che erano partiti da livelli di inflazione inferiori, hanno registrato un rialzo nel 2004, seguito da un ritorno a livelli più moderati nel corso dello scorso anno. Negli Stati baltici l'inflazione è aumentata considerevolmente nel 2004, da un livello nella maggior parte dei casi relativamente basso (nel caso della Lituania addirittura negativo), e ha continuato ad aumentare ulteriormente nel complesso del 2005. In generale, l'andamento dell'inflazione nei nuovi Stati membri tende a essere piuttosto variabile, a causa, tra l'altro, del peso considerevole della componente alimentare nel paniere dello IAPC, dell'elevata dipendenza dal petrolio rispetto ad altre fonti energetiche e di modifiche relativamente frequenti a imposte indirette e prezzi amministrati.

L'andamento recente dell'inflazione nei nuovi Stati membri è riconducibile principalmente a tre fattori: l'ingresso nella UE, l'aumento dei prezzi internazionali del petrolio e le dinamiche cicliche. Nel quadro del processo di adesione, alcuni paesi hanno dovuto aumentare diverse imposte indirette e prezzi amministrati per adeguarsi ai requisiti del mercato unico. Nel periodo immedia-

### Inflazione misurata sullo IAPC nei nuovi Stati membri dell'UE

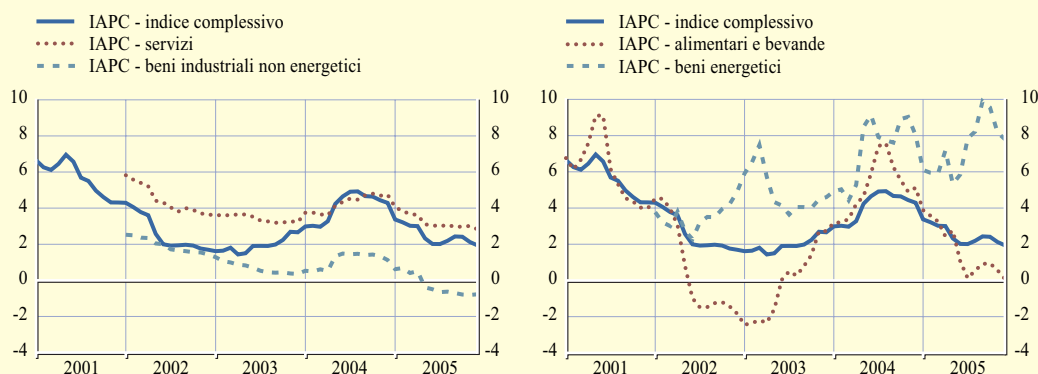
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

	2001	2002	2003	2004	2005	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005
						1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
Repubblica Ceca	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,4	3,0	2,7	1,4	1,2	1,6	2,2
Estonia	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	0,6	3,2	3,9	4,4	4,5	3,6	4,3	4,0
Cipro	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	1,0	1,2	2,5	2,8	2,5	2,1	1,7	1,9
Lettonia	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	4,3	5,8	7,4	7,2	6,7	6,7	6,7	7,5
Lituania	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	-1,1	0,5	2,3	3,0	3,1	2,4	2,2	3,0
Ungheria	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	6,8	7,4	7,0	5,9	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,5	3,3	3,0	2,2	2,3	2,2	2,1	3,6
Polonia	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,8	3,4	4,7	4,5	3,6	2,2	1,7	1,2
Slovenia	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	3,7	3,8	3,6	3,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slovacchia	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	8,2	8,1	7,4	6,2	2,8	2,6	2,2	3,7
Media ponderata UE-10	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,0	4,0	4,8	4,5	3,2	2,4	2,2	2,2
Media semplice UE-10	4,9	3,1	2,9	3,9	3,1	3,0	3,9	4,5	4,2	3,3	2,9	2,8	3,3
Deviazione standard UE-10	2,7	2,0	2,9	2,2	1,5	2,8	2,5	2,0	1,7	1,5	1,5	1,6	1,7
Area dell'euro	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	1,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3

Fonte: Eurostat.

**Inflazione misurata sullo IAPC e su alcune sue componenti nei nuovi Stati membri dell'UE**

(dati mensili; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: tutti gli indici sono ponderati. I dati sugli indici IAPC ponderati relativi ai servizi, ai beni industriali non energetici e ai beni energetici sono disponibili solo a partire da gennaio 2002.

tamente precedente all'attuazione di tali aggiustamenti si è osservata una maggiore domanda di diversi prodotti, con un ulteriore effetto al rialzo sui prezzi. Inoltre, i prezzi dei beni alimentari hanno segnato una forte accelerazione nella prima metà del 2004 (cfr. figura), ampiamente riconducibile alla partecipazione dei nuovi Stati membri alla Politica agricola comune a partire dal maggio 2005. L'eliminazione delle restanti barriere al commercio e il minore livello dei prezzi di vari prodotti alimentari in questi paesi hanno prodotto un aumento della domanda di esportazioni di beni alimentari fra paesi dell'Unione, che ha a sua volta contribuito a un rialzo dei prezzi.

Il rincaro del greggio da metà 2003 ha inoltre innescato pressioni al rialzo sull'inflazione di tutti i nuovi Stati membri, riflettendo il peso relativamente elevato della componente energetica nel loro paniere IAPC (in media intorno al 14,7 per cento nel 2005, contro l'8,5 per cento nell'area dell'euro). L'impatto inflazionistico di tale rincaro ha tuttavia differito considerevolmente a seconda dei paesi, in parte per effetto sia di differenze nei comportamenti di consumo e nell'intensità dell'utilizzo di petrolio nella produzione, sia dell'esistenza in alcuni paesi di contratti a lungo termine per la fornitura di energia. In alcuni casi, inoltre, la trasmissione del rincaro del greggio all'inflazione al consumo è stata attenuata dalla riduzione delle accise e dalle politiche tariffarie delle autorità con responsabilità sui prezzi al consumo dei beni energetici (elettricità e gas).

Un ruolo importante nella determinazione delle dinamiche inflative dei nuovi Stati membri è stato svolto negli anni recenti anche dagli andamenti ciclici. La vigorosa crescita della domanda, il riassorbimento di *output gap* negativi e l'accelerazione dei salari hanno contribuito alle pressioni inflazionistiche in numerosi paesi.

Tutte queste pressioni al rialzo sull'inflazione sono state in parte compensate da alcuni effetti al ribasso, collegati in particolare all'aumento della concorrenza attraverso le importazioni nel settore dei beni industriali (quali l'abbigliamento e gli elettrodomestici) nonché alle riforme regolamentari, in parte connesse all'adesione, che hanno interessato le telecomunicazioni e altri servizi di rete. Inoltre, in alcuni paesi, ovvero Repubblica Ceca, Ungheria, Polonia e Slovacchia, le pressioni inflazionistiche sono state parzialmente compensate dall'apprezzamento delle rispettive valute nei confronti dell'euro.



In sintesi, nel 2004 gli effetti sui prezzi connessi all'adesione alla UE unitamente ai vigorosi aumenti dei corsi energetici internazionali hanno indotto un netto incremento dell'inflazione nella maggior parte dei nuovi Stati membri. Sulla base degli andamenti osservati nel 2005, sembra che molti paesi siano riusciti a evitare o comunque limitare effetti potenziali di secondo impatto di tali shock inflazionistici. Tuttavia, è necessario conservare un atteggiamento di cautela in alcuni paesi nei quali l'inflazione è rimasta elevata o si è accresciuta nel 2005 al fine di evitare l'emergere di un periodo più protratto di pressioni inflazionistiche.

Nelle tre maggiori economie dell'Europa centrale (Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria) la crescita del PIL si è mantenuta robusta durante l'ultimo trimestre del 2005 e la produzione industriale ha continuato ad aumentare notevolmente, grazie soprattutto alla dinamica delle esportazioni. Inoltre, il tasso di incremento delle vendite al dettaglio è salito, a indicare il perdurante vigore dei consumi privati. In gennaio l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC ha evidenziato andamenti differenziati nei tre paesi: mentre nella Repubblica Ceca è salita al 2,4 per cento, in Polonia è rimasta sostanzialmente invariata allo 0,9 per cento e in Ungheria è scesa al 2,5. Sui valori dell'inflazione di gennaio in diversi paesi avrebbero influito le variazioni delle imposte indirette e dei prezzi amministrati. Per quanto riguarda l'Ungheria, ad esempio, il calo è riconducibile principalmente alla riduzione (dal 25 al 20 per cento) dell'aliquota IVA massima, il cui effetto ha più che compensato l'impatto di aumenti superiori alla media nei prezzi dei beni alimentari.

Con riferimento ai paesi europei non appartenenti all'UE, in Svizzera l'attività economica si è rafforzata nella seconda metà del 2005. Se le esportazioni hanno finora continuato a fornire un importante contributo alla crescita, la domanda interna sembra in graduale miglioramento. I risultati delle indagini più recenti suggeriscono un ulteriore rafforzamento dell'attività economica. In gennaio l'inflazione misurata sui dodici mesi è salita all'1,3 per cento, dall'1,0 di dicembre.

In Russia la crescita del PIL sul periodo corrispondente è salita al 7 per cento nel terzo trimestre del 2005. Tale robusta espansione, che continua a essere sorretta dagli elevati corsi petroliferi, è trainata in misura crescente dalla domanda interna. La produzione industriale è aumentata in gennaio del 4,4 per cento sui dodici mesi. Nonostante la recente fase di graduale calo, l'inflazione misurata sull'IPC si è mantenuta elevata (al 10,7 per cento sui dodici mesi in gennaio).

#### **PAESI EMERGENTI DELL'ASIA**

Nelle economie asiatiche emergenti l'attività economica ha continuato a espandersi rapidamente agli inizi del 2006. La crescita della domanda interna si è ulteriormente intensificata in vari paesi, nonostante le elevate quotazioni petrolifere e l'inasprimento monetario in gran parte delle economie principali eccettuata la Cina. Negli ultimi mesi le spinte inflazionistiche sono state generalmente piuttosto contenute, benché in alcune economie del Sudest asiatico non si sia ancora pienamente realizzata la trasmissione delle misure di abbattimento delle sovvenzioni per i combustibili introdotte lo scorso anno.

L'espansione dell'economia cinese resta vigorosa. Nell'ultimo trimestre del 2005 le esportazioni hanno perso slancio e il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è diminuito, ma la domanda interna ha segnato un'accelerazione. Tenendo in debito conto le recenti revisioni dei dati relativi al PIL cinese (cfr. riquadro 2), in base alle stime preliminari – che sono sostanzialmente invariate rispetto al trimestre precedente – nel quarto trimestre il prodotto è aumentato del 9,9 per cento sul periodo corrispondente. In gennaio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è aumentata, all'1,9 per cento dall'1,6 di dicembre. Le spinte inflazionistiche restano nell'insieme

moderate, anche a seguito del maggiore eccesso di capacità produttiva in settori come quello siderurgico e automobilistico. L'eccesso di investimenti in tali settori solleva a sua volta alcuni rischi potenziali per l'economia. Nella Corea del Sud la crescita del PIL sul periodo corrispondente è salita al 5,2 per cento nel quarto trimestre del 2005, dal 4,5 del terzo.

## Riquadro 2

### LA REVISIONE DEI CONTI NAZIONALI DELLA CINA

L'ufficio nazionale di statistica cinese ha diffuso di recente i dati rivisti di contabilità nazionale risultanti dalla conclusione del censimento economico relativo al 2004, che ha rappresentato la prima indagine completa sull'economia a livello nazionale. I nuovi dati incorporano una revisione al rialzo di quasi il 17 per cento del PIL nel 2004, nonché correzioni della serie storica sulla crescita annua del PIL in termini reali a partire dal 1993, con un incremento medio di 0,5 punti percentuali all'anno.

Le revisioni sono quasi completamente dovute a variazioni nella misurazione del settore dei servizi, le cui dimensioni, nelle stime attuali, sono superiori di circa il 50 per cento rispetto a quanto precedentemente calcolato. In base ai nuovi dati, nel 2004 il settore dei servizi ha contribuito per il 40,7 per cento al PIL cinese, contro il 31,9 delle stime precedenti, mentre la quota del settore industriale è diminuita a circa il 46 per cento, rispetto al precedente 53 per cento (cfr. tavola 1).

#### Revisioni ai dati sul PIL della Cina

(quote percentuali del PIL nel 2004)

	Dati originari	Dati rivisti	Differenza
Agricoltura	15,2	13,1	-2,1
Industria incluse le costruzioni	52,9	46,2	-6,7
Servizi	31,9	40,7	8,8

Fonte: Istituto nazionale di statistica cinese.

I dati finora pubblicati si riferiscono soltanto al lato della produzione del PIL; si prevede che la maggior parte delle revisioni dal lato della spesa saranno a vantaggio dei consumi, con una lieve diminuzione dei tassi di investimento e di risparmio.

Sulla scorta dei dati rivisti e delle stime preliminari del PIL per il 2005, la Cina è diventata la quarta economia mondiale, ai tassi di cambio di mercato. Questo risultato è in linea con altri indicatori delle dimensioni dell'economia, come il volume dell'interscambio con l'estero, per il quale la Cina occupa già il terzo posto nel mondo.

Nell'insieme, i nuovi dati statistici mostrano un'economia cinese di dimensioni più ampie e maggiormente equilibrata dal punto di vista strutturale rispetto a quanto si ritenesse in precedenza. Poiché non si prevede una revisione dei dati sugli scambi commerciali, il contributo dell'interscambio netto alla crescita si ridurrà, a indicazione pertanto di un'economia meno dipendente dalla domanda estera ai fini della propria crescita.

Il maggiore peso della domanda interna nei dati rivisti ha inoltre indotto numerosi osservatori a rivedere al rialzo le previsioni di crescita per il 2006, aumentate in media di 0,5 punti percentuali a circa il 9 per cento. I dati rivisti, tuttavia, non modificano la posizione sull'estero della Cina, che resta una fra le economie principali con un avanzo di conto corrente e un forte scarto fra risparmio e investimenti.

Le prospettive economiche per i paesi asiatici emergenti restano nel complesso favorevoli, sorrette dalla costante crescita della domanda interna e dalle prospettive generalmente buone per l'interscambio con l'estero. In particolare, la forte espansione dell'economia cinese dovrebbe sostenere le esportazioni e l'attività nella regione, anche se gli elevati prezzi del petrolio continuano a costituire un serio rischio.

### AMERICA LATINA

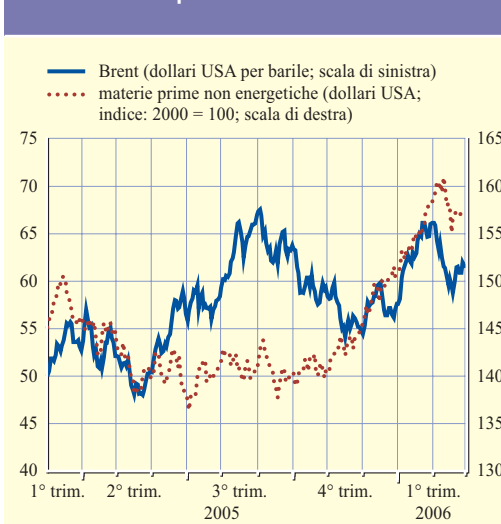
In America latina gli indicatori più recenti segnalano che l'attività sta acquisendo slancio in Brasile e in Messico – grazie anche all'allentamento monetario attuato negli ultimi mesi – e rimane dinamica in Argentina. Con riferimento al Brasile, in dicembre la produzione industriale è aumentata del 3,2 per cento sui dodici mesi. In gennaio l'inflazione sui dodici mesi è rimasta sostanzialmente invariata rispetto al mese precedente, al 5,7 per cento. In Messico l'aumento sui dodici mesi della produzione industriale in dicembre è stato pari al 2,7 per cento. Benché il dato corrisponda alle attese minime degli operatori, altri indicatori di breve periodo (ad esempio nel settore commerciale) segnalano un miglioramento delle prospettive sul breve termine. In gennaio l'inflazione complessiva è salita al 3,9 sui dodici mesi (dal 3,3 per cento di dicembre), mentre quella di fondo ha registrato una lieve diminuzione. In Argentina l'attività industriale è rimasta sostenuta e in dicembre è aumentata del 7,9 per cento sui dodici mesi. Le spinte inflazionistiche sono tuttavia rimaste cospicue e in gennaio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC si è portata al 12,3 per cento. Sullo sfondo delle condizioni esterne ancora positive e dell'atteso recupero della domanda interna in Brasile e in Messico, le prospettive economiche per l'insieme della regione restano favorevoli nel breve periodo.

### 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

Negli ultimi mesi i corsi petroliferi hanno evidenziato ampie oscillazioni. In dicembre e gennaio sono tornati a impennarsi e alla fine di gennaio il prezzo del greggio di qualità Brent si è avvicinato al massimo storico del settembre 2005, sospinto dalle condizioni ancor più tese dei fondamentali di mercato e dal deterioramento del contesto geopolitico. Dopo mesi di aumenti, in gennaio la produzione mondiale di petrolio è scesa di 0,5 milioni di barili al giorno per le interruzioni alle forniture determinate dalle condizioni meteorologiche e dai problemi logistici. In prospettiva, secondo l'Agenzia internazionale per l'energia, la domanda mondiale di petrolio dovrebbe riprendersi dopo la relativa debolezza del quarto trimestre del 2005. In febbraio, tuttavia, le quotazioni petrolifere sono lievemente diminuite, principalmente per effetto dell'accumulo di scorte negli Stati Uniti. Ciò nonostante, il 1° marzo erano pari a 61,3 dollari al barile, un livello superiore del 5 per cento rispetto all'inizio di quest'anno.

Il contesto geopolitico continua a influire in misura considerevole sui prezzi del petrolio, per i perduranti timori del mercato circa la sicurezza degli approvvigionamenti futuri. L'incertezza sui corsi petroliferi a breve termine resta note-

Figura 3 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWA.

vole: lo evidenzia la distribuzione delle quotazioni del greggio implicita nelle opzioni, che ad esempio mostra come nel dicembre 2006 il prezzo dovrebbe essere compreso, con un intervallo di confidenza del 90 per cento, fra 40 e 90 dollari al barile.

Negli ultimi mesi anche i corsi delle materie prime non energetiche sono aumentati notevolmente al crescere dei prezzi delle materie prime industriali e dei beni alimentari. In febbraio i prezzi in dollari delle materie prime non energetiche erano superiori di circa il 13 per cento rispetto a un anno prima.

### 1.3 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le prospettive per il contesto esterno e quindi per la domanda estera dell'area dell'euro restano nell'insieme favorevoli. L'andamento sostenuto degli utili e le condizioni di finanziamento positive, assieme ai miglioramenti strutturali dei bilanci societari in molti paesi, dovrebbero esercitare un effetto favorevole, in particolare, sulla spesa per investimenti delle imprese. In linea con questa valutazione, il tasso di variazione sui sei mesi dell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE è aumentato per l'ottava volta consecutiva in dicembre. Gli aumenti sono stati particolarmente pronunciati nei paesi del Nord America. Nonostante il calo di febbraio, le quotazioni petrolifere continuano a costituire uno dei rischi principali per le prospettive mondiali. Un rischio significativo è rappresentato anche dal persistere degli squilibri economici a livello mondiale.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

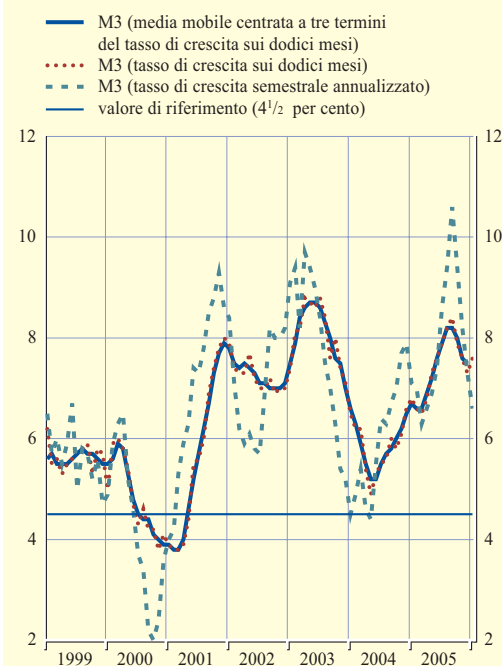
La crescita monetaria ha registrato un leggero calo nel quarto trimestre del 2005, pur mantenendosi su livelli elevati, per poi rafforzarsi lievemente in gennaio. Dalla metà del 2004 il basso livello dei tassi di interesse continua a essere la principale determinante dell'espansione monetaria, come indicato dal dinamismo degli strumenti più liquidi di M3 compresi in M1, dal lato delle componenti del bilancio delle IFM, e dall'ulteriore rafforzamento della crescita dei prestiti al settore privato, dal lato delle contropartite. Nel contempo i segnali di una ripresa dell'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio, osservati per la prima volta in ottobre, sono proseguiti durante il quarto trimestre e, in misura più modesta, in gennaio. Nel complesso, i dati sulla crescita monetaria continuano a indicare rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e nel più lungo periodo.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

La crescita monetaria è lievemente calata negli ultimi mesi, pur mantenendosi su livelli elevati. Nel quarto trimestre il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 è sceso al 7,8 per cento, dall'8,0 del trimestre precedente. Gli ultimi sviluppi di gennaio, tuttavia, segnalano un aumento della crescita, al 7,6 per cento dal 7,3 di dicembre, suggerendo una contenuta inversione rispetto al calo osservato nel quarto trimestre. La media mobile a tre mesi nel periodo novembre-gennaio si è collocata al 7,5 per cento, dal 7,6 del periodo ottobre-dicembre (cfr. figura 4).

Figura 4 Crescita di M3 e valore di riferimento

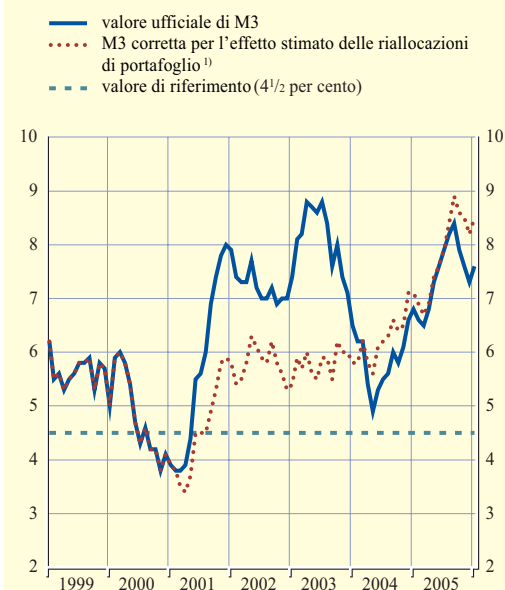
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 5 M3 e M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio

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



Fonte: BCE.

1) Le stime dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio su M3 sono costruite sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino. Per maggiori informazioni sugli andamenti recenti, cfr. il riquadro *La ripresa dell'inversione delle riallocazioni di portafoglio nel quarto trimestre del 2005* in questo numero del Bollettino.

Il basso livello prevalente dei tassi di interesse, che comporta un contenuto costo opportunità di detenere attività monetarie, rimane il principale fattore sottostante la dinamica monetaria. Quest'interpretazione è confortata sia dall'importante contributo alla crescita di M3 che continua a provenire dalle sue componenti più liquide comprese nell'aggregato monetario ristretto M1, sia dal rafforzamento in corso della crescita dei prestiti al settore privato.

Nel contempo i segnali di una ripresa dell'inversione delle scorse ricomposizioni di portafoglio, osservati per la prima volta in ottobre, sono proseguiti durante il quarto trimestre del 2005 e, in misura più modesta, in gennaio. Tale andamento tende a contenere la crescita complessiva di M3 e può in parte indurre una sottostima del tasso di espansione monetaria sottostante, come indicato dal fatto che il tasso di crescita della serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio è attualmente superiore alla crescita della serie ufficiale di M3 (cfr. figura 5; per un'analisi degli sviluppi recenti circa la quantificazione dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio sulla massa monetaria, cfr. il riquadro 3). Tuttavia, va ricordato che, considerata l'inevitabile incertezza che caratterizza le stime delle ricomposizioni di portafoglio, la misura corretta va interpretata con cautela.

### Riquadro 3

#### LA RIPRESA DELL'INVERSIONE DELLE RIALLOCAZIONI DI PORTAFOGLIO NEL QUARTO TRIMESTRE DEL 2005

Sia la crescita monetaria che l'inflazione mostrano una significativa volatilità sul breve periodo a causa di shock idiosincratici. Tale disturbo di breve periodo può oscurare il segnale che il tasso di espansione monetaria sottostante fornisce relativamente ai rischi per la stabilità futura dei prezzi. Nel condurre un'analisi monetaria approfondita per supportare le decisioni di politica monetaria, è pertanto necessario utilizzare sia un'analisi istituzionale sia tecniche statistiche al fine di identificare i movimenti a bassa frequenza o le tendenze sottostanti dello stock di moneta rilevanti per prevedere le pressioni inflazionistiche dal medio al più lungo termine.

Un esempio pratico di questo approccio completo all'analisi monetaria che viene adottato presso la BCE è costituito dall'identificazione e stima dell'impatto sulle dinamiche di M3 di riallocazioni di portafoglio eccezionali a favore o a scapito di attività monetarie. Questo riquadro presenta gli elementi fondamentali dell'analisi alla base dell'identificazione e quantificazione di tali riallocazioni di portafoglio nel contesto di una valutazione degli andamenti recenti<sup>1)</sup>.

#### Le riallocazioni di portafoglio e la normalizzazione delle scelte di portafoglio

Durante il periodo di elevata incertezza economica e finanziaria fra il 2001 e la metà del 2003 la dinamica monetaria non poteva essere facilmente spiegata sulla base degli andamenti delle determinanti convenzionali della domanda di moneta, quali i prezzi, il reddito e i tassi di interesse. La forte crescita di M3 in questo periodo sembra essere stata il risultato di consistenti riallocazioni di portafoglio da investimenti azionari a moneta, riflettendo la marcata preferenza dei residenti dell'area dell'euro per attività sicure e liquide nel tentativo di difendere la loro

1) Cfr. anche il riquadro *Stima della dimensione delle riallocazioni di portafoglio a favore delle attività monetarie e a scapito delle azioni* nel numero di maggio 2003 di questo Bollettino e il riquadro *Metodi di identificazione e stima delle riallocazioni di portafoglio concernenti M3* nel numero di gennaio 2005 di questo Bollettino.



ricchezza finanziaria dalla volatilità del mercato. L'identificazione e, in particolare, la quantificazione di queste straordinarie riallocazioni di portafoglio verso la moneta è stata complicata dalla mancanza di una rilevazione diretta della loro entità.

Con l'attenuazione dell'incertezza economica dalla metà del 2003 agli inizi del 2004, le scelte di portafoglio si sono normalizzate e il flusso di nuovi investimenti è stato diretto in misura crescente verso attività più rischiose e a più lungo termine piuttosto che verso moneta. L'inversione delle riallocazioni di portafoglio è peraltro proseguita a un ritmo molto lento e dalla metà del 2004 fino ai mesi recenti si pensava che questa inversione fosse cessata.

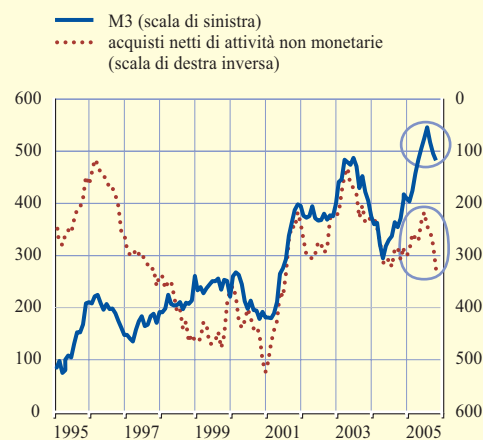
### Evidenze recenti che suggeriscono una ripresa dell'inversione delle riallocazioni di portafoglio

Recentemente vi sono stati segnali di una ripresa dell'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio. In particolare la domanda molto modesta di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari (che sono diminuite su base annuale nell'anno fino al dicembre 2005) e la forte domanda di passività finanziarie a più lungo termine delle IFM suggeriscono un passaggio da attività monetarie verso strumenti più rischiosi e a più lunga scadenza denominati in euro. Parimenti, anche i deflussi nella posizione netta sull'estero del settore delle IFM osservati dallo scorso agosto indicano un rinnovato interesse da parte di residenti dell'area dell'euro per titoli esteri piuttosto che per la moneta interna. Entrambi gli andamenti sono coerenti con una nuova inversione delle passate riallocazioni di portafoglio verso la moneta.

In passato le stime mensili degli acquisti netti da parte del settore detentore di moneta di titoli non monetari dalle IFM e dai non residenti hanno fornito un'indicazione dell'entità delle riallocazioni di portafoglio (cfr. figura A; si noti che una delle scale nella figura è invertita). Quando si verifica una riallocazione di portafoglio verso la moneta, ci si aspetta che gli acquisti di titoli non monetari calino e che le consistenze monetarie aumentino circa della stessa quantità. Di fatto, questo è successo durante il 2001 e agli inizi del 2003, ossia i due periodi caratterizzati da consistenti riallocazioni di portafoglio. Analogamente, fra la metà del 2003 e la metà del 2004 la proxy per gli acquisti di titoli non monetari si è accresciuta, mentre la crescita monetaria si è gradualmente ridotta, indicando pertanto una lenta inversione delle riallocazioni di portafoglio. Per quanto riguarda il periodo più recente, gli acquisti di titoli non monetari hanno acquisito slancio dallo scorso agosto (come indicato nella figura A), mentre il flusso verso M3 si è in certa misura moderato pur rimanendo a un alto livello. Complessivamente, tale andamento è in linea con la tesi secondo cui l'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio possa essersi riattivata nei mesi recenti dopo una pausa intercorsa fra la metà del 2004 e la metà del 2005. Nel contem-

**Figura A M3 e acquisti netti di attività non monetarie <sup>1)</sup>**

(flussi annuali; miliardi di euro)



Fonte: BCE.

Nota: i dati per gli ultimi due mesi sono parzialmente stimati.

1) Calcolati come prestiti ai residenti dell'area dell'euro, più emissioni di titoli da parte del settore detentore di moneta consolidato, più saldo di conto corrente, meno strumenti inclusi in M3, meno depositi a lungo termine presso le IFM e transazioni esterne nette del settore detentore di moneta in attività diverse dai titoli.

po l'entità relativamente esigua di questi flussi (certamente in raffronto ai periodi di fine 2001 e inizi 2003) e la durata inevitabilmente breve del campione suggeriscono che tale conclusione possa essere al momento soltanto preliminare.

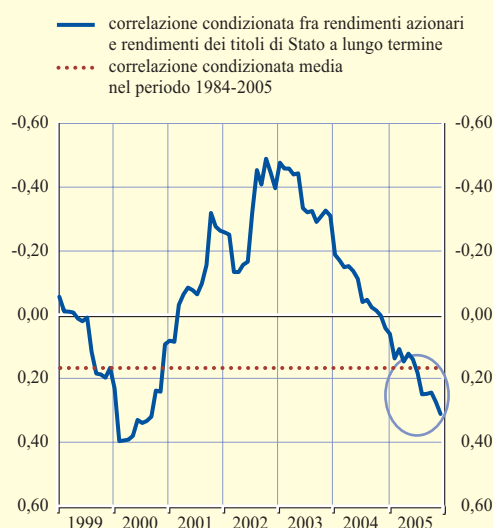
La preferenza degli investitori per attività monetarie sicure e liquide dovrebbe anche essere connessa al loro livello di avversione al rischio<sup>2)</sup>. Dal momento che l'avversione al rischio in linea di principio non è osservabile, il suo ruolo deve essere valutato utilizzando proxy empiriche. Una possibile proxy per l'avversione aggregata al rischio è la correlazione condizionata tra i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e degli investimenti azionari (cfr. figura B; si noti che la scala nella figura è invertita). Più precisamente, durante periodi di elevata avversione al rischio, i prezzi di queste due classi di attività dovrebbero muoversi in direzioni opposte, in quanto gli investitori si ritirano dal mercato azionario (riducendo i rendimenti azionari) e comprano obbligazioni (aumentando i rendimenti obbligazionari). Per contro, in periodi "normali" un'ordinaria allocazione delle attività suggerirebbe una correlazione positiva tra i rendimenti azionari e quelli obbligazionari, dal momento che bassi tassi di interesse sostengono le quotazioni azionarie. Questo indicatore potrebbe, pertanto, fornire alcune indicazioni sulla tempistica e le modalità delle riallocazioni di portafoglio. Come mostrato nella figura B, l'avversione al rischio degli investitori dell'area dell'euro è aumentata significativamente fra la metà del 2000 e la metà del 2003, quando la crescita di M3 non poteva essere spiegata da determinanti macroeconomiche convenzionali. Nonostante sia diminuita considerevolmente rispetto al 2003, l'avversione al rischio è rimasta ben al di sopra della sua media di lungo periodo nel 2004, in linea con il lento ritmo della normalizzazione delle scelte di portafoglio. Dall'estate del 2005 questo indicatore dell'avversione al rischio è sceso al di sotto della sua media di lungo periodo (come evidenziato dall'indicazione nella figura B) a un livello raffrontabile a quello osservato prima del periodo di elevata incertezza cominciato nel 2001. Tale diminuzione può essere associata a un'ulteriore inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio.

Complessivamente, l'evidenza proveniente dagli acquisti netti di titoli non monetari e dagli indicatori di avversione al rischio sostiene la valutazione secondo la quale fra il 2001 e la metà del 2003 abbiano avuto luogo riallocazioni di portafoglio verso la moneta e, durante il periodo compreso tra la metà del 2003 e la metà del 2004, vi sia stata una loro possibile inversione, seppure a ritmo moderato. Inoltre, per quanto riguarda il periodo più recente, essa suggerisce che un'ulteriore inversione di scorse riallocazioni di portafoglio possa essere attualmente in corso.

2) Per ulteriori dettagli sull'approccio di stima cfr. il riquadro *L'avversione al rischio e l'andamento degli aggregati monetari* nel numero di dicembre 2004 di questo Bollettino.

**Figura B Correlazione condizionata fra rendimenti azionari e rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

(dati trimestrali; scala inversa)



Fonte: stime della BCE.

Nota: per i rendimenti azionari, indice Dow Jones Euro Stoxx; per i rendimenti obbligazionari, indice dei titoli di Stato a dieci anni.

## Quantificazione dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio

L'analisi descritta sopra non consente una quantificazione meccanica delle riallocazioni di portafoglio. In certa misura, è necessario anche far ricorso a elementi discrezionali. Un approccio alla quantificazione dell'impatto delle riallocazioni di portafoglio sullo stock di moneta, che è stato utilizzato in passato presso la BCE, consiste pertanto nell'includere variabili *ad hoc* (dummy e trend) al fine di cogliere le dinamiche delle riallocazioni di portafoglio in un modello univariato di serie storiche per M3<sup>3)</sup>. Tali variabili *ad hoc* sono costruite sulla base di un'analisi esaustiva che include, fra l'altro, le componenti e le contropartite di M3, la presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti e i conti finanziari.

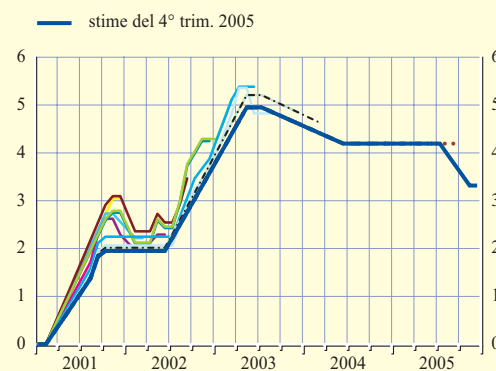
Come illustra la figura C, le stime in tempo reale dell'entità delle riallocazioni di portafoglio ricavate utilizzando questo approccio (ossia le stime fatte in passato sulla base delle informazioni disponibili in quel momento) generalmente non sono state oggetto di revisioni successive di rilievo. Inoltre, le equazioni di domanda di moneta stimate utilizzando un campione comprendente questo periodo, che, col senno del poi, includono variabili tese a cogliere l'impatto della volatilità del mercato finanziario sulle consistenze monetarie, tendono a confermare le stime in tempo reale della BCE relative alle riallocazioni di portafoglio<sup>4)</sup>.

Come risulta evidente dalla figura C, le stime dell'entità delle riallocazioni di portafoglio raggiungono un picco superiore al 5 per cento dello stock di moneta agli inizi del 2003. Anche se tali stime in tempo reale sono senza dubbio contraddistinte da un elevato grado di incertezza, la scarsità delle revisioni *ex post* suggerisce che nel corso del tempo la BCE è stata in grado di effettuare una valida valutazione degli andamenti monetari, utilizzando una serie di M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio.

Dal momento che l'entità delle attuali riallocazioni di portafoglio appare esigua rispetto a quella delle riallocazioni osservate tra il 2001 e la metà del 2003 (in risposta a shock significativi, come il crollo dei mercati azionari, gli attacchi terroristici dell'11 settembre 2001 negli Stati Uniti e la guerra in Iraq), la discrezionalità richiesta e la connessa quantificazione sono inevitabilmente più incerti di quanto non lo fossero nel caso precedente. Nondimeno, tenendo conto di tutte le informazioni citate sopra, un'analisi monetaria esaustiva deve includere una valutazione del vigore di ogni inversione in atto delle riallocazioni di portafoglio per determinare l'impatto di contenimento risultante sulla crescita monetaria complessiva. Tale approccio è necessario per identificare, anche se in modo imperfetto, il tasso tendenziale sottostante dell'espansione monetaria, rilevante per le decisioni di politica monetaria.

**Figura C Stime in tempo reale dei fattori di correzione dei livelli di M3 associati a riallocazioni di portafoglio**

(in percentuale delle consistenze di M3)



Fonte: BCE.

- 3) Nella procedura di stima è stata anche introdotta un'ulteriore piccola correzione riguardante valori anomali passati ed alcune componenti volatili.
- 4) Per esempio, si possono effettuare raffronti con i risultati ottenuti in "Money demand and macroeconomic uncertainty", C. Greiber e W. Lemke, Discussion Paper, Series 1: Economic Studies, No 26/2005, Deutsche Bundesbank.

### PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

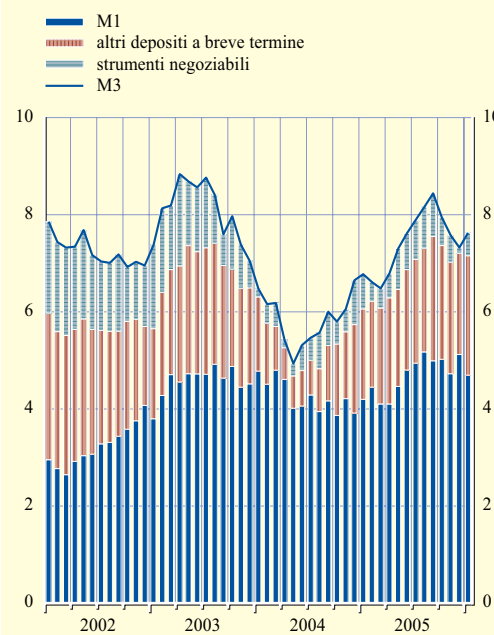
La crescita di M1 sul periodo corrispondente è rimasta vigorosa, al 10,2 per cento in gennaio, dopo il 10,9 e l'11,2 per cento registrato nella media, rispettivamente, del quarto e terzo trimestre (cfr. tavola 1). M1 ha quindi continuato a rappresentare il principale fattore sottostante l'espansione dell'aggregato monetario ampio, fornendo in gennaio un contributo di 4,7 punti percentuali alla crescita di M3, pari al 7,6 per cento (cfr. figura 6).

Il calo della crescita di M1 in gennaio riflette un lieve rallentamento di entrambe le sue componenti. La crescita sul periodo corrispondente del circolante è infatti scesa al 13,6 per cento, dopo il 14,8 e il 16,0 per cento registrato nella media, rispettivamente, del quarto e terzo trimestre; la dinamica della domanda di depositi a vista è calata al 9,6 per cento, dal 10,2 e 10,4.

La crescita dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è risalita al 6,4 per cento in gennaio, presumibilmente riflettendo la remunerazione lievemente più elevata di tali depositi, dopo essersi collocata al 5,9 e 5,5 per cento, rispettivamente, nel quarto e terzo trimestre. Tale aumento è il risultato di andamenti divergenti delle singole componenti: la crescita dei depositi a termine (ovvero con durata prestabilita fino a due anni)

**Figura 6 Contributi al tasso di crescita sui dodici mesi di M3**

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



Fonte: BCE.

**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 dic.	2006 gen.
<b>M1</b>	<b>48,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,8</b>	<b>11,2</b>	<b>10,9</b>	<b>11,3</b>	<b>10,2</b>
Banconote e monete in circolazione	7,5	18,0	17,3	16,0	14,8	13,7	13,6
Depositi a vista	40,9	8,2	8,5	10,4	10,2	10,9	9,6
<b>M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)</b>	<b>37,7</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>	<b>5,4</b>	<b>6,4</b>
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	15,8	0,5	2,6	4,5	6,6	6,6	8,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	21,9	7,1	6,6	6,0	5,3	4,3	4,7
<b>M2</b>	<b>86,0</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>
<b>M3 - M2 (= strumenti negoziabili)</b>	<b>14,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>3,8</b>	<b>0,8</b>	<b>3,3</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,6</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>8,4</b>	<b>8,5</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		3,4	2,1	1,2	2,7	4,5	3,6
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		-0,4	-0,8	-1,0	0,4	2,0	0,9
Credito al settore privato		7,3	7,8	8,6	9,3	9,4	9,9
Prestiti al settore privato		7,3	7,6	8,4	8,9	9,2	9,7
<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>8,8</b>	<b>8,6</b>

Fonte: BCE.

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

ha continuato ad aumentare, mentre quella dei depositi a risparmio (rimborsabili con un preavviso fino a tre mesi) è diminuita, confermando la tendenza flettente osservata nei trimestri recenti.

La crescita degli strumenti negoziabili – caratterizzata da una significativa variabilità di breve periodo – è scesa al 3,3 per cento in gennaio, dopo il 3,8 e il 5,6 per cento, rispettivamente, del quarto e terzo trimestre. Anche in questo caso, all'origine del calo complessivo vi sono andamenti lievemente divergenti delle componenti sottostanti.

Da un lato, il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ha mantenuto un andamento calante, scendendo al -1,4 per cento a gennaio (dopo i tassi positivi dell'1,1 e del 3,1 per cento registrati, rispettivamente, nel quarto e terzo trimestre). La domanda di tali attività, spesso considerate dalle famiglie e dalle imprese come un investimento rifugio a fronte della volatilità dei mercati finanziari nei periodi di maggiore incertezza, ha quindi continuato a essere abbastanza contenuta, indicando una moderata ricomposizione dei portafogli dalle attività monetarie liquide e sicure a favore di titoli più rischiosi e a più lungo termine. A gennaio è diminuita anche la crescita dei contratti pronti contro termine, al 3,4 per cento, contro il 4,7 del quarto trimestre (che incorpora un tasso di variazione negativo in dicembre) e il 9,1 per cento del terzo trimestre.

Dall'altro lato, la domanda di titoli di debito con scadenza fino a due anni ha mostrato un andamento vigoroso negli ultimi mesi, forse in parte riconducibile all'emergere di nuovi prodotti strutturati che coniugano questa tipologia di titoli con strumenti derivati legati ai corsi azionari. Questi prodotti possono risultare particolarmente attraenti dal momento che, per quanto i prezzi delle azioni siano stati in continuo rafforzamento, l'avversione al rischio degli investitori è calata solo di recente a livelli normali.

La scomposizione settoriale dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine indica che negli ultimi mesi il principale contributo alla sostenuta dinamica di questi strumenti è venuto ancora dalle famiglie. Il contributo di altri intermediari finanziari è invece diminuito nel quarto trimestre per poi stabilizzarsi in gennaio, segnalando un netto cambiamento rispetto alla dinamica osservata fra il settembre 2004 e il settembre 2005, quando il settore degli altri intermediari finanziari ha rappresentato i due terzi della crescita degli investimenti del settore privato in questi strumenti. Il contributo delle società non finanziarie alla crescita dei depositi a breve termine e dei contratti pronti contro termine, dopo essere aumentato nel 2005, si è stabilizzato fra il settembre 2005 e il gennaio 2006 su un livello elevato.

### **PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3**

Dal lato delle contropartite, la crescita sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è salita all'8,5 per cento in gennaio, dopo il 7,9 e il 7,0 per cento, rispettivamente, del quarto e terzo trimestre. All'origine del rafforzamento vi è la tendenza al rialzo della crescita del credito al settore privato, oltre che una ripresa dell'espansione del credito alle amministrazioni pubbliche (cfr. tavola 1).

A gennaio la crescita del credito al settore privato è salita al 9,9 per cento, dal 9,3 del quarto trimestre; la tendenza all'aumento è riconducibile sia al basso livello prevalente dei tassi di interesse sia al miglioramento del clima di fiducia in alcuni comparti dell'economia. La crescita dei prestiti delle IFM al settore privato è aumentata a gennaio al 9,7 per cento, dal 9,2 del mese precedente; l'aumento è stato generalizzato nei vari settori (cfr. le sezioni 2.6 e 2.7 sull'andamento settoriale dei prestiti al settore privato).

La crescita sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche è salita al 3,6 per cento in gennaio, dal 2,7 e 1,2 per cento, rispettivamente, del quarto e terzo trimestre. La recente ripresa riflette sia un aumento della domanda di prestiti delle IFM da parte delle amministrazioni pubbliche, sia un aumento della crescita di titoli emessi dalle amministrazioni pubbliche detenuti dalle IFM.

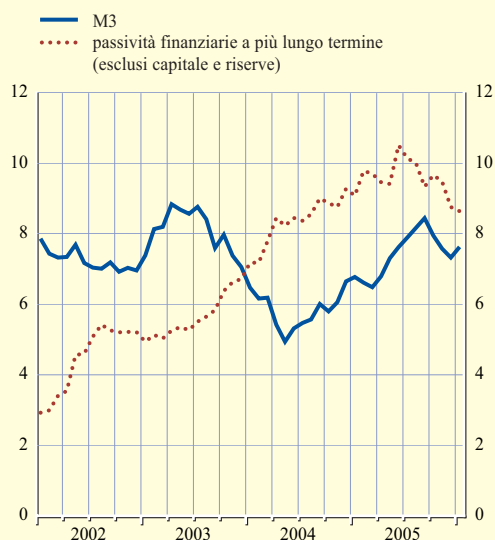
Tra le altre contropartite di M3, la dinamica degli investimenti in passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve) da parte del settore detentore di moneta è rimasta vigorosa (cfr. figura 7). Il tasso di incremento di questi strumenti è stato pari all'8,6 per cento in gennaio, a fronte del 9,4 e 10,0 per cento, rispettivamente, del terzo e quarto trimestre. La prosecuzione di una dinamica vivace conferma la propensione del settore detentore di moneta a investire in strumenti finanziari a più lungo termine dell'area dell'euro.

Il flusso sui dodici mesi delle attività nette sull'estero delle IFM dell'area dell'euro è tornato a essere lievemente positivo in gennaio, pari a 1 miliardo di euro, dopo due mesi consecutivi di deflussi netti sui dodici mesi. L'andamento complessivamente calante delle attività nette sull'estero delle IFM indica una maggiore propensione da parte del settore detentore di moneta dell'area a investire in attività estere, per lo meno rispetto all'interesse dei non residenti per le attività dell'area (cfr. figura 8). Nel complesso, questi ultimi andamenti della posizione netta sull'estero sono in linea con l'inversione in corso – osservata nei mesi recenti, seppure su ritmi modesti – delle scorse riallocazioni di portafoglio a favore di attività monetarie.

In conclusione, l'andamento delle contropartite di M3 nel quarto trimestre conferma sostanzialmente le tendenze recenti. La dinamica del credito al settore privato si è rafforzata ulteriormente,

**Figura 7 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (esclusi capitale e riserve)**

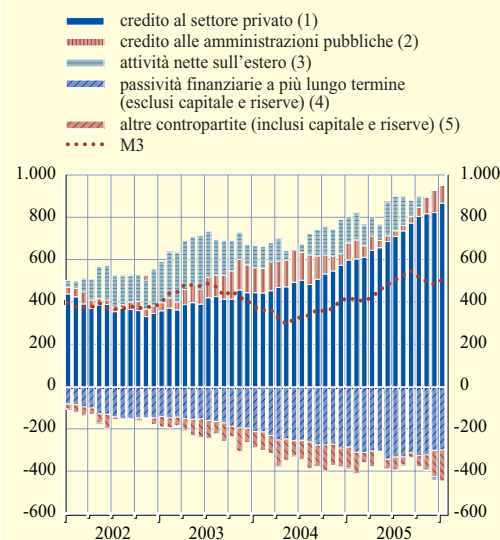
(variazioni percentuali sui sei mesi annualizzate; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

**Figura 8 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.



sospinta dal basso livello dei tassi di interesse, e ha continuato ad alimentare la crescita monetaria. Nel contempo la robusta domanda di passività finanziarie a più lungo termine, unita a quella relativamente modesta di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, indica che è in atto un'inversione delle scorse riallocazioni di portafoglio, confermata dall'andamento delle attività nette sull'estero delle IFM.

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

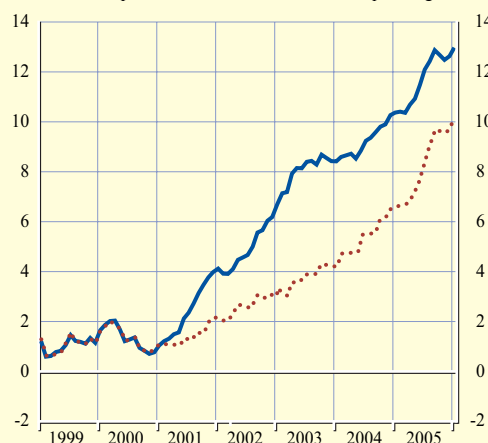
Nel quarto trimestre del 2005 sia la misura del *gap* monetario nominale basata sulla serie ufficiale di M3, sia quella basata sulla serie di M3 corretta per le riallocazioni di portafoglio hanno confermato la tendenza al rialzo in atto dalla seconda metà del 2004, per raggiungere un nuovo massimo dall'avvio della Terza fase dell'UEM.

Tuttavia, le due misure sono rimaste su livelli molto diversi, e quella basata sulla serie di M3 corretta risulta notevolmente inferiore (cfr. figura 9), anche se la differenza fra le due si è lievemente ridotta nei mesi recenti, per effetto della presumibile ripresa dell'inversione delle scorse ricomposizioni di portafoglio.

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

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

— *gap* monetario nominale basato sul valore ufficiale di M3  
 ..... *gap* monetario nominale basato su M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio<sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

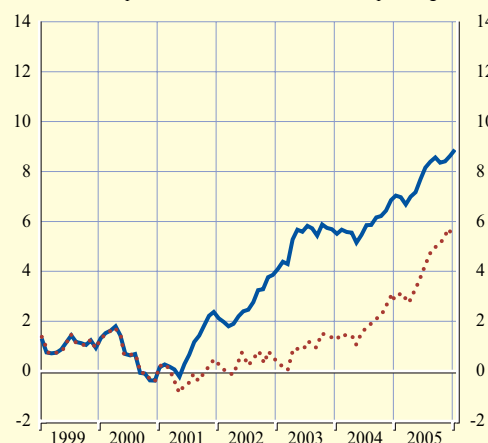
1) La misura del *gap* monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino. Per maggiori informazioni sugli andamenti recenti, cfr. il riquadro *La ripresa dell'inversione delle riallocazioni di portafoglio nel quarto trimestre del 2005* in questo numero del Bollettino.

**Figura 10 Stime del *gap* monetario reale<sup>1)</sup>**

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

— *gap* monetario reale basato sul valore ufficiale di M3  
 ..... *gap* monetario reale basato su M3 corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio<sup>2)</sup>



Fonte: BCE.

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

2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino. Per maggiori informazioni sugli andamenti recenti, cfr. il riquadro *La ripresa dell'inversione delle riallocazioni di portafoglio nel quarto trimestre del 2005* in questo numero del Bollettino.

Le misure del *gap* monetario reale risentono del fatto che l'eccesso di liquidità accumulato è in parte assorbito dal rialzo dei prezzi, riflettendo deviazioni verso l'alto dell'inflazione rispetto alla definizione di stabilità dei prezzi della BCE. Le misure di *gap* monetario reale calcolate, rispettivamente, sulla serie ufficiale di M3 e su quella corretta per l'impatto stimato delle riallocazioni di portafoglio risultano entrambe inferiori alle corrispondenti misure di *gap* monetario nominale (cfr. figure 9 e 10).

Tuttavia, queste misure deterministiche rappresentano una stima imperfetta delle condizioni di liquidità. Poiché la scelta del periodo di base è in un certo modo arbitraria, il livello di queste misure presenta un notevole grado di incertezza e dovrebbe quindi essere interpretato con cautela. Questa incertezza è ben illustrata dall'ampio intervallo delle stime fornite dalle quattro misure descritte.

D'altra parte, nonostante l'incertezza delle stime, il quadro delineato da queste misure indica condizioni di liquidità abbondanti nell'area dell'euro. Una crescita sostenuta della moneta e del credito in un contesto di liquidità già abbondante implica rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi nel medio e più lungo termine; inoltre, induce a tenere sotto stretta osservazione la dinamica dei prezzi delle attività, considerato il rischio di potenziali disallineamenti di prezzo.

## 2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

*Nel terzo trimestre del 2005 la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte del settore non finanziario è diminuita lievemente, a fronte di un ulteriore rafforzamento dei flussi verso i fondi di investimento e degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione.*

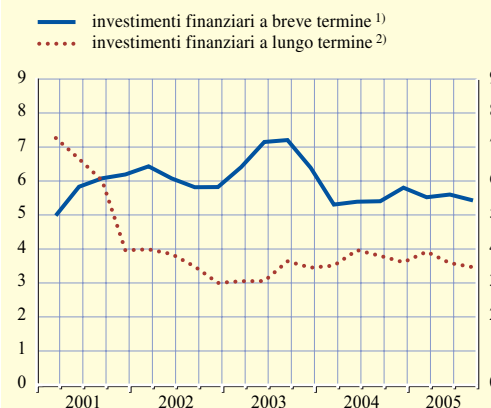
### SETTORE NON FINANZIARIO

Nel terzo trimestre (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati) la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte del settore non finanziario è stata pari al 4,3 per cento, dal 4,4 del secondo trimestre (cfr. tavola 2). L'andamento riflette un lieve rallentamento degli investimenti finanziari sia a lungo sia a breve termine, confermando le indicazioni dei trimestri precedenti circa il venir meno della tendenza flettente nei rispettivi tassi di crescita, osservata fino alla metà del 2004 (cfr. figura 11).

Il calo della crescita degli investimenti a lungo termine nel terzo trimestre è principalmente riconducibile all'ulteriore rallentamento degli investimenti sia in azioni quotate sia in titoli di debito a lungo termine. Nel contempo la nuova accelerazione degli investimenti in quote di fondi comuni suggerisce che la riluttanza degli operatori a investire in attività a lungo termine riguarda principalmente l'investimento diretto

**Figura 11 Investimenti finanziari del settore non finanziario**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

1) Comprende circolante e depositi a breve termine, titoli di debito a breve termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, riserve premi e riserve sinistri.

2) Comprende depositi a lungo termine, titoli di debito a lungo termine, azioni quotate, quote e partecipazioni in fondi comuni esclusi quelli monetari, diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione.

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

	Consistenze in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente								
		2003			2004			2005		
		3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.
<b>Totale</b>	<b>100</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>
Circolante e depositi	36	6,5	5,6	5,3	5,3	5,6	6,2	5,9	6,2	5,7
Titoli non azionari	11	-0,3	-1,0	-1,7	1,6	1,3	1,8	3,5	3,2	2,5
<i>di cui:</i> a breve termine	1	-0,3	-1,7	-3,3	10,0	2,9	5,0	-1,8	-6,4	-8,0
a lungo termine	11	-0,3	-0,9	-1,6	0,8	1,2	1,6	4,0	4,1	3,4
Quote di fondi comuni	12	7,2	7,1	5,1	3,1	2,2	1,7	1,8	2,6	4,0
<i>di cui:</i> quote e partecipazioni in fondi comuni (esclusi quelli monetari)	10	6,2	6,5	5,7	3,5	2,7	2,4	3,0	3,9	5,3
quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	2	11,3	9,9	3,2	1,7	0,6	-0,8	-2,4	-2,2	-0,5
Azioni quotate	14	1,5	0,8	1,4	3,1	2,6	0,9	0,6	-1,8	-3,1
Riserve tecniche di assicurazione	25	6,5	6,7	6,6	6,3	6,2	6,4	6,4	6,5	6,8
M3 <sup>2)</sup>		7,6	7,1	6,2	5,3	6,0	6,6	6,5	7,6	8,4
Guadagni e perdite su titoli detenuti dal settore non finanziario rispetto al periodo corrispondente (in percentuale del PIL)		1,4	4,2	8,6	4,1	3,5	2,8	2,9	4,9	8,3

Fonte: BCE.

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

1) Dati relativi alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili. Eventuali mancate quadrature nei totali sono dovute ad arrotondamenti.

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

in azioni. Con riferimento agli investimenti finanziari a breve termine, il rallentamento è principalmente riconducibile a quello del circolante e dei depositi a vista, mentre il tasso di variazione degli investimenti in fondi di mercato monetario è aumentato, pur restando negativo.

### INVESTITORI ISTITUZIONALI

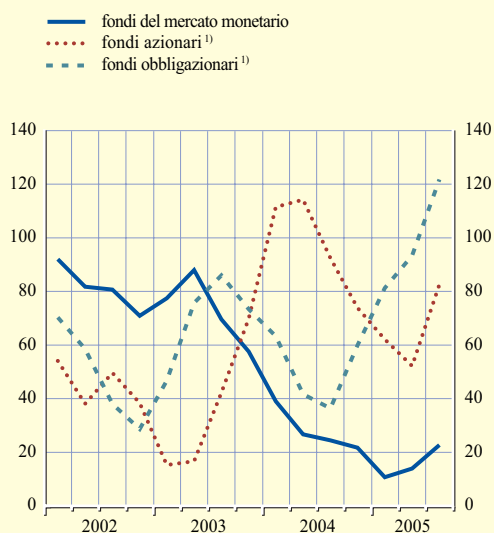
La crescita sul periodo corrispondente del valore delle attività totali dei fondi di investimento è aumentata ulteriormente nel terzo trimestre, al 25,2 per cento, dal 17,4 del trimestre precedente, riflettendo principalmente la dinamica del valore degli investimenti in azioni. Le variazioni del valore delle attività totali comprendono gli effetti di rivalutazione indotti dalla dinamica dei prezzi dei titoli. Al riguardo, i dati sui flussi pubblicati dall'EFAMA <sup>1)</sup> per il terzo trimestre indicano che le vendite nette annuali dei fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario) sono aumentate rispetto al trimestre precedente. In particolare, la domanda di fondi obbligazionari si è rafforzata ulteriormente, toccando un massimo dal 2001, e gli afflussi netti annuali in fondi azionari hanno segnato una ripresa per la prima volta dal secondo trimestre del 2004 (cfr. figura 12). Nello stesso periodo, i flussi netti annuali in fondi di mercato monetario sono rimasti relativamente modesti.

Sempre nel terzo trimestre, la crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali delle società di assicurazione e dei fondi pensione nell'area dell'euro è salita al 6,7 per cento, dal 6,2 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 13), riflettendo principalmente una ripresa degli investimenti in classi di attività con scadenze più lunghe e, in misura inferiore, in quelle con sca-

1) La European Fund and Asset Management Association (EFAMA) fornisce dati sulle vendite nette (o afflussi netti) di fondi azionari e obbligazionari aperti sottoposti a offerta pubblica per Germania, Grecia, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Austria, Portogallo e Finlandia. Per ulteriori informazioni cfr. il riquadro *Il recente andamento dei flussi netti relativi ai fondi azionari e obbligazionari dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2004 di questo Bollettino.

**Figura 12** Flussi netti annuali verso i fondi d'investimento (per categoria)

(in miliardi di euro)

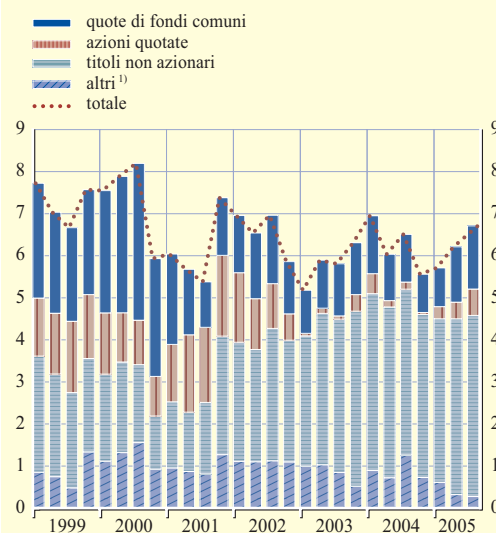


Fonti: BCE ed EFAMA.

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

**Figura 13** Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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



Fonte: BCE.

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

denze più brevi. In particolare, la crescita degli investimenti in titoli a lungo termine diversi dalle azioni si è rafforzata ulteriormente, all'11,1 per cento, raggiungendo un massimo dal 1998; anche la crescita degli investimenti in azioni quotate è aumentata, sia pure su ritmi inferiori, al 3,9 per cento, dal 2,4 del trimestre precedente. Per quanto riguarda le attività con scadenze più brevi, le società di assicurazione e i fondi pensione sembrano avere aumentato soprattutto gli investimenti in quote di fondi del mercato monetario. Le plusvalenze sull'insieme dei titoli detenuti sono aumentate in misura significativa nel terzo trimestre rispetto al trimestre precedente.

Nel complesso, i dati sui fondi di investimento, sulle società di assicurazione e sui fondi pensione indicano una certa propensione da parte del settore non finanziario a investire in strumenti finanziari più rischiosi, quali le azioni, per il tramite degli investitori istituzionali, mentre permane una certa riluttanza all'investimento diretto in azioni.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*Fra dicembre e febbraio i tassi di interesse del mercato monetario sono aumentati su tutte le scadenze, di riflesso al rafforzamento delle attese di un ulteriore incremento dei tassi di riferimento della BCE. Dal momento che i tassi sono cresciuti in misura analoga sulle diverse scadenze, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario è rimasta sostanzialmente invariata nell'insieme del periodo.*

Dopo aver registrato un notevole aumento in novembre, in un contesto di attese di incremento dei tassi di riferimento da parte della BCE il 1° dicembre, i tassi di interesse del mercato monetario

sono saliti ulteriormente fra gli inizi di dicembre e la fine di febbraio. In dicembre e gennaio, i tassi con scadenza a un mese sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli a tre e dodici mesi sono aumentati, in un contesto di attese di un ulteriore rialzo dei tassi da parte della BCE in marzo. Al consolidarsi di tali aspettative, in febbraio anche il tasso con scadenza a un mese ha iniziato ad aumentare significativamente, mentre gli incrementi dei tassi a tre e a dodici mesi sono stati più modesti. Il 1° marzo i tassi con scadenza a uno, tre, sei e dodici mesi si sono collocati rispettivamente a 2,60, 2,66, 2,79 e 2,99 per cento, con un incremento rispetto ai livelli di fine novembre di 22, 19, 20 e 23 punti base.

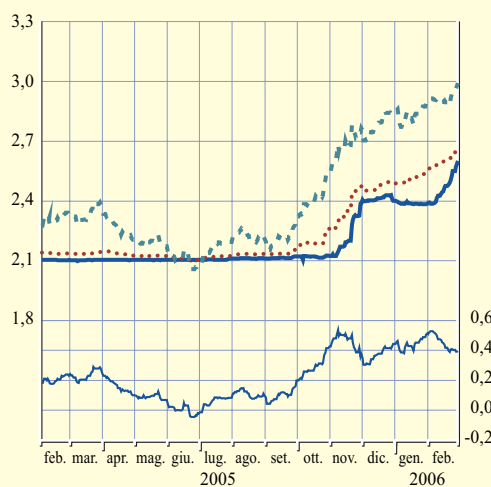
A seguito di questi andamenti, l'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, accentuatasi nel corso di dicembre e di gennaio, è tornata a calare in febbraio, rimanendo nel complesso dei tre mesi in esame sostanzialmente invariata rispetto al periodo precedente. Il 1° marzo il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese è stato pari a 39 punti base, contro i 38 del 30 novembre (cfr. figura 14).

A partire dalla fine di novembre, gli operatori di mercato hanno corretto le loro attese riguardo all'andamento dei tassi di interesse a breve termine nel 2006, rivedendo leggermente al ribasso le aspettative relative ai primi mesi dell'anno, e lievemente al rialzo quelle per la seconda metà dell'anno. Questi andamenti sono rispecchiati dai tassi di interesse impliciti nei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2006, che il 1° marzo si sono collocati rispettivamente al 2,92, 3,10 e 3,22 per cento, con un incremento di 6, 17 e 24 punti base rispetto ai livelli di fine novembre (cfr. figura 15).

**Figura 14 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)

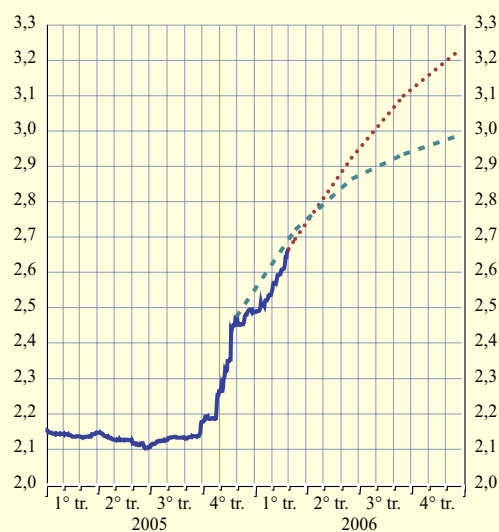


Fonte: Reuters.

**Figura 15 Tasso di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro**

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

— Euribor a 3 mesi  
 ..... tassi *future* al 1° marzo 2006  
 - - - tassi *future* al 30 novembre 2005



Fonte: Reuters.

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

La volatilità implicita nelle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi si è notevolmente ridotta fra dicembre e febbraio, raggiungendo i livelli storicamente molto bassi osservati a fine febbraio. L'andamento della volatilità implicita negli ultimi tre mesi, seguito all'intervento sui tassi e all'attività di comunicazione della BCE a partire da dicembre, segnala un calo su livelli molto bassi dell'incertezza degli operatori circa l'evoluzione attesa dei tassi di interesse a breve termine nei prossimi mesi (cfr. figura 16).

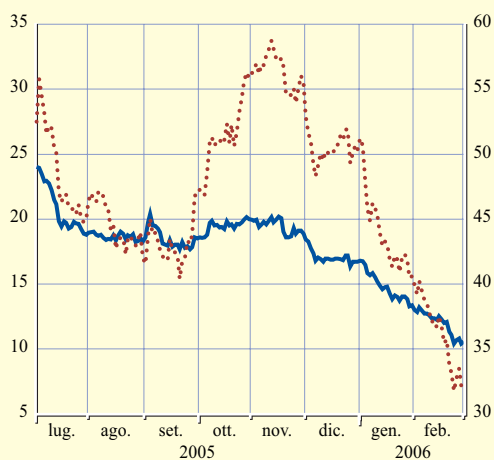
In dicembre i tassi di interesse del segmento a brevissimo termine della curva dei rendimenti sono aumentati, di riflesso all'incremento di 25 punti base dei tassi di riferimento della BCE deciso il 1° dicembre. Con l'eccezione dei consueti effetti legati al periodo natalizio e alla fine dell'anno (efficacemente contenuti dalla BCE per mezzo dell'abbondante liquidità fornita per contrastare le ulteriori incertezze relative ai fattori autonomi in quel periodo), l'Eonia è rimasto stabile al 2,32 per cento. Anche nei periodi di mantenimento iniziati a gennaio e febbraio (eccettuata una certa volatilità agli inizi di febbraio connessa alla liquidità), l'Eonia si è mantenuto stabile su livelli pari rispettivamente al 2,33 e al 2,34 per cento, superiori di 8 e 9 punti base rispetto al tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) dell'Eurosistema. Verso la fine di febbraio il tasso *overnight* è salito a causa degli effetti di fine mese e il 28 si è collocato al 2,40 per cento.

Negli ultimi tre mesi la BCE ha continuato a perseguire la politica di liquidità abbondante adottata nell'ottobre dello scorso anno. In dicembre e gennaio la liquidità è stata fornita nella maggior parte

**Figura 16 Volatilità implicita ricavata dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sui tassi Euribor a tre mesi con scadenza a settembre 2006**

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

- valori percentuali (scala di sinistra)
- ..... punti base (scala di destra)

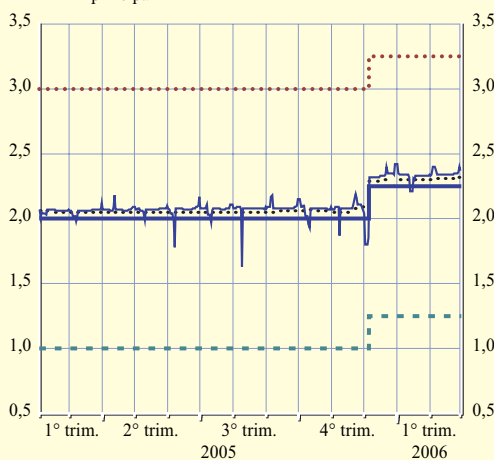


Fonti: Bloomberg ed elaborazioni della BCE.  
Nota: la misura della volatilità espressa in termini di punti base è ottenuta come prodotto della volatilità implicita in valori percentuali e il corrispondente livello del tasso d'interesse (cfr. anche il riquadro *Le misure di volatilità implicita desunte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

**Figura 17 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.



delle ORP a un tasso marginale del 2,30 per cento e a un tasso medio ponderato del 2,31 per cento; in febbraio questi tassi sono stati rispettivamente del 2,31 e del 2,32 per cento, per poi salire ulteriormente nell'ultima ORP del periodo di mantenimento terminato il 7 marzo, in cui si sono collocati al 2,32 e al 2,34 per cento rispettivamente (cfr. figura 17). Informazioni più dettagliate sui tassi di interesse a breve termine e sulle condizioni di liquidità negli ultimi tre periodi di mantenimento sono presentate nel riquadro 4.

Nell'operazione di rifinanziamento a più lungo termine regolata il 21 dicembre, i tassi marginale e medio ponderato sono aumentati di 5 punti base rispetto all'operazione precedente, portandosi rispettivamente al 2,45 e al 2,46 per cento, inferiori di soli 4 e 3 punti base all'Euribor a tre mesi prevalente a quella data. L'operazione aveva risentito di un errore nella presentazione dell'offerta di una controparte (cfr. anche il riquadro 4). Nelle operazioni regolate il 25 gennaio e il 22 febbraio, le prime con un importo di aggiudicazione più elevato, pari a 40 miliardi di euro, i tassi marginali sono stati del 2,47 e del 2,57 per cento rispettivamente, inferiori di 6 e 4 punti base rispetto all'Euribor a tre mesi prevalente in quelle date.

#### Riquadro 4

### CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DAL 9 NOVEMBRE 2005 AL 7 FEBBRAIO 2006

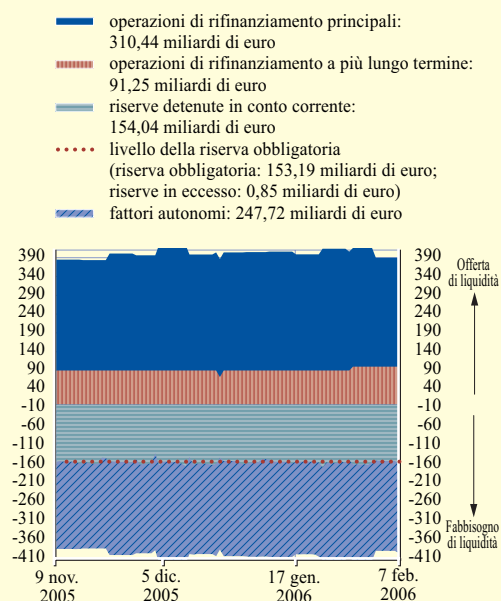
Questo riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE nel corso dei tre periodi di mantenimento delle riserve conclusisi rispettivamente il 5 dicembre 2005, il 17 gennaio e il 7 febbraio 2006.

#### Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Il fabbisogno di liquidità delle banche ha manifestato un marcato andamento stagionale nel periodo in esame, come già negli anni precedenti, principalmente per effetto dell'incremento delle banconote in circolazione (cfr. figura A). Le banconote in circolazione, che rappresentano il principale "fattore autonomo" (ossia un fattore che non deriva dall'utilizzo di strumenti di politica monetaria), hanno toccato il 26 dicembre un massimo storico di 575,3 miliardi di euro. Nel complesso, i fattori autonomi hanno contribuito in media per 248 miliardi di euro al disavanzo di liquidità dell'Eurosistema nel periodo in esame. Gli obblighi di riserva, l'altra fonte importante di fabbisogno di liquidità delle banche, sono saliti a 153 miliardi di euro nello stesso periodo. L'eccedenza giornaliera media delle riserve (ossia la media giornaliera dei depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria) ha concorso in media per 0,85 miliardi di euro al disavanzo di liquidità

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

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



Fonte: BCE.

dell'Eurosistema nel periodo considerato. Essa ha toccato un massimo storico di 1,02 miliardi di euro nel periodo di mantenimento chiuso il 5 dicembre a causa di riserve individuali di liquidità più elevate del previsto. Nei due periodi di mantenimento successivi l'eccedenza media delle riserve è scesa rispettivamente a 0,81 e 0,74 miliardi di euro (cfr. figura B).

### Offerta di liquidità e tassi di interesse

Parallelamente al picco stagionale della domanda di liquidità, è aumentato temporaneamente il volume delle operazioni di mercato aperto (cfr. figura A). La liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) è stata in media pari a 310,4 miliardi di euro. In dicembre il rapporto tra gli importi richiesti dalle controparti e quelli aggiudicati (il *bid-cover ratio*) è sceso a livelli compresi tra 1,00 e 1,25, per poi risalire intorno a 1,30, collocandosi in media a 1,23 nel periodo in esame.

In linea con la decisione del Consiglio direttivo di aumentare i volumi di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) da 30 a 40 miliardi di euro, la liquidità fornita con le ORLT è salita da 90 a 100 miliardi di euro nel periodo in esame.

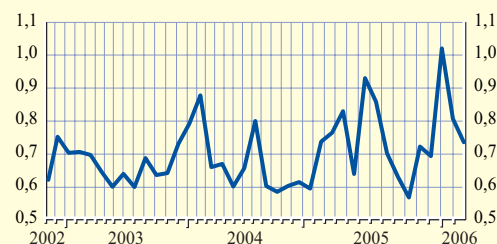
### Periodo di mantenimento chiuso il 5 dicembre

Nell'ottobre 2005 la BCE aveva comunicato agli operatori di mercato la propria preoccupazione in merito alla tendenza al rialzo del differenziale tra l'Eonia (*euro overnight index average*) e il tasso minimo di offerta. Pertanto, la BCE aveva deciso di aggiudicare 1 miliardo di euro in più dell'importo di riferimento in tutte le ORP di un periodo di mantenimento tranne l'ultima. Tale misura è stata protratta al periodo di mantenimento terminato il 5 dicembre. All'inizio di questo periodo il tasso marginale e quello medio ponderato delle ORP sono risultati pari al 2,05 e al 2,06 per cento rispettivamente, mentre l'Eonia si è collocato al 2,08 per cento.

Alla fine di novembre sono aumentate le attese degli operatori in merito a una variazione dei tassi di interesse di riferimento della BCE. Sebbene il nuovo quadro di riferimento preveda che un cambio dei tassi divenga effettivo solo all'inizio del periodo di mantenimento

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

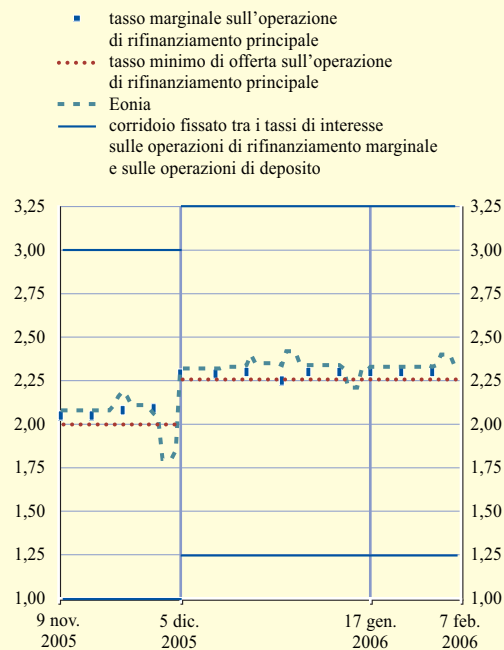
(miliardi di euro; livelli medi in ciascun periodo di mantenimento)



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

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

(tassi d'interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

successivo, l'Eonia è salito al 2,19 per cento, mentre il tasso marginale delle ORP ha raggiunto il 2,08 per cento. Alla luce di questa reazione inattesa del mercato, la BCE ha aggiudicato 1 miliardo di euro al di sopra del volume di riferimento anche nell'ultima ORP del periodo di mantenimento in esame. Il tasso marginale è rimasto al 2,09 per cento, ma successivamente l'Eonia è sceso al 2,05 per cento. Nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento la BCE ha condotto un'operazione di regolazione puntuale (*fine-tuning*) per assorbire un eccesso di liquidità previsto pari a 7,5 miliardi di euro. Il periodo di mantenimento è terminato con un ricorso netto ai depositi presso la banca centrale di 0,77 miliardi di euro, mentre l'Eonia è sceso all'1,85 per cento.

#### **Periodo di mantenimento chiuso il 17 gennaio**

Il 1° dicembre 2005 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aumentare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento. La variazione è divenuta effettiva il 6 dicembre, all'inizio del nuovo periodo di mantenimento. La BCE ha inteso continuare la politica di ampi volumi di aggiudicazione in tale periodo e pertanto il 5 dicembre ha aggiudicato 1 miliardo di euro in più rispetto all'importo di riferimento. Questo importo aggiuntivo, tuttavia, è stato portato progressivamente fino a 3 miliardi di euro nelle successive ORP intorno alle festività natalizie e alla fine dell'anno, fino all'aggiudicazione del volume di riferimento nell'ultima asta del periodo di mantenimento.

Nella ORLT del 22 dicembre è stato possibile regolare solo 12,5 miliardi di euro a causa di un'offerta erronea che ha impedito alla BCE di assegnare l'importo previsto di 30 miliardi di euro. Per compensare lo squilibrio di liquidità risultante, il giorno successivo la BCE ha condotto un'ulteriore ORLT per l'importo mancante.

Nella prima settimana del periodo di mantenimento l'Eonia si è situato al 2,32 per cento, per poi salire al 2,35 intorno alle festività natalizie. Nel contempo il tasso marginale delle ORP si è collocato al 2,39-2,30 per cento e quello ponderato al 2,30-2,31. Il 30 dicembre la domanda aggiuntiva alla vigilia di fine d'anno ha indotto un aumento dell'Eonia al 2,42, configurando il differenziale di fine anno, rispetto al tasso minimo di offerta, più basso osservato finora. Nelle prime due settimane del 2006 l'Eonia si è stabilizzato al 2,34 per cento, ma il 13 gennaio è sceso al 2,21 per l'emergere fra gli operatori di attese di liquidità abbondante. Il lunedì successivo un assorbimento di liquidità causato da errori nei fattori autonomi e nelle riserve in eccesso ha spinto l'Eonia al 2,31 per cento. Il periodo di mantenimento è terminato con un ricorso netto ai depositi presso la banca centrale di 0,79 miliardi di euro, mentre l'Eonia si è collocato al 2,30 per cento.

#### **Periodo di mantenimento chiuso il 7 febbraio**

Anche nel periodo di mantenimento successivo è stata attuata una politica di ampi volumi di aggiudicazione. Nelle prime due settimane del periodo l'Eonia è rimasto relativamente stabile al 2,33 per cento, sebbene venerdì 3 febbraio sia salito al 2,40 per cento, per poi calare al 2,34 negli ultimi due giorni del periodo. L'incremento di breve durata del tasso *overnight* ha rispecchiato un inasprimento delle condizioni di liquidità dopo l'aggiudicazione dell'ultima operazione di rifinanziamento principale. Il tasso marginale delle ORP è salito lievemente dal 2,30 al 2,31 per cento, mentre quello medio ponderato è rimasto stabile al 2,31 per cento. L'ultimo giorno del periodo di mantenimento la BCE ha immesso sul mercato 6,5 miliardi di euro con un'operazione di *fine-tuning* al fine di correggere uno squilibrio di liquidità atteso di 6,7 miliardi di euro. Il periodo di mantenimento è terminato con condizioni di liquidità appena abbondanti, con un ricorso totale ai depositi presso la banca centrale di 0,87 miliardi di euro e l'Eonia al 2,34 per cento.

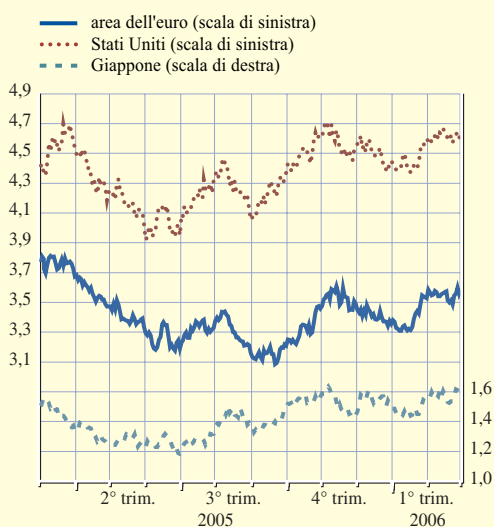
## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

*I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e quelli obbligazionari mondiali sono cresciuti in misura marginale dalla fine di novembre. Nell'area dell'euro i rendimenti dei titoli di Stato, in particolare quelli dei titoli con scadenza a medio termine, sono stati sostenuti da indicazioni che hanno indotti gli analisti a prevedere un miglioramento delle prospettive economiche di breve periodo nell'area. Nella maggior parte dei principali mercati obbligazionari l'incertezza si è mantenuta su livelli contenuti.*

Fra la fine di novembre del 2005 e il 1° marzo 2006, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono aumentati leggermente sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti, collocandosi alla fine del periodo al 3,6 e al 4,6 per cento rispettivamente (cfr. figura 18). In entrambe le economie, tuttavia, i rendimenti obbligazionari a lungo termine sono rimasti su livelli storicamente piuttosto bassi, continuando a indicare che i premi per il rischio domandati dagli investitori per detenere queste attività sono contenuti e che le aspettative di inflazione a lungo termine sono saldamente ancorate. Durante il periodo in esame il differenziale di rendimento fra i titoli di Stato a dieci anni statunitensi e quelli corrispondenti dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato, attestandosi a 105 punti base alla fine del periodo. Nel contempo i rendimenti dei titoli di Stato decennali giapponesi sono aumentati, collocandosi all'1,6 per cento il 1° marzo. L'incertezza degli operatori di mercato riguardo agli andamenti a breve del segmento a dieci anni del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni su titoli obbligazionari, si è lievemente ridotta nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, mentre è leggermente aumentata in Giappone (cfr. figura 19).

**Figura 18 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine**

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

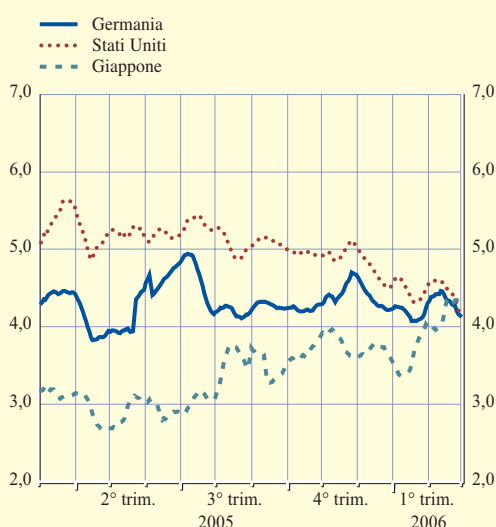


Fonti: Bloomberg e Reuters.

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

**Figura 19 Volatilità implicita dei mercati obbligazionari**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a dieci termini, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Nota: la serie della volatilità implicita riportata nella figura è ottenuta considerando, per ogni data, la volatilità implicita derivata dalle opzioni sul generico contratto *future* più prossimo a scadenza, purché con vita residua superiore a 20 giorni, così come definito da Bloomberg. Questo significa che 20 giorni prima della scadenza di ogni contratto vengono effettuati avvicendamenti nel gruppo di contratti utilizzato come riferimento per il calcolo della volatilità implicita, dal contratto più prossimo a scadenza a quello successivo.

Negli Stati Uniti i rendimenti obbligazionari nominali a lungo termine sono aumentati moderatamente negli ultimi tre mesi, facendo tuttavia osservare forti oscillazioni nel corso del periodo. I dati pubblicati sugli indicatori dell'attività economica effettiva e attesa hanno continuato a segnalare, nel complesso, un'espansione relativamente vigorosa dell'economia. Tuttavia i dati sul PIL in termini reali del quarto trimestre del 2005 sono risultati molto inferiori alle attese degli operatori, il che pare aver generato timori circa le prospettive economiche nel breve periodo. Ciò è evidenziato dal fatto che, complessivamente, i rendimenti reali offerti sulle obbligazioni indicizzate sono diminuiti nel periodo in esame, in particolare sulle scadenze più brevi. Inoltre, l'inclinazione della curva dei rendimenti si è ridotta ulteriormente e, su alcune scadenze, è persino divenuta negativa. Sebbene in passato un'inversione della curva dei rendimenti abbia tendenzialmente anticipato un successivo rallentamento dell'attività, occorre considerare che attualmente l'inclinazione della curva negli Stati Uniti potrebbe essere distorta dal livello particolarmente basso dei premi per il rischio incorporati nei rendimenti obbligazionari a lungo termine<sup>2)</sup>.

L'ulteriore rincaro del greggio negli ultimi tre mesi pare avere esercitato pressioni al rialzo sui rendimenti obbligazionari statunitensi tramite le aspettative degli investitori di un aumento dell'inflazione. Questa ipotesi è suffragata dal fatto che i tassi di inflazione di pareggio, specie sulle scadenze più brevi, sono aumentati dalla fine di novembre. Negli ultimi tre mesi, ad esempio, il tasso di inflazione di pareggio desunto dai rendimenti nominali e reali dei titoli con scadenza nel 2009 è salito di circa 50 punti base.

Nel complesso, nell'area dell'euro i rendimenti obbligazionari a lungo termine hanno registrato un lieve aumento negli ultimi tre mesi. All'andamento hanno contribuito i dati delle indagini congiunturali che nel complesso indicavano un'accelerazione dell'attività economica dell'area nel 2006, nonostante i risultati lievemente inferiori alle attese dell'ultimo trimestre del 2005. Le attese degli investitori circa un miglioramento a breve termine dell'economia dell'area è in linea con l'aumento di circa 30 punti base registrato negli ultimi tre mesi dal tasso di rendimento reale delle obbligazioni indicizzate con scadenza nel 2008 (cfr. figura 21). In questo periodo, la valutazione degli operatori riguardo al profilo atteso della politica monetaria della BCE è rimasta pressoché immutata, fatta eccezione per un livello atteso dei tassi di riferimento leggermente più elevato in un orizzonte di breve-medio periodo (cfr. figura 20). Nondimeno, i rendimenti obbligazionari dell'area non hanno subito variazioni di rilievo dopo la decisione del 1° dicembre della BCE di aumentare di 25 punti base, al 2,25 per cento, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa reazione contenuta fa ritenere che i mercati finanziari abbiano anticipato l'inasprimento della politica monetaria.

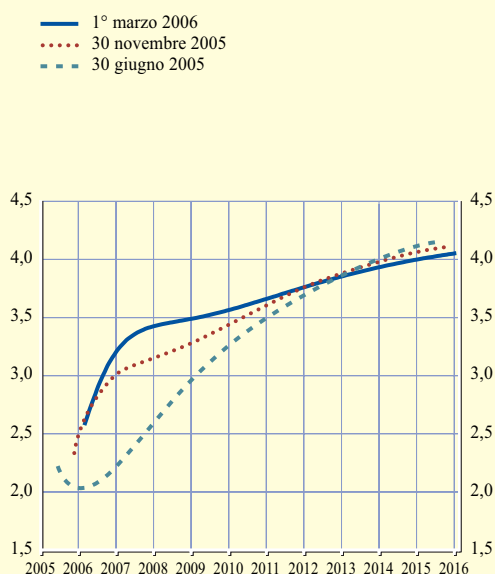
Nel periodo in rassegna le aspettative degli operatori sull'inflazione nell'area dell'euro sono rimaste pressoché immutate, come indicano le variazioni solo marginali dei tassi di inflazione di pareggio su tutte le scadenze (cfr. figura 21). Nell'area dell'euro pertanto questi ultimi non hanno risentito dei rialzi delle quotazioni petrolifere degli ultimi tre mesi. Il 1° marzo il tasso di inflazione di pareggio a dieci anni si è collocato al 2,1 per cento.

La volatilità implicita dei mercati obbligazionari dell'area è diminuita leggermente sia nello scorso dicembre sia nei primi due mesi del 2006, mantenendosi pertanto su livelli alquanto contenuti rispetto a quelli storici (cfr. figura 19). Di conseguenza, l'incertezza degli operatori sull'andamento di

2) Cfr. il riquadro *L'appiattimento della curva dei rendimenti statunitense segnala in prospettiva una diminuzione della crescita?*, nel numero di febbraio di questo Bollettino.

**Figura 20 Tassi di interesse overnight a termine nell'area dell'euro impliciti nei tassi swap**

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

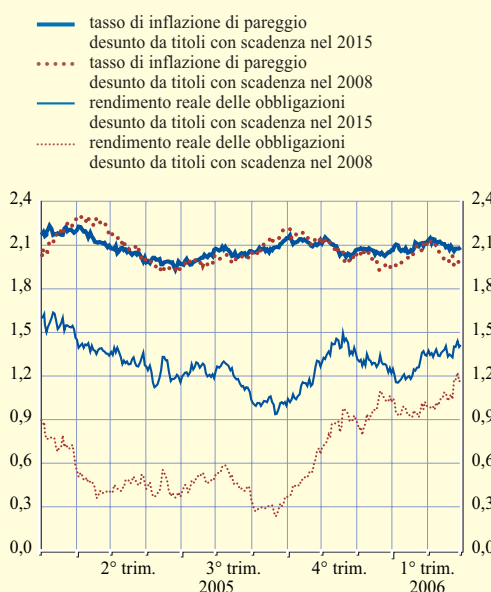


Fonte: stima della BCE.

Nota: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è stato descritto nel riquadro 4 del numero di gennaio 1999 di questo Bollettino. I dati usati nelle stime sono ottenuti da contratti swap.

**Figura 21 Rendimento reale delle obbligazioni e tasso di inflazione di pareggio nell'area dell'euro**

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



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i rendimenti reali dei titoli sono ricavati dai prezzi di mercato dei titoli di Stato francesi e italiani indicizzati allo IAPC dell'area dell'euro (esclusi i prezzi del tabacco). Il metodo utilizzato per calcolare il tasso di inflazione di pareggio è stato descritto nel riquadro 2 del numero di febbraio 2002 di questo Bollettino.

breve periodo dei rendimenti obbligazionari a dieci anni è stata abbastanza moderata, indicando presumibilmente che essi percepiscono il basso livello dei tassi di interesse a lungo termine, sia nell'area dell'euro sia nel contesto internazionale, come un fattore duraturo.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

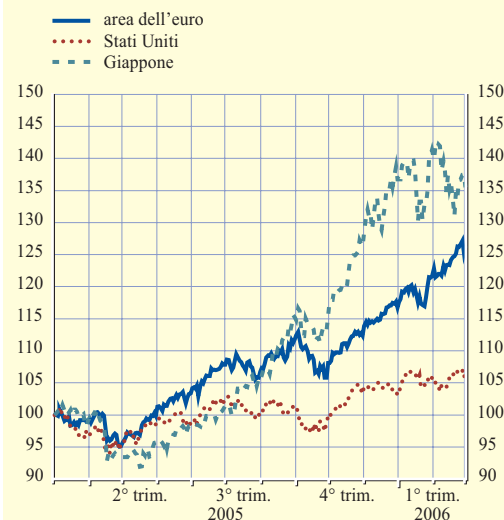
*Gli ultimi tre mesi sono stati caratterizzati da marcati rialzi dei corsi in tutti i principali mercati azionari. La forte redditività, sia effettiva che attesa, ha sostenuto le quotazioni mondiali.*

Negli ultimi tre mesi le quotazioni azionarie sono salite sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti; anche in Giappone i corsi sono aumentati, nonostante la volatilità molto elevata nel periodo. Tra la fine dello scorso novembre e il 1° marzo i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurati rispettivamente dagli indici Dow Jones Euro Stoxx e Standard & Poor's 500, hanno guadagnato circa il 12 e il 3 per cento (cfr. figura 22); in Giappone il rialzo delle quotazioni, misurate dall'indice Nikkei 225, è stato di circa il 7 per cento.

L'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita nei prezzi delle opzioni azionarie, è rimasta sostanzialmente stabile negli Stati Uniti, è aumentata leggermente nell'area dell'euro mentre è nettamente cresciuta in Giappone (cfr. figura 23).

**Figura 22 Indici dei corsi azionari**

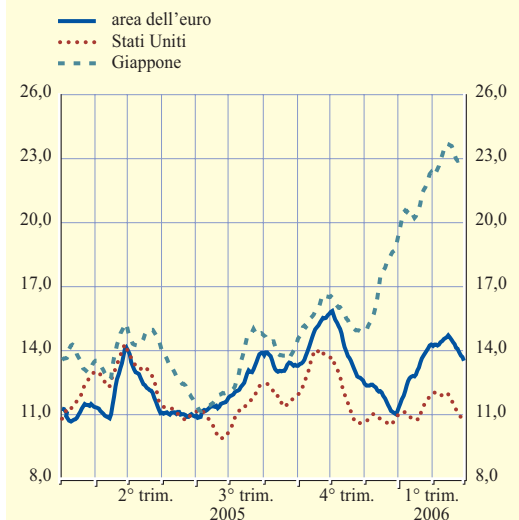
(indice: 1° marzo 2005 = 100; dati giornalieri)



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 23 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.

In Giappone l'accresciuta incertezza nel mercato azionario e il forte calo delle quotazioni verso la fine del periodo in esame possono essere collegati alle investigazioni che, a metà gennaio, hanno coinvolto alcuni alti dirigenti di una società giapponese operativa nel settore Internet, indiziati di manipolazione del mercato. Nel complesso, è probabile che dati relativamente positivi sull'andamento dell'economia e degli utili abbiano sostenuto le quotazioni azionarie giapponesi, per le quali è pertanto proseguita la forte ripresa in atto dagli inizi del 2005.

Negli Stati Uniti i corsi azionari si sono rafforzati negli ultimi tre mesi, in un contesto di dati sugli utili relativamente positivi. Secondo le rilevazioni di febbraio di Thomson Financial Datastream, la crescita sui dodici mesi degli utili per azione realizzati dalle società che compongono l'indice Standard & Poor's 500 è stata di circa il 15 per cento; la medesima fonte indica che, secondo le previsioni degli analisti, nei prossimi dodici mesi l'incremento sul periodo corrispondente degli utili dovrebbe mantenersi intorno al 12 per cento (cfr. figura 24). Negli Stati Uniti pertanto gli utili e le quotazioni azionarie non hanno risentito dei nuovi incrementi del prezzo del greggio negli ultimi tre mesi e dell'acuirsi delle tensioni geopolitiche.

Nell'area dell'euro la crescita a due cifre delle quotazioni azionarie negli ultimi tre mesi ha comportato la prosecuzione di una dinamica molto vivace che dura da circa un anno. Il forte rialzo dei corsi ha rispecchiato il livello persistentemente elevato della crescita effettiva e attesa degli utili societari. Secondo i dati di Thomson Financial Datastream la crescita effettiva sui dodici mesi degli utili realizzati dalle società comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è stata pari a circa il 16 per cento in febbraio; secondo la stessa fonte, gli analisti prevedevano per i successivi dodici mesi una crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione realizzati da queste società pari all'8 per cento.

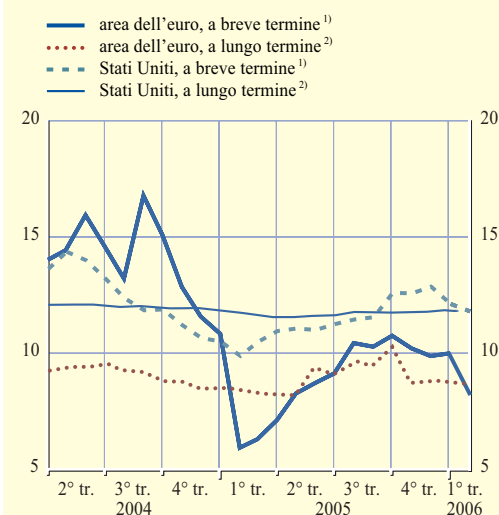


L'elevato tasso di incremento degli utili societari atteso è coerente con la valutazione positiva desumibile dagli indicatori connessi alle indagini sul clima di fiducia delle imprese dell'area. Negli ultimi dodici mesi, un elemento interessante dei mercati azionari mondiali è stato il maggior vigore della dinamica delle quotazioni dell'area rispetto a quelle statunitensi. Questo fenomeno può essere in parte ricondotto all'ampliamento del differenziale di interesse fra i tassi dell'area e quelli degli Stati Uniti, nonché al deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (cfr. riquadro 5).

Nei tre mesi scorsi i settori finanziario, industriale e dei servizi di pubblica utilità hanno riportato risultati migliori rispetto all'indice complessivo (cfr. tavola 3). Il settore finanziario ha probabilmente beneficiato del contesto al momento caratterizzato da bassa inflazione e tassi di interesse contenuti, mentre il comparto industriale e quello dei servizi di pubblica utilità potrebbero essere stati sostenuti dal miglioramento del clima di fiducia delle imprese nell'area dell'euro e dal rincaro del greggio nel periodo in esame.

**Figura 24 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro**

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



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

**Tavola 3 Variazioni dei prezzi e volatilità storica degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx**

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

	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi pubblici	Euro Stoxx
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)</b>	5,3	6,7	11,3	7,3	34,4	3,9	10,7	5,3	6,5	8,7	100,0
<b>Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)</b>											
2004 4° trimestre	9,9	6,3	5,0	1,6	11,2	1,8	6,6	6,6	17,0	11,1	8,3
2005 1° trimestre	6,0	7,5	6,3	9,7	4,7	0,1	5,3	-1,2	-4,0	3,7	4,3
2° trimestre	-0,8	1,8	2,6	11,4	2,8	5,6	5,2	10,1	-0,3	8,2	4,4
3° trimestre	12,5	1,7	11,8	14,1	9,8	4,5	7,0	4,8	1,3	6,5	8,1
4° trimestre	6,2	4,3	0,6	-6,3	9,0	6,5	7,1	7,0	-4,1	5,7	4,5
gennaio	6,0	1,1	4,4	6,0	4,7	3,0	7,1	2,3	-4,7	6,9	4,1
febbraio	1,0	1,3	3,2	-4,8	5,9	-2,9	3,6	1,7	1,7	5,2	3,0
fine novembre 2005-1° marzo 2006	12,7	9,1	11,9	1,5	16,4	7,2	20,0	8,6	-1,1	18,6	12,4
<b>Volatilità (medie del periodo)</b>											
2004 4° trimestre	12,8	10,4	11,5	10,9	10,1	15,5	9,8	19,2	12,9	9,8	10,1
2005 1° trimestre	10,6	8,4	8,5	11,6	8,8	16,5	9,3	14,7	9,9	13,0	8,2
2° trimestre	13,1	10,1	11,0	13,8	10,7	14,9	11,8	17,1	12,1	12,3	10,3
3° trimestre	12,8	8,4	12,2	15,9	11,2	12,0	9,4	18,0	10,9	12,3	10,0
4° trimestre	13,2	10,4	11,3	20,1	10,6	13,6	11,3	14,7	11,0	11,3	10,2
gennaio	17,5	10,3	12,6	13,2	14,7	13,6	14,9	18,4	16,0	12,4	11,8
febbraio	10,4	9,2	10,5	17,8	10,3	11,9	8,7	11,4	13,2	14,7	8,5
fine novembre 2005-1° marzo 2006	12,9	9,3	10,6	14,9	11,7	13,2	10,9	13,6	12,7	13,2	9,6

Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.

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

### I FATTORI ALLA BASE DELLA RECENTE DIFFERENZIAZIONE FRA L'ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

Nell'ultimo anno i corsi azionari hanno registrato un netto recupero nell'area dell'euro, mentre negli Stati Uniti hanno ristagnato. Fra la fine di dicembre 2004 e la fine di dicembre 2005, l'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx è aumentato quasi del 23 per cento, a fronte di un incremento appena inferiore al 4 per cento dell'indice Standard & Poor's 500. Il fatto che i corsi azionari dell'area dell'euro abbiano ottenuto risultati tanto migliori di quelli statunitensi può sembrare difficile da conciliare con l'andamento relativamente debole della crescita economica dell'area, sia effettiva sia attesa: ammesso che ciò avesse dovuto avere qualche impatto, sarebbe stato a favore delle azioni statunitensi. Il presente riquadro suggerisce che numerosi altri fattori, fra cui un andamento più favorevole degli utili societari, un euro più debole rispetto al dollaro statunitense e aumenti più moderati dei tassi di interesse, possono spiegare il motivo per cui il mercato azionario dell'area ha conseguito risultati migliori rispetto a quello degli Stati Uniti.

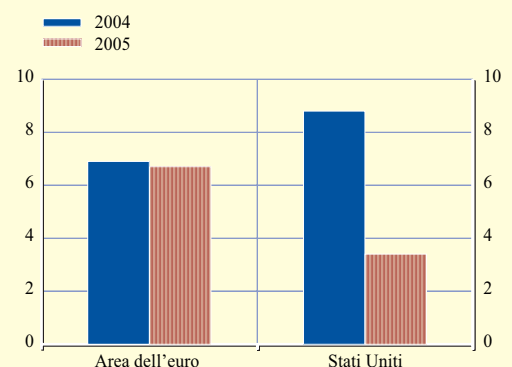
Per valutare i fattori che potrebbero aver ampliato il divario fra le quotazioni azionarie delle due aree economiche può tornare utile ricordare che, in teoria, il prezzo di un'azione è pari alla somma dei dividendi futuri attesi, scontati sulla base di una misura che tiene conto del tasso di interesse privo di rischio e del premio per il rischio che gli investitori richiedono per detenere azioni. Ai fini di tale valutazione, i dividendi futuri attesi possono essere sostituiti dagli utili attesi, supponendo che una determinata quota degli utili saranno corrisposti come dividendi. Le differenze di andamento dei corsi azionari tra le due economie possono quindi derivare da differenze di redditività, di tassi di interesse e di premio per il rischio azionario.

Cominciando dall'andamento della redditività relativa, secondo i dati sugli utili per l'indice Dow Jones Euro Stoxx e l'indice Standard & Poor's 500 forniti da Thomson Financial Datastream, gli utili per azione sono aumentati in misura più sostenuta nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti sia nel 2004 sia nel 2005. La crescita degli utili nel 2005 è stata non solo più vigorosa nell'area rispetto agli Stati Uniti, bensì lo è stata anche molto più di quanto previsto un anno prima. Nel dicembre 2004 gli analisti avevano previsto una crescita degli utili per azione nell'area pari all'11,6 per cento per il 2005, mentre il risultato effettivo è stato del 18,3 per cento, superando le previsioni di quasi 7 punti percentuali. Negli Stati Uniti gli utili per azione sono aumentati del 14,1 per cento nel 2005, con un incremento superiore di soli 3 punti percentuali circa rispetto a quanto previsto nel dicembre 2004 (cfr. figura A).

Uno dei fattori che può concorrere a spiegare le differenze fra l'andamento del mercato azionario dell'area dell'euro e quello degli Stati Uniti è il tasso di cambio. Variazioni marcate

Figura A "Sorprese" relative agli utili nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(punti percentuali)



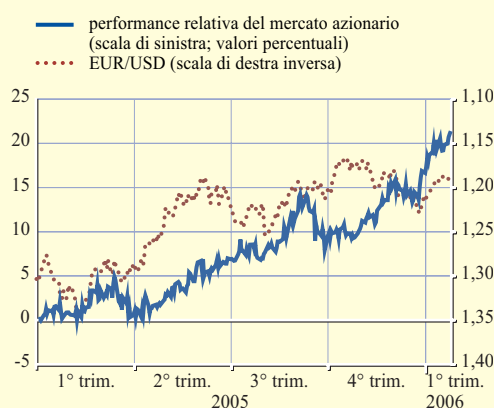
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Nota: le "sorprese" sono date dalla differenza fra la crescita annuale effettiva degli utili e quella attesa nel dicembre dell'anno precedente.

del tasso di cambio possono incidere sia sugli utili dichiarati sia sulle percezioni del mercato circa le prospettive degli utili. L'impatto delle variazioni del tasso di cambio sugli utili di una società specifica e, perfino, su un indice azionario ampio sarà ovviamente diverso a seconda che le imprese siano orientate più verso le importazioni o verso le esportazioni, per cui a livello di aggregato il suo segno è difficile da stabilire e, pertanto, diventa una questione empirica. La figura sottostante riporta il tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro statunitense congiuntamente alla performance dei mercati azionari delle due economie. Dal momento che i migliori risultati dei titoli dell'area risultano essere strettamente connessi al deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro nel corso del 2005, sembra ragionevole presumere che quest'ultimo abbia contribuito all'andamento più favorevole degli utili delle imprese dell'area rispetto a quelli delle imprese statunitensi nel 2005, forse grazie a un corrispondente aumento generale di competitività nelle esportazioni.

Come già menzionato, l'andamento dei tassi di interesse è rilevante per le quotazioni azionarie in quanto incide sul fattore di sconto che gli investitori utilizzano per valutare le azioni. Al fine di misurare empiricamente l'impatto dei tassi di interesse sui corsi azionari, è utile considerare i rendimenti reali a lungo termine. Quando tali rendimenti crescono, i corsi azionari – a parità di condizioni – tendono a scendere. Gli effetti dei fattori di sconto sui prezzi delle azioni negli Stati Uniti nel 2005 devono essere stati meno favorevoli di quelli nell'area dell'euro. Ad esempio, il rendimento reale a lungo termine sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione dell'area dell'euro (con scadenza nel 2012) è variato in misura modesta fra dicembre 2004 e dicembre 2005, mentre il rendimento reale sulle obbligazioni indicizzate comparabili degli Stati Uniti, con scadenza nel 2011, è aumentato di circa 80 punti base. Pertanto, è probabile che il mercato incremento dei rendimenti obbligazionari reali abbia pressoché compensato l'impatto dell'andamento generalmente positivo degli utili del mercato azionario statunitense.

Nel 2005, inoltre, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro potrebbero aver beneficiato del fatto che, secondo le percezioni degli investitori, le azioni statunitensi comportavano maggiori rischi rispetto alle azioni dell'area. Per tutto il 2005, ad esempio, in risposta alla domanda che chiedeva in quale regione ritenessero che i mercati azionari fossero rispettivamente più sopravvalutati e più sottovalutati (rivolta nell'indagine mensile *Merrill Lynch Global Fund Manager Survey*), in termini di saldo percentuale medio (differenza fra la percentuale relativa a "maggiormente sopravvalutati" e quella relativa a "maggiormente sottovalutati") circa il 50 per cento dei gestori di fondi interpellati considerava che i mercati azionari statunitensi fossero maggiormente sopravvalutati. Per l'area dell'euro questo saldo percentuale medio risultava pari a circa il -16 per cento, a dimostrazione che i gestori di fondi interpellati tendevano a considerare i mercati azionari europei maggiormente sottovalutati. Tali percezioni potrebbero aver indotto gli investitori istituzionali, in particolare, ad attribuire nei portafogli un peso maggiore alle azioni dell'area dell'euro e uno minore a quelle statunitensi, influenzando di conseguenza l'andamento relativo dei corsi azionari.

**Figura B Performance relativa dei corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e tasso di cambio euro/dollaro**



Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Poiché gli aumenti dei corsi azionari in entrambe le economie sono stati piuttosto generalizzati fra i settori, le differenze fra le performance complessive dei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si riflettono in genere correttamente nei differenziali dei risultati fra settori. Tuttavia, le quotazioni delle imprese nel settore finanziario dell'area (settore che ha un peso maggiore nell'indice Dow Jones Euro Stoxx di quanto non abbia il corrispondente settore statunitense nell'indice Standard & Poor's 500) sono aumentate del 29 per cento fra la fine del 2004 e la fine del 2005. Nello stesso periodo, negli Stati Uniti i corsi azionari del settore finanziario sono cresciuti in misura decisamente inferiore, ovvero del 3,5 per cento circa. Questa differenza di risultato dei settori finanziari ha pertanto amplificato la differenziazione delle performance degli indici azionari ampi nelle due economie. Un potenziale fattore alla base dei maggiori incrementi dei prezzi delle azioni del settore finanziario europeo osservati negli ultimi anni può essere rinvenuto nelle speculazioni di mercato a riguardo degli ulteriori progressi nel consolidamento del settore bancario europeo. Le aspettative del mercato di un ulteriore consolidamento transfrontaliero potrebbero quindi aver spinto al rialzo i corsi azionari delle banche europee (soprattutto quelli dei potenziali obiettivi).

Nel complesso, i migliori risultati dei corsi azionari dell'area dell'euro rispetto a quelli degli Stati Uniti nel 2005 hanno contribuito ad appianare alcune delle differenze prevalenti nelle misure di valutazione dei mercati azionari delle due economie (come i rapporti fra prezzi e utili) e potrebbero pertanto essere considerati parte di un processo di bilanciamento. Alla fine del 2004 il rapporto fra i corsi azionari e gli utili societari nei dodici mesi precedenti era 20,5 per le società comprese nell'indice Standard & Poor's 500, mentre lo stesso rapporto misurato dall'indice Dow Jones Euro Stoxx si collocava a 14,3 nell'area dell'euro. Le variazioni relative di entrambi gli indici azionari nel 2005 hanno ulteriormente ravvicinato alla fine dell'anno i rapporti fra prezzi e utili nelle due economie, rispettivamente a 18,5 e 15,9.

## 2.6 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Nel quarto trimestre il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è restato su livelli storicamente bassi. Nello stesso periodo queste società hanno accresciuto ulteriormente il finanziamento mediante prestiti, mentre le loro emissioni di titoli di debito sono rimaste contenute e quelle di azioni quotate sono lievemente aumentate. In conseguenza del perdurante incremento della crescita dei debiti finanziari, il rapporto fra il debito di questo settore e il PIL è ulteriormente aumentato.

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle consistenze in essere (corrette per gli effetti di valutazione), si è mantenuto su livelli storicamente bassi fino alla fine del quarto trimestre del 2005 (cfr. figura 25)<sup>3)</sup>; il costo in termini reali dei debiti finanziari è lievemente aumentato, mentre quello dell'emissione di azioni quotate è diminuito.

Il costo in termini reali del finanziamento bancario è rimasto invariato su livelli contenuti nel quarto trimestre. Per quanto concerne la scomposizione per scadenze, i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai prestiti in favore di società non finanziarie (con tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono saliti all'incirca tra 20 e 25 punti base nel quarto trimestre, riflettendo così l'incremento dei tassi del mercato monetario nello stesso periodo (cfr. tavola 4). I tassi a lungo termine delle IFM sui prestiti a tali società (con un

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

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

							Variazione in punti base fino a dicembre 2005		
	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 nov.	2005 dic.	2004 dic.	2005 set.	2005 nov.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	5,25	5,26	5,13	5,13	5,09	5,13	-12	0	4
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,98	3,91	3,88	3,81	3,92	3,99	1	18	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,44	4,33	4,20	4,04	3,99	4,07	-37	3	8
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,05	3,01	2,94	2,94	3,07	3,20	16	26	13
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,06	4,04	3,89	3,87	3,98	3,95	-11	8	-2
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	2,17	2,14	2,11	2,14	2,36	2,47	30	33	11
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	2,36	2,49	2,07	2,21	2,73	2,80	44	59	7
Rendimenti dei titoli di stato a cinque anni	2,93	3,08	2,58	2,60	3,10	3,07	14	48	-3

Fonte: BCE.

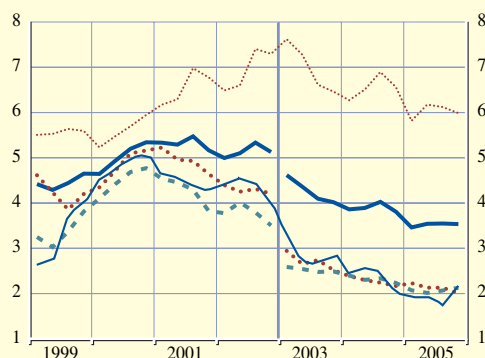
1) Per il periodo a partire da dicembre 2003 i tassi di interesse delle IFM ponderati sono calcolati usando per ciascun paese pesi basati sulla media mobile a dodici mesi dei volumi delle nuove operazioni. Per il periodo precedente, da gennaio a novembre 2003, i tassi di interesse delle IFM ponderati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

3) Per una descrizione dettagliata delle misure del costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, cfr. il riquadro 4 nel numero di marzo 2005 di questo Bollettino.

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

(valori percentuali in ragione d'anno)

- costo totale del finanziamento
- ..... tassi sui prestiti a breve termine delle IFM in termini reali
- - - tassi sui prestiti a lungo termine delle IFM in termini reali
- costo in termini reali del debito di mercato
- ..... costo in termini reali delle azioni quotate



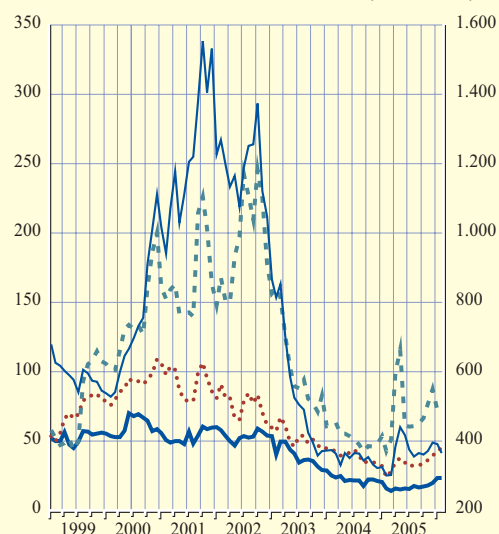
Fonti: BCE, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecast.

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

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

(punti base; medie mensili)

- AA non finanziarie denominate in euro (scala di sinistra)
- ..... A non finanziarie denominate in euro (scala di sinistra)
- - - BBB non finanziarie denominate in euro (scala di sinistra)
- ad alto rendimento denominate in euro (scala di destra)



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

periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) sono aumentati soltanto di circa 5 punti base, riflettendo principalmente la lentezza negli ultimi mesi della trasmissione dell'incremento dei corrispondenti rendimenti dei titoli di Stato ai tassi sui prestiti bancari a lungo termine.

Inoltre, in base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio 2006, i criteri per la concessione del credito alle imprese sono stati mantenuti sostanzialmente invariati negli ultimi due trimestri, segnalando il proseguimento di condizioni di credito favorevoli<sup>4)</sup>.

Il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito sul mercato, pur rimanendo su un livello storicamente basso, è aumentato nel quarto trimestre per effetto sia dei più alti tassi di interesse di mercato sia di un ampliamento dei differenziali sulle obbligazioni societarie (cfr. figura 26). Tale ampliamento potrebbe riflettere un mutamento della percezione del rischio di credito in direzione di un lieve deterioramento nella qualità del credito delle società non finanziarie. Ciò potrebbe essere connesso ad attese di mercato di un aumento dell'onere per interessi delle imprese

4) Cfr. il primo riquadro nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

in congiunzione con i crescenti rapporti di indebitamento delle società non finanziarie, sebbene la redditività delle imprese sia rimasta elevata.

Il costo in termini reali del capitale di rischio è diminuito nel quarto trimestre del 2005, rispecchiando principalmente andamenti favorevoli dei mercati azionari. Nel contempo, tale costo è rimasto significativamente superiore a quello dei debiti finanziari.

### FLUSSI DI FINANZIAMENTO

La redditività delle società non finanziarie nell'area dell'euro, misurata in termini dei vari indici di profitto calcolabili sulla base dei dati di bilancio aggregati delle imprese quotate, è rimasta elevata nel terzo trimestre del 2005 (cfr. figura 27)<sup>5)</sup>. Un fattore importante per l'incremento degli indici di profitto è stato il calo dei costi operativi in rapporto alle vendite, che dimostra il successo delle misure di ristrutturazione intraprese dalle società non finanziarie. Per quanto riguarda l'andamento della redditività nei diversi settori, il livello di redditività (misurato in base al reddito operativo e netto in rapporto alle vendite<sup>6)</sup>) nei settori del commercio all'ingrosso e al dettaglio è stato in genere inferiore a quello di tutte le imprese non finanziarie dell'area dell'euro quotate. Inoltre, la ripresa della redditività in tale comparto è stata più lenta rispetto a quanto osservato, ad esempio, nel settore manifatturiero e in quello dei trasporti e telecomunicazioni, secondo quanto emerge dai bilanci aggregati. Tale risultato sembra essere in linea con la relativa debolezza dei consumi privati nell'area dell'euro.

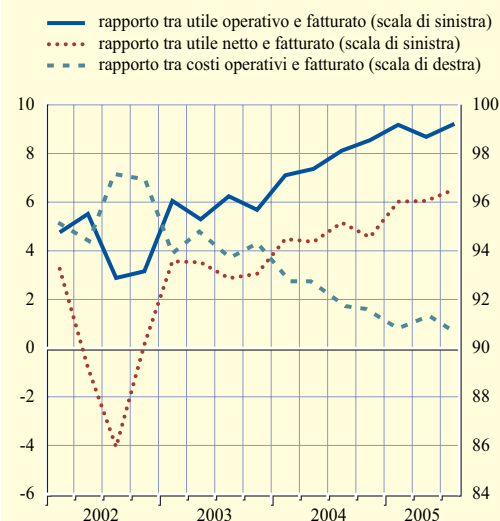
Le misure di redditività basate sui mercati azionari indicano attese di una lieve attenuazione nei prossimi dodici mesi della crescita della redditività delle grandi società quotate, sebbene essa dovrebbe presumibilmente rimanere su livelli favorevoli (cfr. figura 27)<sup>7)</sup>.

Oltre al ricorso agli abbondanti fondi interni disponibili, le società non finanziarie hanno accresciuto ulteriormente la propria domanda di finanziamento esterno nel quarto trimestre del 2005 (cfr. figura 28). La crescita sul periodo corrispondente in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è aumentata al 2,8 per cento, dal 2,3 per cento del terzo, sospinta principalmente da un ulteriore incremento dei prestiti delle IFM nonché da un contributo leggermente maggiore delle azioni quotate emesse da tali società. Il contributo dei titoli di debito emessi è rimasto modesto.

- 5) Cfr. l'articolo *Evoluzione del finanziamento alle imprese nell'area dell'euro* nel numero di novembre 2005 di questo Bollettino.
- 6) Il reddito operativo è definito come le vendite meno le spese operative. Il reddito netto si riferisce al reddito operativo e non operativo al netto di imposizione fiscale, deprezzamento e voci straordinarie.
- 7) Oltre alle società non finanziarie, la misura degli utili societari basata sull'indice Dow Jones Euro Stoxx comprende le società finanziarie.

**Figura 27 Indicatori di redditività delle società non finanziarie quotate dell'area dell'euro**

(valori percentuali)



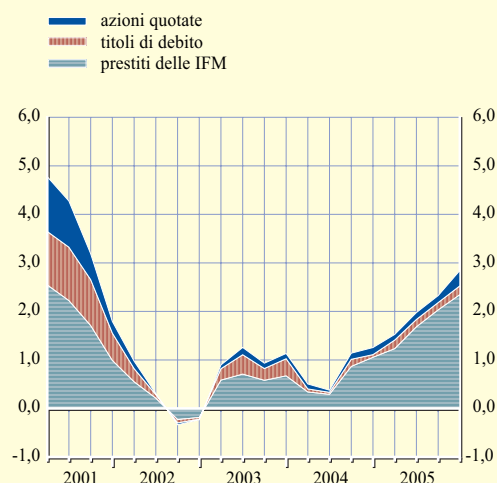
Fonti: Thomson Financial Datastream ed elaborazioni della BCE.  
Note: le elaborazioni si basano sui dati dei bilanci trimestrali aggregati delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro. Il campione è stato depurato delle anomalie. Rispetto all'utile operativo, definito come fatturato meno costi operativi, l'utile netto si riferisce all'utile operativo e non operativo, al netto di imposte, svalutazioni e altre voci straordinarie.



In particolare, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie è aumentato dal 7,3 per cento del terzo trimestre all'8,0 nel quarto (cfr. tavola 5). Il ricorso ai prestiti bancari a fini di finanziamento è stato stimolato dal basso costo in termini reali del credito bancario, dai favorevoli criteri per la concessione di credito bancario e dal miglioramento del clima di fiducia in alcuni settori dell'economia. Per quanto attiene alla scomposizione per scadenze, la crescita dei prestiti delle IFM a lungo termine è ulteriormente salita alla fine del quarto trimestre, al 9,0 per cento dall'8,5, mentre quella dei prestiti a breve termine è aumentata al 5,9 per cento alla fine del quarto trimestre dopo il 5,6 del terzo. L'accelerazione dei prestiti delle IFM a lungo termine è in linea sia con la ripresa degli investimenti fissi nell'area dell'euro sia con i risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro di gennaio, da cui emerge che gli investimenti fissi sono uno dei fattori alla base dell'aumento della domanda

**Figura 28 Scomposizione del tasso di crescita reale sul periodo corrispondente del finanziamento alle società non finanziarie**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

Nota: il tasso di crescita reale sul periodo corrispondente è definito come la differenza fra il tasso di crescita sul periodo corrispondente del valore corrente e il tasso di crescita del deflatore del PIL.

**Tavola 5 Finanziamento delle società non finanziarie**

	Consistenza alla fine dell'ultimo trimestre per cui i dati sono disponibili (miliardi di euro)	Tassi di crescita sul periodo corrispondente (variazioni percentuali; dati di fine trimestre)				
		2004	2005	2005	2005	2005
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.
<b>Prestiti delle IFM</b>	<b>3.408</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>
fino a un anno	1.038	2,4	3,8	5,6	5,6	5,9
da uno a cinque anni	592	6,0	6,7	6,2	6,6	8,6
oltre cinque anni	1.778	7,0	6,9	7,2	8,5	9,0
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>612</b>	<b>1,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
a breve termine	89	-3,8	3,0	-2,9	-1,5	-1,2
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	523	2,4	4,6	4,3	3,6	4,1
a tasso fisso	414	-1,1	0,6	0,7	0,3	0,4
a tasso variabile	93	30,9	27,4	26,3	18,4	21,0
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>3.668</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>						
Finanziamento totale	8.124	1,8	2,0	2,8	2,8	4 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>
Prestiti a società non finanziarie	3.912	2,2	3,2	4,2	4,6	5 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>
Riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie	306	4,8	4,7	4,5	4,6	4 <sup>2</sup> / <sub>4</sub>

Fonte: BCE.

Note: i dati riportati in tavola (con l'eccezione di quelli per memoria) derivano dalle statistiche monetarie e bancarie e delle statistiche relative alle emissioni di titoli. Piccole differenze con i dati delle statistiche sui conti finanziari sono principalmente dovute a differenze nei metodi di valutazione.

1) La somma delle obbligazioni a tasso fisso e a tasso variabile può non corrispondere al totale delle obbligazioni a lungo termine a causa delle obbligazioni a lungo termine a cedola zero, che includono effetti di valutazione e non sono riportate separatamente in tavola.

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale della società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e le riserve dei fondi pensione. I prestiti alle società non finanziarie comprendono i prestiti concessi dalle IFM e dalle altre società finanziarie. I dati differenti al trimestre più recente sono stimati usando i dati delle statistiche monetarie e bancarie e quelli relativi alle emissioni di titoli.

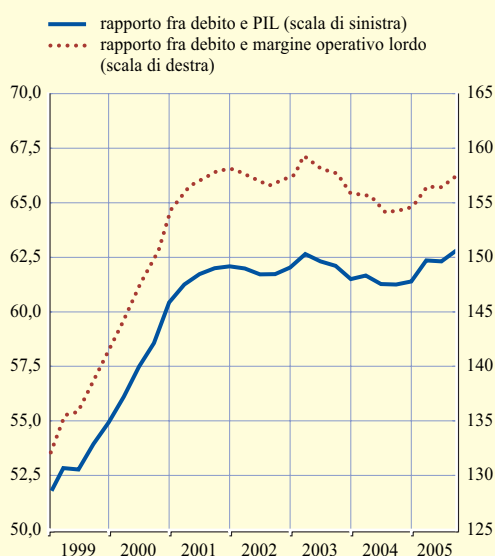
netta di prestiti da parte delle imprese non finanziarie. A differenza dei prestiti delle IFM, secondo i dati disponibili fino alla fine del terzo trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei prestiti concessi da istituzioni diverse dalle IFM alle società non finanziarie è rimasto negativo.

Il tasso di incremento dei titoli di debito emessi da società non finanziarie è stato nuovamente modesto, pari al 3,2 per cento, alla fine del quarto trimestre, dopo il 2,8 del terzo. I possibili fattori all'origine di questa bassa crescita in un periodo di condizioni favorevoli per il costo in termini reali del finanziamento tramite l'emissione di debito includono l'abbondante disponibilità di fondi interni, la forte progressione dei prestiti bancari alle società non finanziarie e un livello relativamente elevato di rimborsi di titoli di debito. Le emissioni dirette di titoli di debito da parte delle società non finanziarie possono anche essere state in parte sostituite dal finanziamento indiretto tramite società finanziarie non monetarie quali le società veicolo (*special-purpose vehicles*), le cui emissioni di titoli di debito sono cresciute a un tasso del 24,1 per cento nel quarto trimestre, dopo il 21,4 del terzo. Mentre i tassi di variazione dei titoli di debito a breve termine e dei titoli a lungo termine finanziati a tasso fisso emessi da società non finanziarie sono stati molto bassi, o persino negativi, il tasso di incremento dei titoli a lungo termine finanziati a tassi variabili ha continuato a essere elevato nel quarto trimestre.

Dopo un periodo di emissioni nette molto contenute, il tasso di crescita delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è salito dallo 0,5 per cento del terzo trimestre all'1,0 per cento alla fine del quarto. Tra i fattori a cui è riconducibile tale aumento vi sono gli andamenti favorevoli dei mercati azionari, che hanno ridotto il costo in termini reali del capitale di rischio, nonché le attività

**Figura 29 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

(valori percentuali)

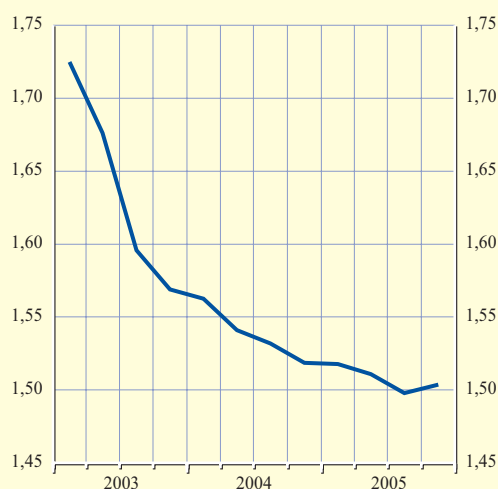


Fonti: BCE ed Eurostat.

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

**Figura 30 Oneri finanziari netti delle società non finanziarie**

(in percentuale del PIL)



Fonti: BCE ed Eurostat.

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

di privatizzazione di alcuni governi. L'incremento dell'emissione azionaria è stato sostenuto dal dinamismo delle emissioni lorde, sia tramite offerte pubbliche iniziali (*initial public offerings*) sia tramite altri collocamenti (*secondary public offerings*). Rispetto alla forte crescita dei debiti finanziari, il tasso di incremento sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse da società non finanziarie è rimasto tuttavia basso, probabilmente a causa del fatto che il capitale di rischio ha un costo in termini reali superiore ai debiti finanziari, nonché per via della maggiore importanza dei programmi di riacquisto di azioni proprie.

### **POSIZIONE FINANZIARIA**

La crescita in atto per l'insieme dei debiti finanziari delle società non finanziarie ha prodotto un ulteriore aumento dell'indebitamento del settore in percentuale del PIL nel quarto trimestre del 2005, al 62,8 per cento (cfr. figura 29). Tale dinamica potrebbe segnalare che il periodo di ristrutturazione dei bilanci è, in media, giunto al termine. In un contesto caratterizzato dall'incremento degli investimenti fissi lordi nell'area dell'euro, sembrerebbe che condizioni di finanziamento favorevoli e aspettative sugli utili relativamente ottimistiche abbiano spinto le imprese a indebitarsi maggiormente e a investire. A livello settoriale, pare che nella maggior parte dei settori le società non finanziarie quotate abbiano cominciato ad accrescere il proprio indebitamento in percentuale del totale delle attività nel 2005, dopo una diffusa riduzione della leva finanziaria nel 2004.

Nonostante il recente aumento del rapporto di indebitamento, nel complesso la posizione finanziaria delle società non finanziarie appare favorevole al momento, principalmente grazie alla solidità degli utili societari e a oneri per interessi persistentemente bassi (cfr. figura 30).

## **2.7 FINANZIAMENTO E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE**

*L'indebitamento delle famiglie si è rafforzato ulteriormente nel quarto trimestre del 2005, riflettendo la forte espansione sia dei prestiti per l'acquisto di abitazioni sia del credito al consumo. La domanda di prestiti ha continuato a essere sostenuta dalle favorevoli condizioni di finanziamento e dall'andamento esuberante del mercato immobiliare in diversi paesi dell'area dell'euro. La crescita vigorosa dei prestiti ha indotto un ulteriore aumento dell'indebitamento delle famiglie dell'area dell'euro in percentuale del PIL, a livelli che tuttavia rimangono relativamente contenuti nel confronto internazionale.*

### **CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO**

I dati ricavabili dalle statistiche sui tassi di interesse bancari e dall'indagine sul credito bancario<sup>8)</sup> indicano un proseguimento, nel quarto trimestre, delle favorevoli condizioni di finanziamento per il settore delle famiglie dell'area dell'euro.

In termini di medie trimestrali, nel quarto trimestre i tassi applicati dalle IFM ai prestiti per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al trimestre precedente. Mentre i tassi sui prestiti a più breve termine sono lievemente aumentati, quelli sui prestiti a più lunga scadenza sono leggermente calati, comprimendo il differenziale fra i tassi a lunga e a breve scadenza al livello più basso dalla data di avvio della serie, agli inizi del 2003. Per quanto riguarda la

8) Cfr. il riquadro 1 *Risultati dell'indagine di gennaio sul credito bancario nell'area dell'euro* nel numero di febbraio 2006 di questo Bollettino.

progressione mensile, tra novembre e dicembre i tassi sui prestiti per l'acquisto di abitazioni sono aumentati su tutte le scadenze (cfr. figura 31).

I tassi delle IFM sui prestiti al consumo presentano un quadro leggermente diverso, con tassi in media lievemente inferiori nel quarto trimestre rispetto al terzo per i prestiti sia a più breve sia a più lunga scadenza. Tuttavia, in dicembre i tassi sui prestiti al consumo sono aumentati moderatamente sulle scadenze più brevi, mentre hanno continuato a diminuire sulle scadenze più lunghe.

Nell'indagine sul credito bancario di gennaio 2006 le banche segnalano nel complesso un lieve inasprimento dei criteri per la concessione di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo, sebbene rispetto al trimestre precedente la modifica sia relativamente contenuta per il credito al consumo. Nel caso dei criteri relativi ai mutui per l'acquisto di abitazioni, la differenza rilevata dall'indagine tra ottobre e gennaio rispecchia, in particolare, la percezione di una maggiore concorrenza proveniente da altre banche, mentre per quanto riguarda i criteri per il credito al consumo è principalmente riconducibile ai rischi derivanti dal minore merito di credito dei consumatori. In entrambi i casi le modifiche dei criteri hanno prevalentemente assunto la forma di un innalzamento dei margini sui prestiti più rischiosi.

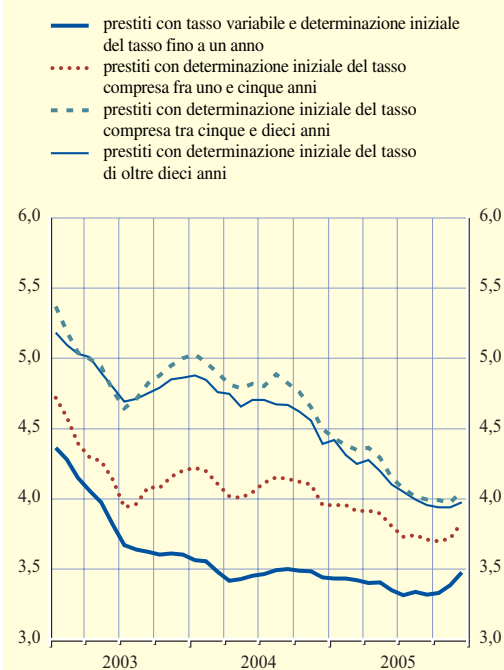
## FLUSSI DI FINANZIAMENTO

Secondo i dati dei conti finanziari trimestrali, la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie è salita all'8,6 per cento nel terzo trimestre del 2005 (il periodo più recente per cui sono disponibili dati), dall'8,5 del trimestre precedente. Tale rafforzamento sembra essere proseguito nel quarto trimestre, in base ai dati sui prestiti delle IFM, che rappresentano il 90 per cento circa dei prestiti totali in essere alle famiglie. Dalla metà del 2003 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti erogati alle famiglie da istituzioni finanziarie non monetarie, comprendenti altri intermediari finanziari (AIF) e società di assicurazione e fondi pensione (SAFP), si è ridotto considerevolmente (cfr. figura 32). Il riquadro 6 esamina gli andamenti e la natura dei prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie alle famiglie dell'area dell'euro.

Secondo i dati delle IFM, disponibili fino a gennaio 2006, la dinamica dell'indebitamento delle famiglie ha continuato a rafforzarsi e a essere sospinta principalmente dalla vigorosa domanda di prestiti per l'acquisto di abitazioni. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni è stato pari all'11,7% in gennaio, dopo una media dell'11,0 e del 10,7 per

**Figura 31 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

(valori percentuali in ragione d'anno escluse le spese; tassi sulle nuove operazioni; tassi ponderati<sup>1)</sup>)

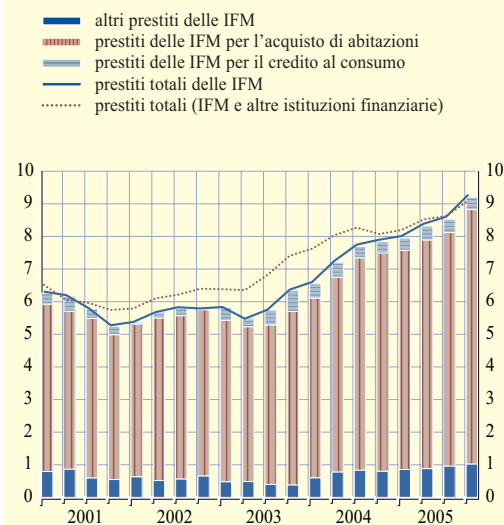


Fonte: BCE.

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 32 Prestiti totali concessi alle famiglie**

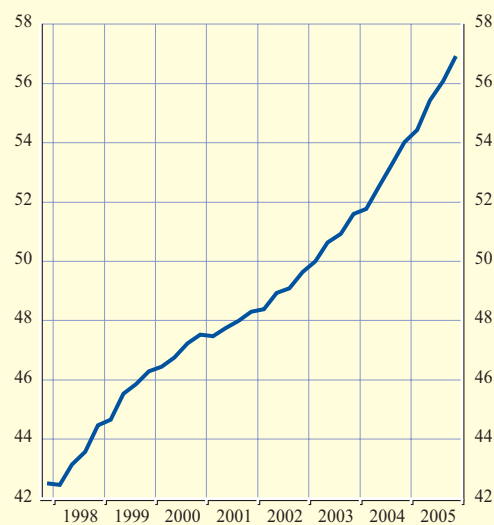
(tassi di variazione percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali; dati di fine trimestre)



Fonte: BCE.  
Nota: i prestiti totali (IFM e altre istituzioni finanziarie) per il quarto trimestre 2005 sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze nel calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

**Figura 33 Rapporto fra il debito delle famiglie e il PIL**

(in percentuale)



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

cento, rispettivamente, nel quarto e terzo trimestre del 2005. Dall'indagine sul credito bancario di gennaio emerge che la domanda di mutui è sostenuta dalla valutazione favorevole delle famiglie in merito alle prospettive del mercato degli immobili residenziali, nonché da un netto miglioramento della fiducia dei consumatori.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente del credito al consumo si è collocato all'8,0 per cento in gennaio, contro il 7,8 e 6,9 per cento nella media del quarto e terzo trimestre rispettivamente. Tale progressione è in linea con i risultati dell'indagine sul credito bancario, in cui le banche segnalano nel complesso una perdurante vigorosa domanda di credito al consumo, alimentata da un miglioramento della fiducia dei consumatori e da una ingente spesa per beni di consumo durevoli. La crescita degli altri prestiti alle famiglie è stata dell'1,8 per cento in gennaio, dopo il 2,3 e 2,2 per cento in media rispettivamente nel quarto e terzo trimestre.

#### POSIZIONE FINANZIARIA

Rispecchiando il perdurare di una forte espansione dell'indebitamento delle famiglie, il rapporto tra il debito di questo settore e il PIL è aumentato ulteriormente ed è stimato a circa il 57 per cento nel quarto trimestre (cfr. figura 33), principalmente per effetto della crescita del debito a lungo termine. Malgrado questo continuo incremento, il livello dell'indebitamento è rimasto relativamente contenuto nel confronto internazionale. L'onere totale per il servizio del debito delle famiglie (pagamenti per interessi e rimborso del capitale) in percentuale del reddito disponibile non è sostanzialmente variato negli ultimi anni, a seguito del basso livello dei tassi di interesse.

Riquadro 6

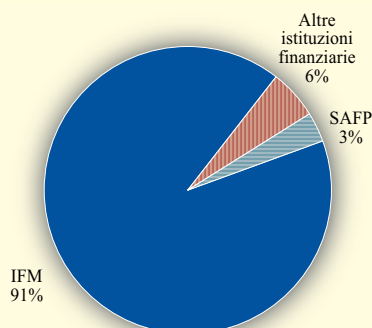
**ANDAMENTO E NATURA DEI PRESTITI DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE  
NON MONETARIE ALLE FAMIGLIE**

I prestiti delle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) riportati nel testo principale sono la fonte di finanziamento più importante per le famiglie, pari a poco oltre il 90 per cento del totale del debito in essere di queste ultime secondo i conti finanziari trimestrali dell'Unione monetaria (cfr. figura A). Il resto è rappresentato dai prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie, che comprendono gli altri intermediari finanziari (AIF) e le società di assicurazione e i fondi pensione (SAFP). Nonostante il loro modesto peso percentuale, negli ultimi due anni i prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie hanno evidenziato una dinamica notevolmente più vigorosa rispetto a quelli delle IFM e hanno pertanto contribuito in misura sensibile (fino a 1,0 punti percentuali) alla crescita sui dodici mesi del debito totale delle famiglie (cfr. figura B). In tale contesto, questo riquadro esamina gli andamenti dei prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie alle famiglie e fornisce alcune informazioni sulla natura degli stessi. I dati sono aggiornati al terzo trimestre del 2005 (le statistiche relative al quarto trimestre saranno disponibili agli inizi di maggio del 2006)<sup>1)</sup>.

Del totale delle consistenze di prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie, circa il 65 per cento è oggi riconducibile agli AIF, un settore che comprende entità molto diverse quali i fondi di investimento, le società veicolo finanziarie e gli intermediari in titoli. Il restante 35 per cento è costituito dai prestiti delle SAFP. Come si evince dalla figura C, l'espansione molto più vigorosa dei prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie rispetto a quelli delle IFM osservata negli ultimi anni è interamente riconducibile alla vivace dinamica della componente rappresentata dagli AIF, poiché dalla fine del 2001 il tasso di crescita dei prestiti erogati dalle SAFP è andato generalmente calando ed è stato uniformemente inferiore a quello dei prestiti delle IFM. Dalla metà del 2004 tale tasso è addirittura negativo.

**Figura A Prestiti totali alle famiglie**

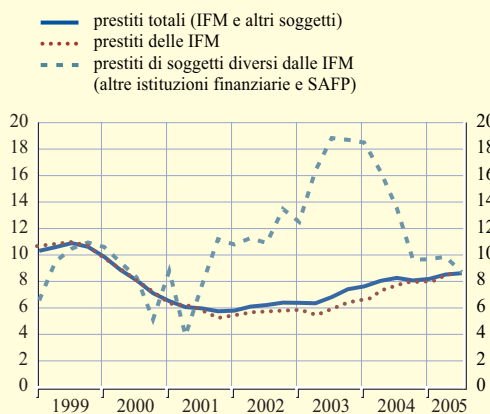
(quote sul totale degli ammontari in essere; dati di fine 3° trim. 2005)



Fonte: BCE.

**Figura B Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



Fonte: BCE.

1) Occorre rilevare che i dati sui prestiti delle istituzioni finanziarie non monetarie di norma non coprono tutte le istituzioni. Ciò implica la probabilità di una sottostima di tali prestiti. Di conseguenza, è necessario valutare con cautela tali dati. I prestiti totali non includono quelli da soggetti non residenti nell'area dell'euro.

Gran parte dei prestiti erogati dalle istituzioni finanziarie non monetarie alle famiglie è a lungo termine (circa il 97 per cento nel caso degli AIF e approssimativamente il 95 per cento in quello delle SAPF). Questa caratteristica è rimasta stabile nel periodo per il quale sono disponibili i dati e indica che tali prestiti sono rappresentati in larga misura da mutui (garantiti) per l'acquisto di abitazioni. Tale struttura è generalmente simile tra i vari paesi dell'area dell'euro. A titolo di confronto, anche una percentuale preponderante (approssimativamente il 93 per cento) dei prestiti delle IFM è a lungo termine: ciò riflette in particolare il fatto che circa il 70 per cento dei finanziamenti totali concessi da queste istituzioni alle famiglie è costituito da mutui ipotecari.

La forte crescita dei prestiti degli AIF rispecchia probabilmente l'attività di cartolarizzazione. Ad esempio, secondo alcune evidenze, vari paesi dell'area dell'euro hanno registrato volumi notevoli di cartolarizzazioni tradizionali (o *pro soluto*) nel 2004. Queste ultime, che di norma comportano il trasferimento di prestiti dal bilancio dell'IFM a quello di una società veicolo finanziaria, riducono l'entità dei prestiti delle IFM (in termini sia di consistenze sia di flussi) aumentando nel contempo gli importi dei prestiti degli AIF<sup>2)</sup>.

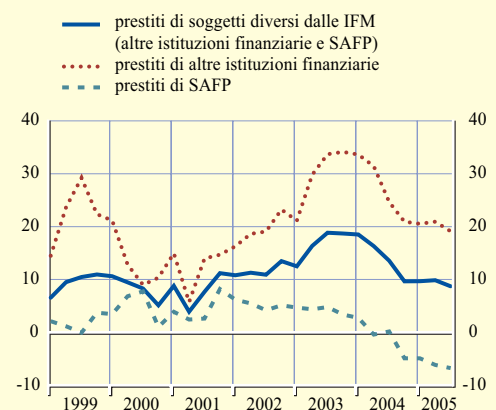
In un raffronto tra paesi, la percentuale più elevata di prestiti degli AIF sul totale del debito in essere delle famiglie si riscontra nei Paesi Bassi, seguiti da Spagna e Italia. Spagna e Paesi Bassi hanno anche registrato, in media, i tassi di crescita maggiori di tali prestiti negli ultimi anni. In questi paesi, i prestiti degli AIF sono per lo più costituiti da mutui ipotecari cartolarizzati, in un contesto di forte crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni. Le SAPF, d'altra parte, costituiscono una fonte relativamente importante di finanziamento per le famiglie in Germania, nei Paesi Bassi e in Francia. La modesta espansione dei prestiti erogati da questo settore negli ultimi anni potrebbe essere connessa alle riforme fiscali introdotte in alcuni paesi dell'area dell'euro, che ne hanno ridotto l'attrattiva come fonte di finanziamento esterno.

In conclusione, negli ultimi anni il settore delle imprese finanziarie non monetarie ha svolto un ruolo importante negli andamenti complessivi dei prestiti alle famiglie e in prospettiva è probabile che tale ruolo venga mantenuto. Ad esempio, mano a mano che in vari paesi i regimi pensionistici basati sul principio della ripartizione sono affiancati da sistemi a capitalizzazione, le famiglie deterranno quantitativi crescenti di attività presso società di assicurazione e fondi pensione a fronte dei quali poter accendere dei prestiti. Di conseguenza, qualunque analisi dei finanziamenti alle famiglie deve guardare oltre i prestiti delle IFM e prendere in considerazione anche quelli degli AIF e delle SAPF. A tale scopo, sarebbero utili statistiche più tempestive e dettagliate sui bilanci di questi ultimi due settori.

2) Esistono due tipologie principali di cartolarizzazione dei prestiti, quelle tradizionali (o *pro soluto*) e quelle sintetiche. Mentre le prime comportano il vero e proprio stralcio dei prestiti dal bilancio dell'istituzione creditrice cedente, nelle seconde tali prestiti rimangono in bilancio e viene trasferito unicamente il relativo rischio di credito. Cfr. il riquadro *Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro* nel numero di settembre 2005 di questo Bollettino.

**Figura C Prestiti totali concessi alle famiglie da soggetti diversi dalle IFM**

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



Fonte: BCE.



## 3 PREZZI E COSTI

In gennaio l'inflazione nell'area dell'euro è salita al 2,4 per cento. Benché nel breve periodo le variazioni dell'indice siano determinate prevalentemente dalle oscillazioni dei prezzi dei beni energetici, gli ultimi indicatori mostrano che finora gli effetti indiretti dei recenti rincari dell'energia sono stati modesti e la dinamica salariale è rimasta contenuta. Allo stesso tempo, le modifiche nei prezzi amministrati e nelle imposte indirette dovrebbero avere un impatto significativo sull'inflazione nel 2006 e 2007. Le prospettive per l'andamento dei prezzi rimangono caratterizzate da diversi rischi al rialzo, connessi principalmente all'andamento futuro dei corsi petroliferi e a possibili effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi. Inoltre, pressioni al rialzo sull'inflazione dell'area potrebbero provenire anche da ulteriori aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette.

### 3.1 PREZZI AL CONSUMO

#### STIMA RAPIDA PER FEBBRAIO 2006

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, in febbraio l'inflazione misurata sullo IAPC è scesa al 2,3 per cento, dal 2,4 del mese precedente (cfr. tavola 6), indicando quindi che dopo l'aumento di gennaio l'inflazione potrebbe nuovamente iniziare a calare. Benché non siano ancora disponibili dati disaggregati, questa flessione potrebbe essere connessa ai prezzi dei beni energetici, che in febbraio dovrebbero aver rallentato lievemente sui dodici mesi a causa di un effetto base.

#### INFLAZIONE ARMONIZZATA FINO A GENNAIO 2006

Dopo essere calata senza interruzione da settembre, l'inflazione misurata sullo IAPC complessivo in gennaio è salita al 2,4 per cento, dal 2,2 del mese precedente. L'aumento è stato causato da un incremento dei prezzi dei beni energetici e da un effetto base sui prezzi degli alimentari freschi.

Per effetto dei rincari petroliferi di gennaio, la crescita dei prezzi dei beni energetici è aumentata di 2,4 punti percentuali, al 13,6 per cento. L'accelerazione è stata determinata principalmente dai prezzi dei carburanti per riscaldamento e trasporto e dal protrarsi dei rincari del gas. Sempre in

**Tavola 6** Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2004	2005	2005 set.	2005 ott.	2005 nov.	2005 dic.	2006 gen.	2006 feb.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	2,1	2,2	2,6	2,5	2,3	2,2	2,4	2,3
Beni energetici	4,5	10,1	15,0	12,1	10,0	11,2	13,6	.
Alimentari non trasformati	0,6	0,8	1,0	1,1	1,5	1,5	2,0	.
Alimentari trasformati	3,4	2,0	2,3	2,4	2,6	1,8	1,8	.
Beni industriali non energetici	0,8	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	.
Servizi	2,6	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	.
<b>Altri indicatori di prezzi e costi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	2,3	4,1	4,4	4,2	4,2	4,7	.	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	30,5	44,6	52,2	49,3	47,9	48,5	52,5	51,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	10,8	9,4	13,2	17,4	22,5	29,8	23,1	23,2

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

1) Il dato sullo IAPC di febbraio 2006 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

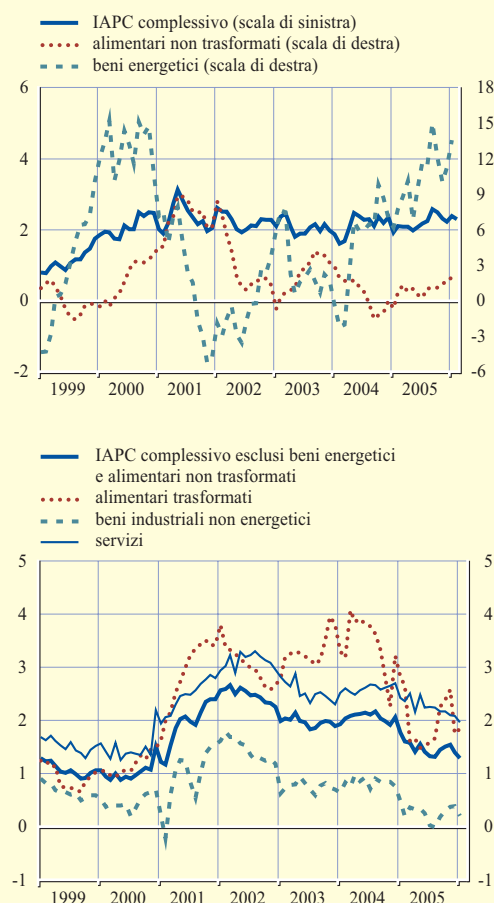
gennaio, i prezzi degli alimentari freschi sono aumentati del 2,0 per cento sui dodici mesi, dall'1,5 del mese precedente, riflettendo un effetto base connesso alla moderata dinamica dei prezzi dei prodotti ortofrutticoli nel gennaio dello scorso anno.

A differenza dell'inflazione complessiva, la crescita sui dodici mesi dello IAPC al netto di beni energetici e alimentari freschi è scesa lievemente in gennaio all'1,3 per cento, dall'1,4 di dicembre. Per quanto riguarda le componenti, la dinamica dei prezzi dei beni alimentari trasformati è rimasta invariata all'1,8 per cento. Sono proseguiti i rincari contenuti dei beni industriali non energetici, in atto dall'inizio del 2005 (cfr. figura 34): i prezzi di questa categoria di beni sono aumentati dello 0,2 per cento, grazie anche ai saldi stagionali su abbigliamento e calzature. Sempre in gennaio, è proseguito anche il rallentamento dei prezzi dei servizi, probabilmente legato all'andamento contenuto dei prezzi dei trasporti e dei servizi vari.

Con la recente pubblicazione delle statistiche relative allo IAPC dell'area per gennaio, l'Eurostat ha introdotto diverse modifiche riguardanti la presentazione e la compilazione dei dati, ovvero un nuovo anno di riferimento per l'indice, nuove procedure di arrotondamento e nuove ponderazioni di spesa. Tali modifiche sono descritte più in dettaglio nel riquadro 7 *Nuove procedure per la compilazione e la pubblicazione dello IAPC dell'area dell'euro*.

**Figura 34 Dinamica delle principali componenti dello IAPC**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

#### Riquadro 7

### NUOVE PRATICHE DI COMPILAZIONE E PUBBLICAZIONE PER LO IAPC DELL'AREA DELL'EURO

Il 28 febbraio 2006 l'Eurostat ha pubblicato lo IAPC dell'area dell'euro per gennaio 2006, introducendo diversi cambiamenti nelle modalità di presentazione e di compilazione dell'indice<sup>1)</sup>. In primo luogo, è stato adottato un nuovo anno di riferimento. In secondo luogo, sono stati apportati alcuni cambiamenti alle modalità di arrotondamento degli indici IAPC al fine di migliorare la trasparenza e l'accuratezza dei tassi di crescita dello IAPC dell'area dell'euro. Inoltre, è stato anche effettuato l'aggiornamento annuale delle ponderazioni della spesa

1) Sono stati annunciati nell'Eurostat News Release 146/2005 del 16 novembre 2005.

utilizzate per il calcolo dello IAPC. Il presente riquadro illustra queste modifiche in maggior dettaglio.

### **Nuovo anno di riferimento per l'indice**

Dalla pubblicazione iniziale dello IAPC nel 1997, le serie in livello dell'indice sono sempre state diffuse con riferimento all'anno base 1996. Con la pubblicazione di gennaio 2006, il periodo di riferimento dell'indice viene ora fissato a 2005 = 100. Tale modifica semplifica la presentazione degli indici IAPC e risulta desiderabile in seguito a diverse estensioni della copertura per prodotti dello IAPC e all'allargamento dell'UE. Va rilevato che l'aggiornamento dell'anno di riferimento dell'indice rappresenta semplicemente un cambiamento nelle modalità di presentazione e non ha alcuna influenza sui tassi di inflazione dell'area pubblicati, anche in considerazione delle nuove pratiche di arrotondamento descritte sotto.

### **Nuove pratiche di arrotondamento**

Finora gli indici IAPC e i tassi di inflazione dell'area dell'euro sono stati generalmente compilati a partire da IAPC arrotondati a un decimale. Al fine di migliorare in particolare l'accuratezza dei tassi di inflazione dell'area dell'euro, l'Eurostat ha lievemente rivisto le sue politiche di compilazione e pubblicazione. Le nuove procedure, applicate agli IAPC dal 2006, ridurranno gli effetti degli arrotondamenti nella compilazione dell'inflazione dell'area dell'euro dai dati nazionali.

Secondo le nuove pratiche, in primo luogo gli indici dell'area dell'euro vengono compilati a partire dagli indici nazionali con diversi decimali (invece di indici arrotondati a un decimale). In secondo luogo, l'Eurostat ha cominciato a pubblicare indici per l'area dell'euro arrotondati a due decimali (invece di uno). Infine, i tassi di inflazione per l'area dell'euro vengono dapprima calcolati sulla base dei livelli degli indici pubblicati e successivamente diffusi con un arrotondamento a un decimale (come è stato fatto finora). Parallelamente, anche la maggior parte dei paesi dell'UE (otto paesi dell'area dell'euro e altri nove paesi dell'UE) ha adottato la pubblicazione degli indici IAPC con due decimali a partire da gennaio 2006.

### **Nuove ponderazioni della spesa per il 2006**

L'Eurostat e gli istituti nazionali di statistica aggiornano le ponderazioni della spesa per il calcolo degli IAPC ogni anno, al fine di conservare la rappresentatività degli indici in termini di spesa dei consumatori<sup>2)</sup> e la comparabilità dei risultati nazionali. L'aggiornamento viene effettuato sia per le quote dei prodotti sul totale della spesa in ogni paese sia per le quote dei paesi sul totale dell'area dell'euro e dell'UE. Va tuttavia rilevato che le pratiche per l'aggiornamento delle quote dei prodotti sul totale della spesa per lo IAPC variano in certa misura fra i paesi dell'area dell'euro, in particolare a causa delle differenze nella disponibilità di informazioni statistiche per aggiornare i volumi di consumo a livello dei singoli prodotti<sup>3)</sup>.

Le tavole qui presentate raffrontano i pesi relativi ai prodotti e ai paesi per il 2005 e il 2006. Analogamente agli anni precedenti, l'aggiornamento annuale ha avuto soltanto un lieve impatto sulle ponderazioni dello IAPC. Il peso dell'energia è leggermente aumentato al 9,2 per cento,

2) Cfr. anche il riquadro 3 del numero di marzo 2004 di questo Bollettino.

3) Cfr. anche il riquadro 4 del numero di aprile 2003 di questo Bollettino.

**Tavola A Ponderazioni delle componenti dello IAPC dell'area dell'euro**

(in percentuale dell'indice totale)

	Totale	Alimentari non trasformati	Alimentari trasformati, compresi alcolici e tabacchi	Beni industriali esclusi i beni energetici	Beni energetici	Servizi immobiliari	Trasporti	Comunicazioni	Servizi ricreativi e personali	Servizi diversi
2005	100,0	7,5	12,0	31,0	8,6	10,3	6,3	2,9	14,6	6,6
2006	100,0	7,4	11,8	30,7	9,2	10,3	6,4	2,9	14,5	6,6

riflettendo principalmente le maggiori spese derivanti dai più elevati prezzi dell'energia. Il peso complessivo dei servizi nello IAPC dell'area dell'euro è rimasto invariato al 40,8 per cento. I pesi dei singoli paesi sono basati sulla spesa per consumi privati così come risultante nei conti nazionali. Di conseguenza, le loro modifiche possono anche rispecchiare revisioni nei dati di contabilità nazionale.

**Tavola B Ponderazioni per paese dello IAPC dell'area dell'euro**

(in percentuale del totale dell'area)

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
2005	3,3	29,0	2,7	11,4	20,7	1,3	19,2	0,3	5,2	3,1	2,1	1,6
2006	3,4	28,7	2,9	12,0	20,3	1,3	19,1	0,3	5,2	3,1	2,2	1,6

Fonte: Eurostat.

Nota: la somma dei coefficienti di ponderazione potrebbe non essere pari a 100 a seguito di arrotondamenti.

### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

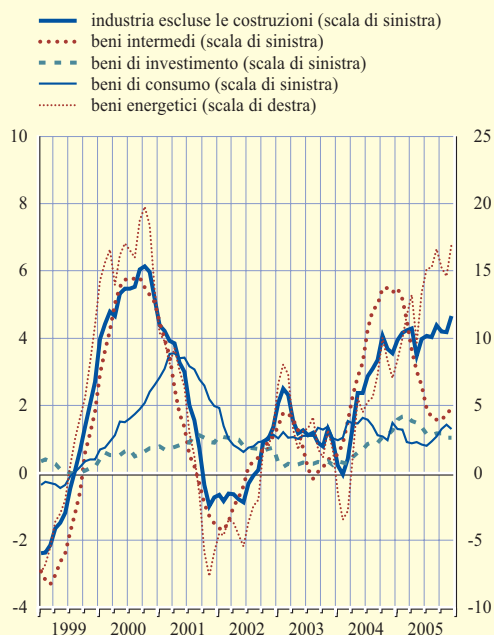
Il tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice complessivo dei prezzi alla produzione al netto delle costruzioni è salito in dicembre al 4,7 per cento, dal 4,2 di novembre (cfr. figura 35). L'accelerazione, tuttavia, è stata causata da un effetto base sulla crescita annua della componente energetica, in quanto i prezzi del greggio nel dicembre 2005 sono aumentati in media solo lievemente. La crescita sui dodici mesi dei prezzi alla produzione al netto dei beni energetici e delle costruzioni è rimasta stabile all'1,5 per cento, rimanendo sui ritmi moderati osservati dalla metà del 2005. Permane quindi un quadro complessivo di forti pressioni sui prezzi provenienti dalle quotazioni petrolifere, mentre la trasmissione sui prezzi agli stadi successivi della catena produttiva è stata limitata.

La stabilità a dicembre del tasso di variazione dei prezzi alla produzione al netto di costruzioni ed energia cela una lieve flessione di quelli per i beni di consumo. La crescita sul periodo corrispondente dei prezzi dei beni di consumo è risultata in costante aumento dalla metà del 2005, sostenuta principalmente dai prezzi di tabacchi e prodotti alimentari, ma la tendenza al rialzo non si è protratta in dicembre; la recente flessione è stata determinata da un effetto base derivante dall'incremento delle imposte sui tabacchi in Germania nel dicembre 2004. Negli ultimi mesi il tasso di variazione dei prezzi dei beni intermedi è aumentato lievemente, mentre la crescita sul periodo corrispondente dei prezzi dei beni di investimento è rimasta contenuta.

I dati sui prezzi delle indagini congiunturali nel settore manifatturiero segnalano un ulteriore incremento delle pressioni sui prezzi degli input a febbraio. Lo Eurozone Input Price Index per il settore manifatturiero è salito a 64,8, il livello più elevato degli ultimi dodici mesi (cfr. figura

**Figura 35 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

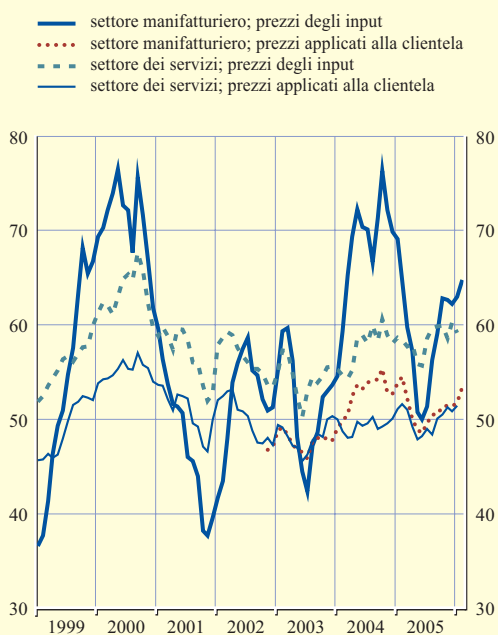
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 36 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.

36). Pur essendo aumentato anche l'indicatore dei prezzi di vendita per il settore manifatturiero, il livello relativamente contenuto dell'indice rispetto al precedente forte aumento delle quotazioni petrolifere indica ancora una limitata trasmissione dei rincari degli input ai prezzi alla produzione. L'indicatore dei prezzi degli input nel settore dei servizi è diminuito lievemente in gennaio, pur collocandosi a 59,2, ben al di sopra del valore soglia che corrisponde a una variazione nulla dei prezzi. I prezzi elevati dei beni energetici continuano a essere indicati come un fattore all'origine delle forti pressioni sui prezzi degli input. L'indicatore dei prezzi di vendita nel settore dei servizi supera dal settembre 2005 la soglia di 50 che segnala un incremento dei prezzi applicati alla clientela. Tuttavia, il divario tra l'indicatore dei prezzi di vendita e quello dei prezzi degli input, che permane ampio nel confronto storico, potrebbe indicare che finora la trasmissione dei rincari degli input sui prezzi di vendita è stata debole anche nel settore dei servizi.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

L'indicatore delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro fornisce le prime informazioni sull'andamento del costo del lavoro nell'ultimo trimestre del 2005. In tale periodo la crescita sul trimestre corrispondente delle retribuzioni contrattuali è scesa al 2,0 per cento, dal 2,1 del trimestre precedente (cfr. tavola 7). Nell'insieme del 2005, il tasso di incremento delle retribuzioni contrattuali è rimasto al 2,1 per cento, simile a quello dell'anno precedente. Ciò suggerisce che i rincari dei beni energetici finora non hanno esercitato effetti di secondo impatto significativi sui salari

**Tavola 7 Indicatori del costo del lavoro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

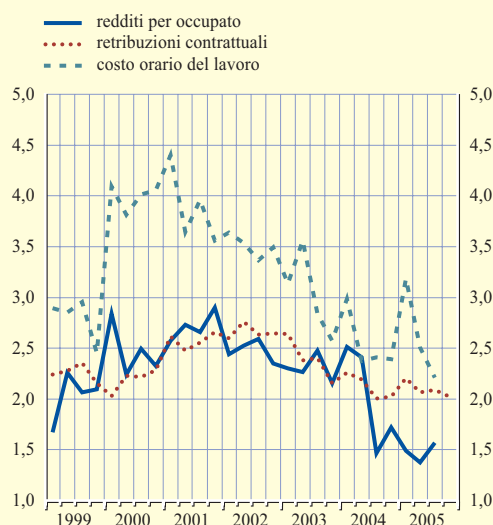
nell'area dell'euro. La forte concorrenza internazionale e la debolezza delle pressioni provenienti dalla domanda interna dovrebbero aver contribuito a mitigare le spinte al rialzo sulle retribuzioni contrattuali in gran parte dei paesi dell'area.

Tutti gli altri indicatori di crescita del costo del lavoro disponibili confermano il quadro generale di una dinamica salariale contenuta nell'area dell'euro (cfr. figura 37). La crescita sul periodo corrispondente del costo totale del lavoro per ora lavorata ha mostrato una tendenza flettente dall'inizio del 2005, collocandosi nel terzo trimestre al 2,2 per cento. La dinamica dei redditi per occupato ha oscillato intorno all'1,5 per cento dalla metà del 2004. A livello settoriale permane il differenziale positivo tra la crescita dei redditi per occupato nel settore manifatturiero e quella nel settore dei servizi (cfr. figura 38).

Con la ripresa dell'attività economica, anche la crescita della produttività del lavoro si è consolidata nel corso del 2005. Associata a una moderata dinamica salariale, la ripresa della produttività ha esercitato pressioni al ribasso sull'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto. Di conse-

**Figura 37 Indicatori del costo del lavoro**

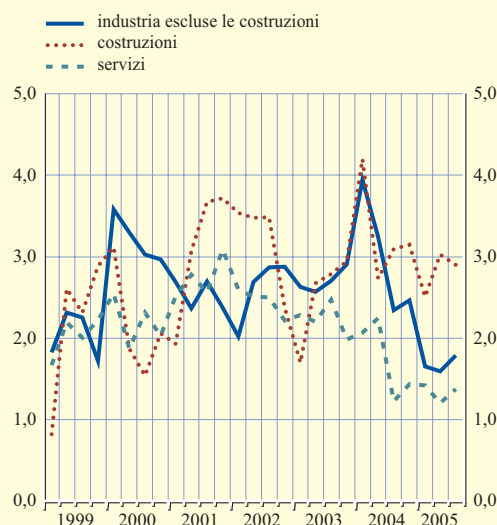
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

**Figura 38 Redditi per occupato per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

guenza, nel terzo trimestre la crescita sul periodo corrispondente del costo del lavoro per unità di prodotto è scesa allo 0,7 per cento. È probabile quindi che le pressioni inflazionistiche derivanti dal mercato del lavoro siano state contenute fino al terzo trimestre del 2005.

### 3.4 PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nel breve periodo l'inflazione potrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento, riflettendo gli andamenti dei prezzi dei beni energetici. Tuttavia, gli indicatori più recenti non segnalano un accumularsi significativo di pressioni inflazionistiche di fondo interne all'area dell'euro. Gli effetti indiretti dei recenti rincari dell'energia sono stati modesti e la dinamica salariale, in particolare, è rimasta contenuta. Allo stesso tempo, le modifiche nei prezzi amministrati e nelle imposte indirette dovrebbero avere un impatto significativo sull'inflazione nel 2006 e 2007. Secondo le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate a marzo dagli esperti della BCE, l'inflazione armonizzata dovrebbe collocarsi tra l'1,9 e il 2,5 per cento nel 2006 e tra l'1,6 e il 2,8 per cento nel 2007 (cfr. il riquadro 8 *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*). Diversi rischi al rialzo caratterizzano queste proiezioni, connessi principalmente all'andamento futuro dei corsi petroliferi e a possibili effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi. Inoltre, pressioni al rialzo sull'inflazione nell'area potrebbero provenire anche da ulteriori aumenti di prezzi amministrati e imposte indirette.



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

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2005 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,6 del trimestre precedente. Le informazioni disponibili a livello nazionale suggeriscono che ciò probabilmente riflette una bassa crescita dei consumi e un contributo negativo delle esportazioni nette, mentre la crescita degli investimenti è rimasta relativamente forte. Il vigore di questi ultimi nella seconda metà del 2005, unitamente ad altri indicatori (segnatamente quelli delle indagini), suggerisce che il rallentamento dell'attività nel quarto trimestre sia stato probabilmente temporaneo. Nell'insieme del 2005 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dell'1,4 per cento sull'anno precedente, a fronte dell'1,8 nel 2004. Ci si attende che l'attività economica sia più sostenuta nel 2006, sorretta da una vigorosa crescita mondiale, dal prevalere di condizioni economiche e finanziarie favorevoli e da segnali di miglioramento nel mercato del lavoro. Permangono tuttavia rischi al ribasso, derivanti principalmente da incertezze circa gli andamenti dei corsi petroliferi e gli squilibri globali.

### 4.1 PRODUZIONE E DOMANDA

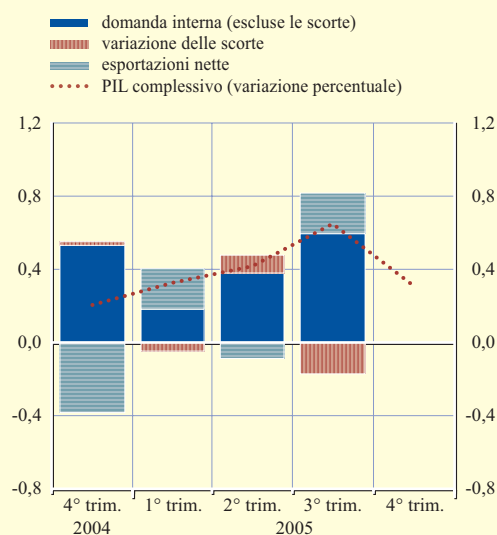
#### COMPONENTI DEL PIL E DELLA SPESA

Secondo la stima rapida dell'Eurostat, nel quarto trimestre del 2005 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è aumentato dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,6 del terzo trimestre (cfr. figura 39). Sebbene ci si attendesse una crescita del PIL in termini reali non altrettanto forte rispetto a quella del terzo trimestre, il dato dell'Eurostat è stato lievemente inferiore alle aspettative. Sulla base delle informazioni disponibili a livello nazionale, è probabile che il rallentamento rifletta una bassa crescita dei consumi e un contributo negativo delle esportazioni nette, dovuto in parte a una correzione della forte espansione delle esportazioni dell'area nel trimestre precedente. La crescita degli investimenti dovrebbe tuttavia essere rimasta relativamente vigorosa.

Nell'insieme del 2005 il PIL dell'area in termini reali e corretti per gli effetti di calendario è salito dell'1,4 per cento sull'anno precedente, a fronte dell'1,8 nel 2004. Oltre al suo impatto sulla crescita media nel 2005, il ritmo dell'attività economica nel quarto trimestre dell'anno implica anche un effetto di trascinamento<sup>1)</sup> dello 0,7 per cento sull'espansione media annua del PIL in termini reali nel 2006,

**Figura 39** 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.  
Nota: l'ultima osservazione relativa al PIL complessivo si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

1) La definizione intuitiva di questo effetto è la misura in cui il PIL aumenterebbe nel 2006 se tutti i tassi di crescita trimestrali in quell'anno fossero pari a zero. Una spiegazione dettagliata del concetto di effetti di trascinamento sui tassi di crescita medi annui del PIL in termini reali può essere trovata nel riquadro 6 *Gli effetti di trascinamento sui tassi di crescita annuali medi del PIL* nel numero di dicembre 2001 di questo Bollettino.

in linea con la media storica di questo effetto dal 1996 e superiore a quello dell'anno precedente. Il vigore della crescita degli investimenti nella seconda metà del 2005, unitamente ad altri indicatori, segnalerebbe un andamento più positivo all'inizio del 2006. Anche la pubblicazione dell'indagine semestrale della Commissione europea sugli investimenti, condotta nel quarto trimestre dello scorso anno, indica un aumento della crescita del volume degli investimenti pianificati dalle imprese nel 2006 rispetto all'anno precedente.

Complessivamente, vi sono le condizioni per il protrarsi dell'espansione economica. Il propizio contesto esterno sta sostenendo le esportazioni dell'area dell'euro. Il prolungato periodo di condizioni finanziarie molto favorevoli, la precedente ristrutturazione dei bilanci e la crescita accumulata e in atto degli utili e dell'efficienza delle imprese stanno tutti fornendo supporto al vigore degli investimenti. Anche i consumi dovrebbero rafforzarsi nel corso del tempo, in linea con il reddito disponibile in termini reali delle famiglie, mentre la situazione del mercato del lavoro migliora gradualmente.

#### PRODOTTO PER SETTORE E PRODUZIONE INDUSTRIALE

Sebbene la scomposizione del valore aggiunto nel quarto trimestre del 2005 non sia ancora disponibile, i vari indicatori settoriali indicano che il rallentamento dell'attività in questo trimestre può essere in larga misura ascrivibile all'andamento del comparto industriale, il quale probabilmente sconta una diminuzione della crescita delle esportazioni.

La produzione industriale (al netto delle costruzioni) è cresciuta dello 0,4 per cento nel quarto trimestre del 2005, contro lo 0,9 nel terzo, contribuendo così al rallentamento dell'attività complessiva nel quarto trimestre, che ha riguardato tutte le principali categorie industriali (cfr. figura 40). Nell'insieme del 2005 la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dell'1,2 per cento, contro l'1,9 del 2004, riflettendo principalmente l'andamento del settore dei beni intermedi e in misura minore quello dei beni di investimento.

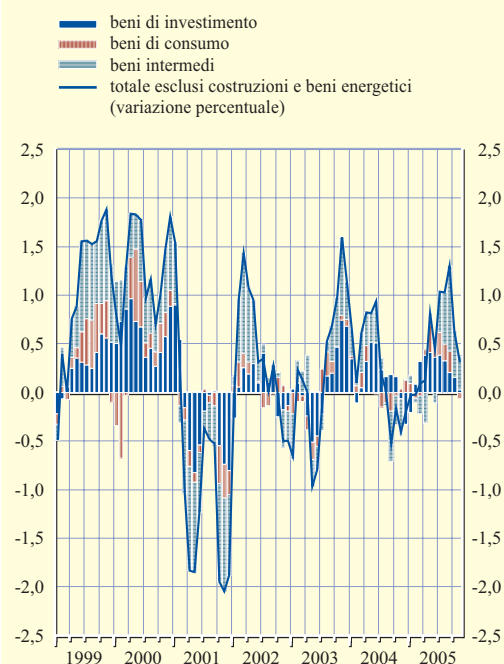
I nuovi ordini industriali sono aumentati del 2,5 per cento sul mese precedente a dicembre 2005; nel complesso del quarto trimestre si sono accresciuti del 5,3 per cento sul trimestre precedente, proseguendo pertanto la tendenza al rialzo osservata dall'inizio dello scorso anno.

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

I risultati delle indagini per i settori manifatturiero e dei servizi continuano a confortare le attese di una sostenuta espansione economica.

**Figura 40 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.

Per quanto riguarda il settore manifatturiero, sia il PMI che l'indicatore del clima di fiducia delle imprese elaborato dalla Commissione europea sono saliti in febbraio. Il primo si colloca ora al livello raggiunto nella seconda metà del 2004 e indica un miglioramento della situazione del comparto industriale per l'ottavo mese consecutivo. L'aumento del secondo in febbraio è stato determinato dalla crescita di tutte le componenti dell'indice (livello degli ordini, aspettative di produzione e valutazione delle scorte) e ha interessato le tre principali categorie industriali. Complessivamente, tale andamento conferma la tendenza di graduale rialzo che l'indicatore del clima di fiducia ha seguito a partire dal secondo trimestre del 2005, e lo colloca al momento al più alto livello da febbraio 2001 (cfr. figura 41).

Per quanto concerne il settore dei servizi, sia il PMI che l'indicatore del clima di fiducia elaborato dalla Commissione europea segnalano un andamento positivo all'inizio di quest'anno. In gennaio il PMI per il settore dei servizi si è collocato al più alto livello da febbraio 2004, a seguito di una tendenza al rialzo cominciata nell'estate del 2005. L'indicatore del clima di fiducia dei servizi elaborato dalla Commissione europea è sceso lievemente in febbraio pur rimanendo, in una prospettiva a più

lungo termine, sostanzialmente stabile dal quarto trimestre dello scorso anno.

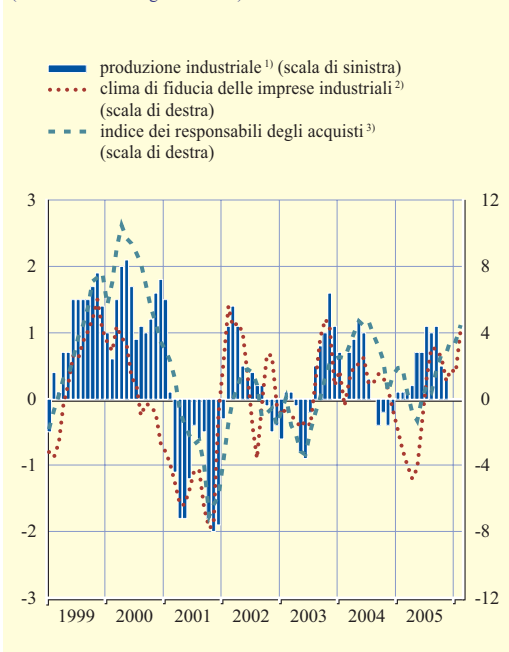
#### INDICATORI DELLA SPESA DELLE FAMIGLIE

Le informazioni disponibili indicano che l'espansione dei consumi privati ha perso vigore nel quarto trimestre del 2005 rispetto al trimestre precedente. La crescita delle vendite al dettaglio è rimasta sostanzialmente stabile per effetto di un leggero aumento delle vendite di prodotti alimentari e di una sostanziale stabilità dei volumi di vendita di prodotti non alimentari. Sempre nel quarto trimestre, le immatricolazioni di nuove autovetture sono diminuite dell'1 per cento. Complessivamente, le vendite al dettaglio e le immatricolazioni di nuove autovetture non hanno contribuito alla crescita dei consumi privati nel quarto trimestre. Nell'insieme del 2005 le vendite al dettaglio dell'area dell'euro sono aumentate (al netto degli effetti stagionali e di calendario) dell'1 per cento sull'anno precedente, a fronte dell'1,1 nel 2004.

La fiducia dei consumatori è aumentata in febbraio, portandosi appena al di sopra della propria media di lungo termine. Nello stesso mese le valutazioni riguardanti i risparmi sono leggermente migliorate, mentre le altre componenti sono rimaste invariate. Il graduale miglioramento della fiducia dei consumatori dalla metà del 2005, in parte determinato dalla tendenza al ribasso delle aspettative di disoccupazione nello stesso periodo, segnala un quadro di moderata ripresa della crescita dei consumi (cfr. figura 42).

**Figura 41** 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.

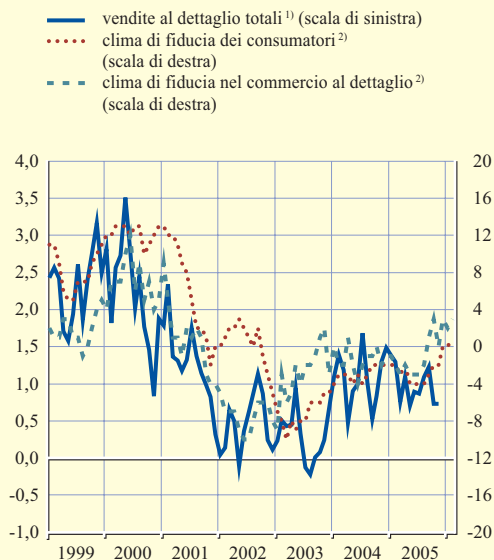
1) Settore manifatturiero; variazioni percentuali rispetto alla media mobile del precedente intervallo di tre mesi.

2) Saldi percentuali; variazioni rispetto a tre mesi prima.

3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

**Figura 42 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie**

(dati mensili)



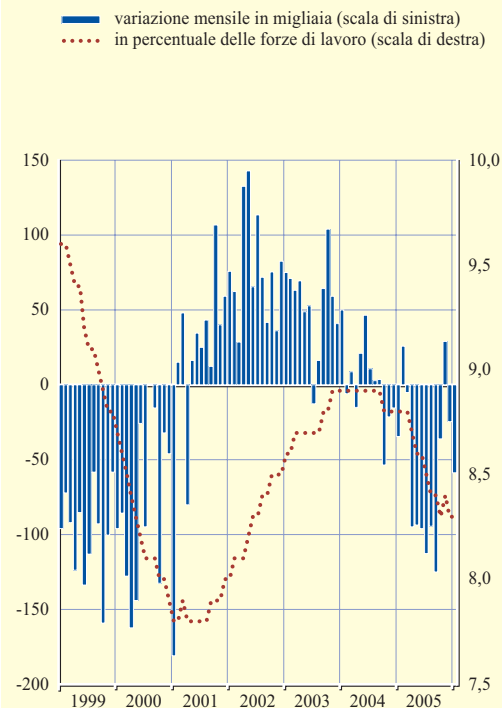
Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.

1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili centrate a tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative.

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media. I dati sul clima di fiducia dei consumatori nell'area dell'euro a partire dal gennaio 2004 non sono pienamente confrontabili con quelli precedenti per effetto di alcune modifiche introdotte nel questionario utilizzato per l'indagine relativa alla Francia.

**Figura 43 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

## 4.2 MERCATO DEL LAVORO

Gli ultimi dati disponibili suggeriscono che le condizioni del mercato del lavoro dell'area dell'euro continuano a migliorare gradualmente. Dall'estate scorsa si osserva un miglioramento tanto dei dati dell'occupazione quanto dei risultati delle indagini per i settori dell'industria e dei servizi, sebbene le aspettative di occupazione nell'industria siano divenute leggermente meno ottimistiche nei primi due mesi dell'anno in corso.

### DISOCCUPAZIONE

Il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro si è collocato in gennaio all'8,3 per cento, invariato rispetto a dicembre (cfr. figura 43). Il numero di disoccupati è diminuito per il secondo mese consecutivo. Come nei mesi precedenti, i dati sulla disoccupazione sono influenzati da cambiamenti metodologici e istituzionali in Germania, rendendo difficile la valutazione delle tendenze sottostanti. Anche escludendo i dati tedeschi, il numero totale di disoccupati nell'area dell'euro risulta diminuito in gennaio. Sebbene gli ultimi dati non segnalino di per sé un'espansione dell'occupazione, se considerati insieme ad altre informazioni sull'andamento effettivo e atteso dell'occupazione essi indicano un miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro.

## Tavola 8 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	0,1	0,1	0,3
di cui:							
Agricoltura e pesca	-2,0	-0,8	0,2	-0,4	-1,1	-0,2	-0,8
Industria	-1,0	-0,9	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,1
Escluse le costruzioni	-1,5	-1,6	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1
Costruzioni	0,2	1,0	1,1	-0,2	0,1	0,4	0,5
Servizi	0,9	1,4	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4
Commercio e trasporti	0,3	0,9	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2
Finanziari e alle imprese	1,3	2,6	0,7	0,5	0,7	0,3	0,6
Amministrazione pubblica	1,3	1,2	0,3	0,4	0,4	0,2	0,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

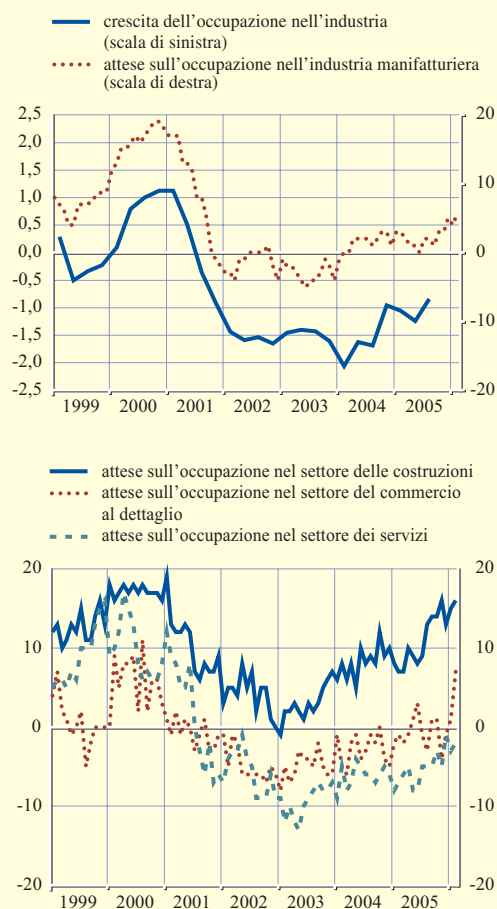
## OCUPAZIONE

Nel terzo trimestre del 2005 l'occupazione nell'area dell'euro è salita dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo un aumento dello 0,1 sia nel primo che nel secondo trimestre (cfr. tavola 8). Tale miglioramento è principalmente ascrivibile all'andamento nel settore dei servizi, in particolare quelli finanziari e alle imprese. Vi è stato anche un certo miglioramento nel settore industriale, in cui l'occupazione è aumentata dello 0,1 per cento nel trimestre (rivisto al rialzo da un dato stazionario). Ciò è tuttavia imputabile esclusivamente ad andamenti positivi nel settore delle costruzioni, giacché la crescita dell'occupazione nell'industria al netto di queste ultime è rimasta negativa.

Le informazioni desumibili dall'indagine della Commissione europea presso le imprese e dal PMI per l'industria indicano andamenti contrastanti all'inizio del 2006. Da un lato, le aspettative di occupazione rilevate dall'indagine fra le imprese sono aumentate significativamente in febbraio 2006 nel settore manifatturiero, dopo una leggera diminuzione in gennaio, in linea con la complessiva tendenza al rialzo osservata dalla metà del 2005 (cfr. figura 44). Dall'altro, gli andamenti dell'occupazione desunti dall'indagine PMI per il settore manifatturiero suggerirebbero che la tendenza al rialzo, pure in atto dall'estate del 2005, possa essersi interrotta al volgere dell'anno. L'indice PMI è rimasto sostanzialmente stabile in febbraio, dopo un calo in gennaio al di sotto del livello 50 che indica una stasi nell'occupazione. Le aspettative di occupazione nel settore dei servizi sembrano essere più favorevoli di quelle del settore industriale

## Figura 44 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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



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

secondo i dati sia del PMI sia dell'indagine della Commissione europea, entrambi caratterizzati da una tendenza al rialzo dall'estate del 2005.

### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Gli ultimi dati pubblicati confortano il parere secondo cui la diminuzione della crescita del PIL in termini reali registrata nel quarto trimestre del 2005 sarebbe solo temporanea. Gli indicatori disponibili suggeriscono che l'attività economica probabilmente sarà sostenuta nel 2006, come mostra il recente miglioramento della fiducia sia delle imprese sia dei consumatori. Tale valutazione è in linea con le previsioni degli organismi internazionali e degli analisti privati nonché con le ultime proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, che segnalano una crescita del PIL in termini reali compresa fra l'1,7 e il 2,5 per cento nel 2006 e fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2007 (cfr. riquadro 8 *Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE*). Nondimeno, tale prospettiva continua a essere soggetta a rischi al ribasso derivanti principalmente da incertezze circa gli andamenti dei prezzi del petrolio e gli squilibri globali.

#### Riquadro 8

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 17 febbraio 2006, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Per quanto riguarda il PIL in termini reali, si prevede un tasso di crescita medio annuo compreso fra l'1,7 e il 2,5 per cento nel 2006 e fra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2007. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media all'1,9-2,5 per cento nel 2006 e all'1,6-2,8 per cento l'anno seguente.

#### Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi del petrolio e le politiche di bilancio

Le proiezioni si basano sull'ipotesi tecnica secondo cui i tassi d'interesse di mercato a breve termine e i tassi di cambio bilaterali rimarrebbero invariati nell'orizzonte considerato, sui livelli registrati nelle due settimane fino al 7 febbraio<sup>2)</sup>. Si assume che i tassi di interesse a breve termine, misurati dall'Euribor a tre mesi, si mantengano costanti, al 2,55 per cento. L'ipotesi tecnica di invarianza dei tassi di cambio implica che il cambio euro/dollaro resti a 1,21 e il tasso di cambio effettivo dell'euro risulti inferiore dell'1,2 per cento rispetto alla media del 2005.

- 1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle stabilite dall'Eurosistema in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio dello scarto medio, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato.
- 2) Da giugno 2006 le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e della BCE saranno basate sull'ipotesi tecnica secondo cui i tassi d'interesse di mercato a breve termine mostrerebbero un andamento in linea con le aspettative di mercato, anziché rimanere costanti nel periodo in esame come ipotizzato finora. Tale modifica, di natura meramente tecnica, ha lo scopo di migliorare ulteriormente la qualità e la coerenza interna delle proiezioni macroeconomiche e non implica alcun cambiamento della strategia di politica monetaria della BCE, né del ruolo svolto dalle proiezioni nel suo contesto. Il Consiglio direttivo continuerà a fondare la propria valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi e le proprie decisioni su un ampio insieme di informazioni fornite dall'analisi economica e monetaria. Le proiezioni macroeconomiche seguiranno ad assumere un ruolo importante, ma non esaustivo nella strategia della BCE, quale contributo degli esperti che non incorpora il giudizio del Consiglio direttivo.

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche sono basate sulle aspettative di mercato osservate nelle due settimane fino al 7 febbraio. Le attese di mercato riguardo ai rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano un andamento in lieve ascesa, dal 3,6 per cento nella media del 2006 al 3,7 per cento nel 2007. In base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future*, si ipotizza che le quotazioni del greggio raggiungano in media 66,1 dollari al barile nel 2006, per poi collocarsi a 67,5 dollari nel 2007. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 13,7 per cento nel 2006 e del 3,8 l'anno seguente.

Le ipotesi relative alle politiche fiscali si fondano sui programmi di bilancio nazionali dei paesi dell'area dell'euro e includono tutte le misure che sono state già approvate dai parlamenti, oppure che sono state definite in dettaglio e supereranno con molta probabilità l'iter legislativo.

#### **Ipotesi relative al contesto internazionale**

Secondo le attese, il contesto esterno all'area dell'euro dovrebbe rimanere favorevole nell'orizzonte di proiezione. L'espansione del PIL negli Stati Uniti resterebbe vigorosa, sebbene in lieve diminuzione, e quella nei paesi asiatici diversi dal Giappone si manterrebbe su livelli ben al di sopra della media mondiale, anche se leggermente inferiori rispetto agli ultimi anni. Le proiezioni indicano che la crescita nella maggior parte delle altre grandi economie continuerà inoltre a essere dinamica.

Nel complesso, si prevede che l'espansione del PIL mondiale all'esterno dell'area dell'euro si collochi, in media d'anno, intorno al 4,9 per cento nel 2006 e al 4,5 nel 2007. Il tasso di incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area dovrebbe portarsi a circa il 7,3 per cento nel 2006 e il 6,9 l'anno seguente.

#### **Proiezioni sulla crescita del PIL**

La stima rapida dell'Eurostat indica per il quarto trimestre del 2005 una diminuzione del tasso di crescita del PIL dell'area dell'euro allo 0,3 per cento sul periodo precedente. Tuttavia, gli indicatori basati sulle ultime indagini congiunturali suggeriscono che l'attività economica si è andata rafforzando e che il rallentamento del prodotto è probabilmente di natura temporanea. In tale contesto, le proiezioni evidenziano per il PIL un tasso di incremento compreso, in media d'anno,

### **Tavola A Proiezioni macroeconomiche**

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1)</sup>

	2005	2006	2007
IAPC	2,2	1,9-2,5	1,6-2,8
PIL in termini reali	1,4	1,7-2,5	1,5-2,5
Consumi privati	1,4	1,1-1,7	0,6-2,0
Consumi collettivi	1,2	1,4-2,4	0,8-1,8
Investimenti fissi lordi	2,2	2,4-5,0	1,8-5,0
Esportazioni (beni e servizi)	3,8	4,2-7,2	3,8-7,0
Importazioni (beni e servizi)	4,6	4,2-7,6	3,4-6,8

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



in un intervallo dell'1,7-2,5 per cento nel 2006 e dell'1,5-2,5 per cento nel 2007. Tra i principali fattori, la dinamica delle esportazioni continuerebbe a stimolare l'attività economica, sulla scorta del persistente vigore ipotizzato per la domanda esterna. I consumi privati crescerebbero in linea con il reddito disponibile reale, sostenuto da un certo miglioramento della situazione occupazionale nell'orizzonte considerato. Nondimeno, ci si attende che i rincari del petrolio nel 2006 e gli incrementi delle imposte indirette nel 2007 abbiano un effetto frenante sui consumi. L'espansione degli investimenti fissi totali, intensificatasi di recente, dovrebbe aumentare a un ritmo sostenuto secondo le proiezioni, a fronte del perdurare di condizioni di finanziamento favorevoli, degli elevati utili societari e delle incoraggianti prospettive per la domanda. Gli investimenti privati nell'edilizia residenziale seguirebbero a crescere a un ritmo moderato nell'arco temporale della proiezione.

### Proiezioni relative all'evoluzione dei prezzi e dei costi

Per quanto riguarda lo IAPC complessivo, si prevede un tasso medio di variazione compreso in un intervallo dell'1,9-2,5 per cento nel 2006 e dell'1,6-2,8 per cento l'anno seguente. Le proiezioni formulate per i prezzi dipendono da una serie di ipotesi. Innanzitutto, si assume che le quotazioni del petrolio, responsabili del notevole contributo positivo della componente energetica all'inflazione negli ultimi anni, restino su livelli sostanzialmente stabili nell'orizzonte di riferimento. Si ipotizza altresì che l'espansione dei redditi nominali per occupato rimanga moderata nel periodo in esame. Le proiezioni sui prezzi non incorporano significativi effetti di secondo impatto dei rincari del greggio sui salari. Inoltre, le proiezioni includono soltanto le variazioni delle imposte indirette note con sufficiente certezza al 17 febbraio. Infine, esse si basano sull'attesa che le pressioni sui prezzi derivanti dalle importazioni (escluse le materie prime) restino contenute.

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel dicembre 2005

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema pubblicate nel numero di dicembre 2005 del Bollettino, gli intervalli di valori indicati per il tasso di crescita del PIL hanno subito una lieve correzione verso l'alto per il 2006 e il 2007, di riflesso a prospettive leggermente più favorevoli per l'economia dell'area dell'euro.

**Tavola B Confronto con le proiezioni di dicembre 2005**

(variazioni percentuali; medie annue)

	2005	2006	2007
PIL in termini reali - dicembre 2005	1,2-1,6	1,4-2,4	1,4-2,4
PIL in termini reali - marzo 2006	1,4	1,7-2,5	1,5-2,5
IAPC - dicembre 2005	2,1-2,3	1,6-2,6	1,4-2,6
IAPC - marzo 2006	2,2	1,9-2,5	1,6-2,8

Per quanto riguarda il tasso di incremento dello IAPC complessivo, il nuovo intervallo indicato per il 2006 si situa nella parte superiore dell'intervallo riportato a dicembre, mentre quello per il 2007 è stato rivisto verso l'alto. La revisione è riconducibile principalmente all'ipotizzato aumento dei prezzi dell'energia, il quale si tradurrebbe in un maggiore contributo della componente energetica allo IAPC complessivo. Per contro, le proiezioni formulate per la componente non energetica restano pressoché invariate rispetto a dicembre.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

*Nel 2005 il rapporto fra disavanzo pubblico e PIL dell'area dell'euro ha registrato un calo molto modesto, in un contesto di crescita relativamente sfavorevole, mentre il rapporto fra debito pubblico e PIL è ulteriormente aumentato. In numerosi paesi membri hanno continuato a esistere squilibri di bilancio significativi o addirittura gravi. Si prevede che le riduzioni del rapporto disavanzo/PIL dell'area dell'euro per il 2006 e oltre siano modeste, malgrado prospettive di crescita in miglioramento. In una serie di paesi gli obiettivi di bilancio e i piani di risanamento non risultano sufficientemente ambiziosi e vi sono considerevoli elementi di rischio a causa della mancanza di misure concrete ed efficaci. Le carenze nelle procedure di bilancio si possono altresì riflettere in persistenti difficoltà nel controllo della spesa. Inoltre, la maggior parte dei paesi subirà nei decenni a venire significativi aumenti delle uscite connessi con l'invecchiamento della popolazione, mentre i piani concreti di ulteriori riforme sono limitati. Questa situazione richiede un'azione risoluta di risanamento quale parte integrante di programmi di riforme credibili e integrate che affrontino anche le carenze delle istituzioni preposte ai conti pubblici e promuovano la sostenibilità dei sistemi previdenziali.*

### ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2005

Stando agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2005 e gli inizi del 2006 dai paesi membri dell'area dell'euro, nel 2005 sono stati compiuti scarsi progressi verso la correzione degli elevati squilibri di bilancio dell'area. Si stima che il rapporto fra disavanzo delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro sia calato al 2,5 per cento del PIL nel 2005, dal 2,7 del 2004 (cfr. tavola 9). Il risultato è più favorevole di quanto previsto in autunno dalla Commissione europea, a seguito di un miglior andamento dei conti pubblici in una serie di paesi (cfr. la tavola 9 nel numero di dicembre 2005 di questo Bollettino). Nondimeno, prevalentemente sulla scia di una crescita inferiore alle attese, si prevede un disavanzo di bilancio superiore di circa 0,2 punti percentuali del PIL rispetto all'obiettivo prospettato, in media, nei precedenti aggiornamenti dei programmi di stabilità.

La posizione di bilancio del 2005 a livello dell'area dell'euro riflette il persistere di squilibri di bilancio significativi o addirittura gravi in molti paesi membri. Quattro paesi dell'area (Germania, Grecia, Italia e Portogallo) hanno registrato rapporti disavanzo/PIL superiori al valore di riferimento del 3 per cento. Altri tre paesi (Francia, Lussemburgo e Austria) stimano disavanzi prossimi o uguali a tale valore. Nei rimanenti paesi si prevedono disavanzi contenuti o addirittura avanzi.

L'andamento delle finanze pubbliche per l'area dell'euro nel 2005 rispetto al 2004 è stato determinato da una crescita modesta in termini reali e da un orientamento in certa misura restrittivo della politica di bilancio nel complesso dell'area. Il rapporto fra spesa pubblica e PIL è rimasto sostanzialmente invariato, mentre quello fra entrate pubbliche e PIL è lievemente aumentato, dopo la flessione del 2004. Con una crescita stimata del PIL inferiore a quella potenziale, il ciclo economico ha avuto un impatto negativo sui saldi di bilancio. Ciò è in contrasto con lo scenario di crescita molto più favorevole ipotizzato nei precedenti aggiornamenti dei programmi di stabilità e spiega gran parte dello scostamento dall'obiettivo di bilancio nella media dell'area dell'euro. I maggiori scostamenti dagli obiettivi di bilancio, fino a 1,6 punti percentuali del PIL, si sono verificati in alcuni dei paesi con notevoli squilibri di bilancio.

Il rapporto medio fra debito pubblico e PIL dell'area dell'euro dovrebbe risultare ancora in leggero aumento nel 2005, al 71 per cento del PIL, anziché in calo come da obiettivo iniziale. Sette paesi hanno dichiarato rapporti debito/PIL superiori al 60 per cento del PIL e, di questi, tre sono prossimi o superiori al 100 per cento. Il debito è aumentato in alcuni dei paesi con un rapporto superiore al 60 per cento, ovvero in Germania, Francia, Italia e Portogallo.

**Tavola 9 Aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi dell'area dell'euro**

	Tasso di crescita del PIL in termini reali (in percentuale)					Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)					Debito pubblico (in percentuale del PIL)				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Belgio</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	2,5	2,5	2,1	2,0	-	0,0	0,0	0,3	0,6	-	95,5	91,7	88,0	84,2	-
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	1,4	2,2	2,1	2,3	2,2	0,0	0,0	0,3	0,5	0,7	94,3	90,7	87,0	83,0	79,1
<b>Germania</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	1,7	1¼	2,0	2,0	-	-2,9	-2½	-2,0	-1½	-	66,0	66,0	65½	65,0	-
Aggiornamento del programma (feb. 2006) <sup>1)</sup>	0,9	1,4	1,0	1,8	1,8	-3,3	-3,3	-2,5	-2,0	-1,5	67,5	69,0	68,5	68,0	67,0
<b>Grecia</b>															
Aggiornamento del programma (mar. 2005)	2,9	3,0	3,0	-	-	-3,7	-2,9	-2,4	-	-	109,5	107,2	104,7	-	-
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	3,6	3,8	3,8	4,0	-	-4,3	-2,6	-2,3	-1,7	-	107,9	104,8	101,1	96,8	-
<b>Spagna</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	2,9	3,0	3,0	3,0	-	0,1	0,2	0,4	0,4	-	46,7	44,3	42,0	40,0	-
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	3,4	3,3	3,2	3,2	-	1,0	0,9	0,7	0,6	-	43,1	40,3	38,0	36,0	-
<b>Francia</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	2,5	2,5	2,5	2,5	-	-2,9	-2,2	-1,6	-0,9	-	65,0	64,6	63,6	62,0	-
Aggiornamento del programma (gen. 2006) <sup>2)</sup>	1,8	2,3	2¼	2¼	2¼	-3,0	-2,9	-2,6	-1,9	-1,0	65,8	66,0	65,6	64,6	62,8
<b>Irlanda</b>															
Aggiornamento del programma (dic. 2004)	5,1	5,2	5,4	-	-	-0,8	-0,6	-0,6	-	-	30,1	30,1	30,0	-	-
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	4,6	4,8	5,0	4,8	-	0,3	-0,6	-0,8	-0,8	-	28,0	28,0	28,2	28,3	-
<b>Italia</b>															
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	2,1	2,2	2,3	2,3	-	-2,7	-2,0	-1,4	-0,9	-	104,1	101,9	99,2	98,0	-
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	0,0	1,5	1,5	1,7	1,8	-4,3	-3,5	-2,8	-2,1	-1,5	108,5	108,0	106,1	104,4	101,7
<b>Lussemburgo</b>															
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	3,8	3,3	4,3	-	-	-1,0	-0,9	-1,0	-	-	5,0	4,6	4,5	-	-
Aggiornamento del programma (nov. 2005)	4,0	4,4	4,9	4,9	-	-2,3	-1,8	-1,0	-0,2	-	6,4	9,6	9,9	10,2	-
<b>Paesi Bassi</b>															
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	1½	2½	2½	-	-	-2,6	-2,1	-1,9	-	-	58,1	58,6	58,3	-	-
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	¾	2½	2½	2½	-	-1,2	-1,5	-1,2	-1,1	-	54,4	54,5	53,9	53,1	-
<b>Austria</b>															
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	2,5	2,5	2,2	2,4	-	-1,9	-1,7	-0,8	0,0	-	63,6	63,1	61,6	59,1	-
Aggiornamento del programma (nov. 2005)	1,7	1,8	2,4	2,5	-	-1,9	-1,7	-0,8	0,0	-	63,4	63,1	61,6	59,5	-
<b>Portogallo</b>															
Aggiornamento del programma (giu. 2005)	0,8	1,4	2,2	2,6	3,0	-6,2	-4,8	-3,9	-2,8	-1,6	66,5	67,5	67,8	66,8	64,5
Aggiornamento del programma (dic. 2005)	0,5	1,1	1,8	2,4	3,0	-6,0	-4,6	-3,7	-2,6	-1,5	65,5	68,7	69,3	68,4	66,2
<b>Finlandia</b>															
Aggiornamento del programma (nov. 2004)	2,8	2,4	2,2	2,0	-	1,8	2,1	2,2	2,0	-	43,4	42,5	41,7	41,1	-
Aggiornamento del programma (nov. 2005)	2,1	3,2	2,6	2,3	2,1	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	42,7	41,7	41,1	40,6	40,1
<b>Area dell'euro</b>															
Aggiornamento del programma (2004-05)	2,3	2,4	2,4	-	-	-2,3	-1,8	-1,3	-	-	70,6	69,7	68,2	-	-
Aggiornamento del programma (2005-06)	1,4	2,1	2,0	2,3	-	-2,5	-2,3	-1,8	-1,4	-	71,0	70,8	69,5	68,3	-

Fonti: aggiornamenti dei programmi di stabilità (2004-05 e 2005-06) ed elaborazioni della BCE.

Nota: l'aggregato per l'area dell'euro è calcolato come media ponderata dei dati dei singoli paesi, ove disponibili.

1) I tassi di crescita del PIL in termini reali per il 2008 e il 2009 sono calcolati in base al tasso medio di crescita del PIL nel periodo 2005-09 riportato nell'aggiornamento del programma di stabilità.

2) Nell'aggiornamento del programma di stabilità vengono indicati i seguenti intervalli per i tassi di crescita del PIL in termini reali: 1,5-2,0 per cento per il 2005 e 2,0-2,5 per cento per il 2006.

## PIANI DI BILANCIO FRA IL 2006 E IL 2008-2009

In media, gli aggiornamenti dei programmi di stabilità prefigurano un miglioramento continuo, seppur modesto, dei saldi di bilancio nell'area dell'euro per il 2006 e oltre. Tali aggiornamenti implicano che nel 2006 il disavanzo dell'area scenderà lievemente, collocandosi al 2,3 per cento del PIL dal 2,5 del 2005, mentre il debito pubblico dell'area calerà marginalmente al 70,8 per cento del PIL dal 71 del 2005.

Per il 2006 i piani comportano un orientamento di politica di bilancio solo moderatamente restrittivo a livello dell'area dell'euro, in un contesto di attività economica in accelerazione verso tassi

superiori alla crescita potenziale. La riduzione programmata del disavanzo è più significativa in alcuni dei paesi che attualmente sono in disavanzo eccessivo. Il risanamento di bilancio previsto è basato in ampia misura sul contenimento della spesa primaria, i cui effetti sul saldo di bilancio saranno nondimeno compensati in parte da ulteriori sgravi fiscali. Variazioni contabili relative al sistema previdenziale nei Paesi Bassi incideranno marginalmente sui dati aggregati dell'area per le entrate e la spesa del settore pubblico e avranno un impatto neutro sul disavanzo.

Malgrado i miglioramenti pianificati, nel 2006 permarranno ampi squilibri di bilancio a livello dell'area e in una serie di paesi membri. Fra i paesi attualmente sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi, si prevede che i disavanzi rimangano superiori al 3 per cento del PIL in Germania, Italia e Portogallo. La Grecia prevede di ridurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento nel 2006 in linea con gli impegni assunti. La Francia ha confermato il proprio impegno a mantenere il disavanzo di bilancio lievemente al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2006. Per i due paesi che non sono in disavanzo eccessivo ma hanno registrato significativi squilibri nel 2005 (Lussemburgo e Austria), si prospettano progressi modesti per il 2006. Gli altri paesi prevedono di continuare a registrare posizioni di bilancio sostanzialmente solide.

Per il periodo successivo al 2006 i programmi contemplano ulteriori moderati progressi nel risanamento dei conti pubblici. Specie nei paesi con squilibri di bilancio, dovrebbe continuare un orientamento moderatamente restrittivo della politica di bilancio, attraverso un contenimento della spesa, mentre ci si attende una graduale riduzione del rapporto entrate/PIL per il 2007 e il 2008. La crescita economica, che si prevede pari o superiore a quella potenziale, dovrebbe altresì concorrere alla riduzione dei disavanzi. Di conseguenza, il rapporto disavanzo/PIL dell'area dovrebbe diminuire ogni anno di circa  $\frac{1}{2}$  punto percentuale del PIL sull'orizzonte dei programmi. Nondimeno, nel 2008 l'area registrerà ancora un disavanzo medio superiore all'1 per cento del PIL, malgrado le attese di un protrarsi del periodo di crescita favorevole. I paesi attualmente in disavanzo eccessivo, fra cui i tre maggiori membri dell'area, prevedono ancora disavanzi considerevoli almeno fino ad allora.

Gli ultimi aggiornamenti dei programmi di stabilità configurano un andamento del disavanzo a medio termine meno favorevole rispetto a quelli precedenti. In media, le revisioni sono sostanzialmente imputabili agli sconfinamenti del disavanzo nel 2005, all'esiguità degli sforzi di risanamento nel 2006 e alle prospettive economiche lievemente meno ottimistiche. Alla fine del periodo di riferimento il rapporto fra debito pubblico e PIL nel complesso dell'area dell'euro sarà ancora prossimo al 70 per cento, con una riduzione modesta rispetto al 2005. Ciò è in contrasto con la previsione di una flessione più ambiziosa contenuta nel precedente aggiornamento dei programmi di stabilità, per effetto di una crescita più contenuta e di disavanzi nominali più elevati.

#### **VALUTAZIONE DEI PIANI A MEDIO TERMINE**

I programmi di stabilità devono essere valutati a fronte dei criteri previsti dal Trattato nonché, quest'anno per la prima volta, dal nuovo Patto di stabilità e crescita. Rimane l'obbligo fondamentale di evitare, o correggere tempestivamente, i disavanzi eccessivi. Inoltre, il nuovo Patto impone che ciascun paese definisca un obiettivo di medio termine (OMT) per la propria posizione di bilancio corretta per il ciclo (al netto di misure temporanee e *una tantum*) compreso fra un disavanzo dell'1 per cento e una posizione di pareggio o avanzo. Questa disposizione mira a conseguire rapidi progressi verso la sostenibilità dei conti pubblici e a fornire un margine di sicurezza rispetto al limite del 3 per cento per il disavanzo. Il nuovo codice di condotta sull'attuazione del Patto specifica altresì che i paesi devono conseguire l'OMT entro l'orizzonte del programma e al più tardi entro quattro anni dall'anno di presentazione del programma stesso.

Il nuovo Patto si focalizza di più sugli sforzi di aggiustamento rispetto al Patto originale, che accordava maggiore importanza al raggiungimento dei risultati di disavanzo che gli Stati si erano impegnati a conseguire. I paesi in disavanzo eccessivo devono attenersi alle raccomandazioni e intimazioni del Consiglio nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi, che in genere prevedono il perseguimento di una correzione annua pari almeno allo 0,5 per cento del PIL in termini corretti per il ciclo, al netto di misure temporanee e *una tantum*. Il percorso correttivo dello 0,5 per cento annuo del PIL rileva anche per i paesi che non hanno ancora raggiunto l'OMT e che non sono in disavanzo eccessivo, ma in questo caso costituisce un termine di riferimento.

Il nuovo Patto di stabilità e crescita e il codice di condotta danno inoltre maggiore risalto alla sostenibilità delle finanze pubbliche, soprattutto in relazione all'andamento atteso del debito e agli oneri di bilancio connessi con l'invecchiamento della popolazione. È in programma una più approfondita valutazione della sostenibilità delle finanze pubbliche dei paesi membri sulla base dei risultati di una recente relazione del Comitato di politica economica e della Commissione europea in merito all'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica (cfr. riquadro 9). Infine, il nuovo Patto sostiene il rafforzamento delle regole di bilancio e delle strutture di *governance* nazionali.

#### Riquadro 9

#### PROIEZIONI DELL'IMPATTO DELL'INVECCHIAMENTO DEMOGRAFICO SULLA SPESA PUBBLICA

Il 14 febbraio 2006 il Comitato di politica economica (CPE) dell'UE e la Commissione europea hanno pubblicato il rapporto *The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pensions, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)*. Il rapporto presenta, per tutti i paesi dell'UE, una stima dell'onere per i conti pubblici generato dall'invecchiamento della popolazione nel periodo compreso tra il 2004 e il 2050 e considera cinque componenti della spesa pubblica: pensioni, sanità, cure a lungo termine, istruzione e indennità di disoccupazione. Le stime sono basate su ipotesi comunemente accettate riguardo alle future dinamiche demografiche e a variabili macroeconomiche fondamentali. Differenti metodologie sono applicate alla stima dell'aumento della spesa indotto dall'invecchiamento demografico nelle singole componenti. Le proiezioni sulle pensioni sono state effettuate dalle autorità nazionali, ciascuna utilizzando i rispettivi metodi. Negli ambiti della sanità e delle cure a lungo termine nonché dell'istruzione e delle indennità di disoccupazione gli effetti sono stati stimati dalla Commissione europea.

A livello di area dell'euro, i risultati indicano sostanziali pressioni sulla spesa causate dall'invecchiamento della popolazione derivanti da aumenti dei costi pensionistici, sanitari e delle cure a lungo termine (cfr. tavola). Entro il 2050 l'aumento della spesa sarebbe pari al 4,6 per cento del PIL per l'area dell'euro, situandosi tra lo 0,4 e oltre il 10 per cento del PIL per i singoli paesi. Vi sono differenze anche nei tempi degli effetti dell'invecchiamento demografico tra i vari paesi, ma in generale si registrerà un'accelerazione dopo il 2010. La riduzione della spesa per le indennità di disoccupazione e l'istruzione avrà probabilmente solo un esiguo effetto attenuante, corrispondente in media a meno dell'1 per cento del PIL.

Le proiezioni rappresentano un importante contributo al dibattito sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche e sui relativi rischi associati. Esse indicano inoltre che a causa degli effetti dell'invecchiamento demografico l'area dell'euro dovrebbe aspettarsi una significativa diminuzione del tasso di crescita potenziale medio del PIL in termini reali, dal 2,1 per cento

**Proiezioni delle variazioni in alcune voci di spesa pubblica collegate all'età della popolazione fra il 2004 e il 2030/50 <sup>1)</sup>**

(in percentuale del PIL)

	Pensioni		Sanità		Cure a lungo termine		Totale	
	Variazione dal 2004 al		Variazione dal 2004 al		Variazione dal 2004 al		Variazione dal 2004 al	
	2030	2050	2030	2050	2030	2050	2030	2050
Belgio	4,3	5,1	0,9	1,4	0,4	1,0	5,6	7,5
Danimarca	3,3	3,3	0,8	1,0	0,6	1,1	4,7	5,4
Germania	0,9	1,7	0,9	1,2	0,4	1,0	2,2	3,9
Grecia <sup>2) 3)</sup>			0,8	1,7			0,8	1,7
Spagna	3,3	7,1	1,2	2,2	0,0	0,2	4,5	9,5
Francia <sup>3)</sup>	1,5	2,0	1,2	1,8			2,7	3,8
Irlanda	3,1	6,4	1,2	2,0	0,1	0,6	4,4	9,0
Italia	0,8	0,4	0,9	1,3	0,2	0,7	1,9	2,4
Lussemburgo	5,0	7,4	0,8	1,2	0,2	0,6	6,0	9,2
Paesi Bassi	2,9	3,5	1,0	1,3	0,3	0,6	4,2	5,4
Austria	0,6	-1,2	1,0	1,6	0,0	0,0	1,6	0,4
Portogallo <sup>3)</sup>	4,9	9,7	-0,1	0,5			4,8	10,2
Finlandia	3,3	3,1	1,1	1,4	1,2	1,8	5,6	6,3
<b>Area dell'euro</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,6</b>

Fonte: EPC e Commissione europea (2006), *The impact of ageing on public expenditure*, European Economy Special Report 1/2006.  
 Note: le proiezioni si riferiscono allo scenario di base per le spese previdenziali pensionistiche e agli "scenari di riferimento AWG" per le voci della sanità e delle cure a lungo termine.

1) La tavola non riporta le proiezioni per la spesa relativa all'istruzione e ai sussidi di disoccupazione, fornite nel rapporto originario.

2) I dati sulla spesa totale per la Grecia non comprendono la spesa relativa alle pensioni.

3) I dati sulla spesa totale per Grecia, Francia e Portogallo non comprendono la spesa relativa alle cure a lungo termine.

(2004-2010) all'1,2 per cento (2031-2050). Analogamente a tutte le valutazioni economiche di lungo periodo, i risultati delle proiezioni sono caratterizzati da un notevole grado di incertezza. Ad esempio, le ipotesi di un perdurante aumento dei tassi di partecipazione ai mercati del lavoro e di una maggiore crescita della produttività rispetto al passato potrebbero essere ottimistiche e non concretizzarsi completamente. Nell'ambito dei costi sanitari, l'impatto di altri fattori oltre all'invecchiamento demografico, quali l'introduzione di nuove e costose tecnologie, potrebbe essere stato sottostimato. Inoltre, le proiezioni sulle pensioni sono basate su modelli nazionali la cui struttura non è stata resa nota, cosicché il calcolo dei risultati non è del tutto trasparente e la loro valutazione è indicativa. Benché alcuni sistemi pensionistici pubblici possano apparire finanziariamente sostenibili, ciò potrebbe riflettere prestazioni pensionistiche molto basse per i pensionati futuri e condurre a pressioni sulle autorità volte a farne innalzare i livelli. In aggiunta, ulteriori rischi per i bilanci pubblici potrebbero emergere se gli schemi pensionistici privati non riuscissero a fornire le prestazioni previste.

Dal punto di vista delle politiche economiche, le proiezioni indicano una chiara necessità per alcuni paesi di affrontare la questione della spesa indotta dall'invecchiamento demografico con urgenza e per altri paesi di non abbassare la guardia. Il rapporto mostra come i paesi che hanno riformato i propri sistemi pensionistici nazionali a ripartizione abbiano alleviato significativamente la pressione sui conti pubblici derivante dall'invecchiamento della popolazione. L'incertezza in merito ai risultati delle proiezioni richiede un'accresciuta prudenza per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche.

A fronte di questo quadro, i piani di medio termine contenuti negli aggiornamenti dei programmi di stabilità non sono in grado di dissipare i timori circa le prospettive a medio termine dei conti pubblici. Gli obiettivi di bilancio e i piani di aggiustamento sono insoddisfacenti in alcuni paesi e il disavanzo dell'area dell'euro dovrebbe diminuire solo lentamente malgrado prospettive ma-

croeconomiche relativamente favorevoli. Permangono anche considerevoli elementi di rischio a causa delle ipotesi di crescita, che in alcuni casi sono in certa misura ottimistiche, e per effetto del concentrarsi degli sforzi verso la fine dell'orizzonte di previsione nonché della mancanza di misure di intervento ben specificate e credibili. Appaiono limitati anche i progressi concreti ulteriormente previsti nelle riforme previdenziali e istituzionali.

Per quanto riguarda i paesi in disavanzo eccessivo, la Germania prevede di portare il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL, ma non prima del 2007. Lo sforzo di aggiustamento cumulato dell'1 per cento del PIL nel periodo 2006-2007 è, tuttavia, concentrato interamente nel 2007. Successivamente, l'aggiornamento del programma di stabilità prevede un'ulteriore riduzione del disavanzo a -1,5 per cento del PIL entro il 2009, che è ancora considerevolmente distante da una posizione prossima al pareggio o in avanzo. Sono contemplate ulteriori riforme previdenziali e tributarie per rafforzare l'occupazione e la sostenibilità dei conti pubblici. È in corso una valutazione delle prossime misure da adottare nel quadro della procedura per i disavanzi eccessivi applicata alla Germania sulla base di questo programma.

La Francia prevede di mantenere il rapporto disavanzo/PIL su un valore molto vicino al 3 per cento del PIL nel 2006 e nel 2007 prima di intraprendere seri sforzi di risanamento tesi a conseguire un bilancio in pareggio nel 2010. Benché le intenzioni di portare il bilancio al pareggio siano lodevoli, il concentrarsi negli anni a venire degli sforzi riduce la credibilità dell'impegno della Francia a conseguire il proprio OMT. Le riforme dei sistemi previdenziali negli anni recenti hanno migliorato le prospettive a lungo termine per la finanza pubblica, sebbene persistano considerevoli sfide per i conti pubblici connesse all'invecchiamento della popolazione. La scelta delle prossime fasi da intraprendere nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi applicata alla Francia dipende dal risultato di disavanzo del 2005 e dalle prossime previsioni della Commissione europea per il periodo 2006-2007.

Gli obiettivi di bilancio sono basati sulle raccomandazioni e intimazioni del Consiglio dell'UE relative alla procedura per i disavanzi eccessivi in Grecia, Italia e Portogallo, dove si prevede una riduzione del disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL rispettivamente per il 2006, il 2007 e il 2008. Per gli anni a venire i tre paesi pianificano un ulteriore moderato risanamento. La strategia di risanamento definita sulla base della spesa risulta ragionevole, ma le misure per raggiungere gli obiettivi non sono ancora precisate in dettaglio nei tre paesi. Pertanto, vi sono rischi di sconfinamenti di spesa. Rimane inoltre il ricorso ad alcune misure temporanee. Malgrado le significative pressioni sulle finanze pubbliche connesse all'invecchiamento della popolazione, i programmi di stabilità non contemplano piani d'azione concreti. In Portogallo è previsto un rafforzamento delle regole di bilancio nazionali, mentre in Grecia è in atto una ristrutturazione dell'istituto nazionale di statistica, mirata a migliorare la raccolta dei dati sui conti pubblici.

Per gli altri paesi dell'area dell'euro gli aggiornamenti dei programmi di stabilità prevedono di mantenere o raggiungere obiettivi di medio termine specifici per paese prossimi al pareggio o in avanzo. Gli OMT, inoltre, sarebbero raggiunti ben entro gli orizzonti di programma. Pochi paesi, tuttavia, stanno presentando piani di riforma concreti per far fronte agli oneri di bilancio connessi con l'invecchiamento della popolazione, mentre alcuni prevedono di rafforzare le istituzioni nazionali preposte al bilancio.

### **STRATEGIE DA PERSEGUIRE**

La principale priorità per l'area dell'euro rimane un risoluto progresso nel risanamento dei conti pubblici quale parte integrante di una strategia orientata al medio termine che favorisca la crescita



e il clima di fiducia. I disavanzi eccessivi andrebbero corretti quanto prima e, in ogni caso, entro gli orizzonti raccomandati dal Consiglio dell'UE. Gli OMT devono essere in linea con le sfide attuali e future per la sostenibilità delle finanze pubbliche e il loro conseguimento non deve essere differito (ad esempio a causa di elezioni). In alcuni casi, ciò significa che i paesi hanno bisogno di rafforzare ulteriormente i propri obiettivi di bilancio.

La maggior parte dei paesi deve ridurre con urgenza la vulnerabilità delle proprie finanze. In particolare, devono essere specificate nel dettaglio e attuate quanto prima misure di intervento. In alcuni casi risultano necessarie anche riforme delle istituzioni preposte ai conti pubblici che rafforzino la formulazione e l'attuazione del bilancio e il controllo sulla spesa, in modo da migliorare il rispetto degli obiettivi di bilancio e moderare i rischi di attuazione.

È importante altresì aumentare i margini di sicurezza nell'eventualità di un'evoluzione avversa dei conti pubblici nel breve e più lungo termine. Le entrate inattese andrebbero usate per una riduzione più rapida del disavanzo e del debito oppure per la costituzione di ulteriori ammortizzatori di bilancio per far fronte a possibili eventi sfavorevoli. In passato, tali entrate impreviste sono state spesso erroneamente considerate permanenti e utilizzate per finanziare maggiori uscite o sgravi fiscali, contribuendo così a squilibri di bilancio in aumento e persistenti.

Le strategie di bilancio, inoltre, dovrebbero non solo correggere gli squilibri nei conti pubblici, ma anche rafforzare la crescita potenziale e assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche. Ciò sarebbe altresì in linea con la strategia tripartita per far fronte all'invecchiamento della popolazione attraverso: a) riforme previdenziali, b) maggiore partecipazione al mercato del lavoro, c) risanamento dei conti pubblici e riduzione del debito. Mentre l'esperienza suggerisce che una strategia di aggiustamento basata sulla spesa è normalmente preferibile agli aggravati fiscali, gli elementi fondamentali per avere effetti positivi sul clima di fiducia e sull'offerta sono la credibilità del programma e l'effetto combinato di tutte le misure di intervento. Le variazioni dell'imposizione fiscale dovrebbero tenere in debita considerazione e promuovere gli incentivi al lavoro, agli investimenti e all'innovazione. Il contenimento della spesa dovrebbe riflettere una proporzionata riduzione degli impegni anziché finanziare in maniera insufficiente gli obblighi esistenti per le amministrazioni centrali o (attraverso trasferimenti ridotti) per quelle che ad esse fanno capo. Le riforme dei sistemi assistenziali ma anche la semplificazione e la razionalizzazione dei servizi pubblici potrebbero consentire importanti risparmi di bilancio, riducendo così i disavanzi e il debito e soddisfacendo il fabbisogno finanziario connesso all'invecchiamento della popolazione.

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

### 6.1 TASSI DI CAMBIO

Dopo un periodo di apprezzamento in gennaio, a febbraio l'euro si è indebolito. Il deprezzamento della moneta unica in termini effettivi nominali è ascrivibile in larga parte al calo nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese e, in misura inferiore, a quello nei confronti del renminbi cinese, di varie divise asiatiche e della sterlina britannica.

#### DOLLARO STATUNITENSE/EURO

Dopo il rafforzamento di gennaio, in febbraio l'euro si è deprezzato rispetto al dollaro statunitense (cfr. figura 45). Sul tasso di cambio con il dollaro avrebbero continuato a influire le aspettative degli operatori circa l'orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti e nell'area dell'euro. In particolare, le attese di un assottigliamento del differenziale di tasso di interesse fra le due aree economiche sembrano essersi lievemente affievolite alla luce dei recenti dati statunitensi. Nel contempo, gli operatori continuano a ritenere che i consistenti squilibri esterni nell'economia degli Stati Uniti – evidenziati dal massimo storico raggiunto dal disavanzo di conto corrente del paese nel 2005 – costituiscano un rilevante fattore di rischio a medio termine per il dollaro. Il 1° marzo l'euro si situava a 1,20 dollari, un valore inferiore dell'1,4 per cento a quello di fine gennaio e del 3,9 per cento alla propria media del 2005.

#### YEN GIAPPONESE/EURO

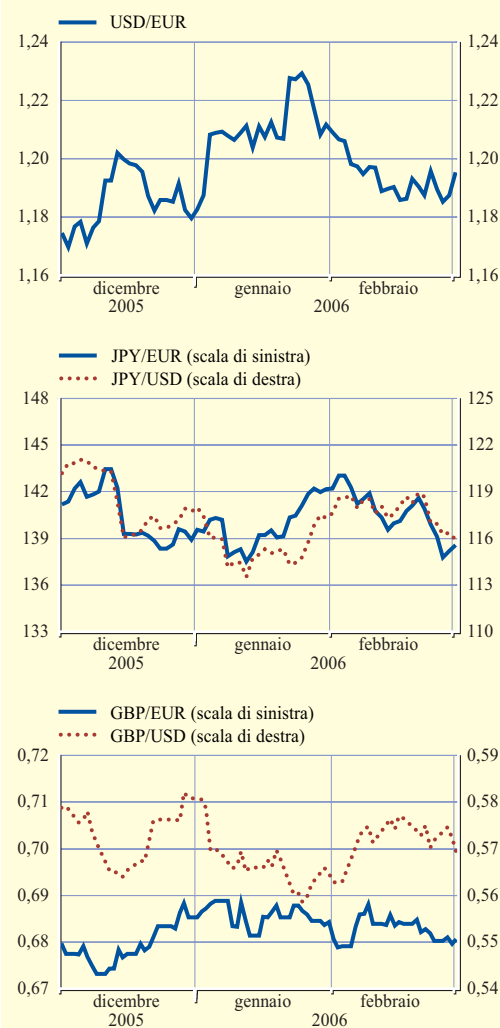
Apprezzatosi nel mese precedente, in febbraio l'euro ha perso terreno nei confronti dello yen giapponese. Sul cambio dello yen avrebbe influito il mutare delle attese circa il momento dell'abbandono da parte della Banca del Giappone della politica accomodante attualmente condotta. Il 1° marzo la moneta unica è stata quotata a 138,6 yen, un livello inferiore del 2,5 per cento a quello di fine gennaio e superiore dell'1,3 per cento alla media del 2005 (cfr. figura 45).

#### VALUTE DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE

Gran parte delle valute all'interno degli AEC II è rimasta stabile e ha continuato a essere scambiata a livelli corrispondenti o prossimi alle rispettive parità centrali (cfr. figura 46). Costituisce un'eccezione la corona slovacca, che in febbraio si è apprezzata dell'1,1 per cento sull'euro e il

Figura 45 Tassi di cambio

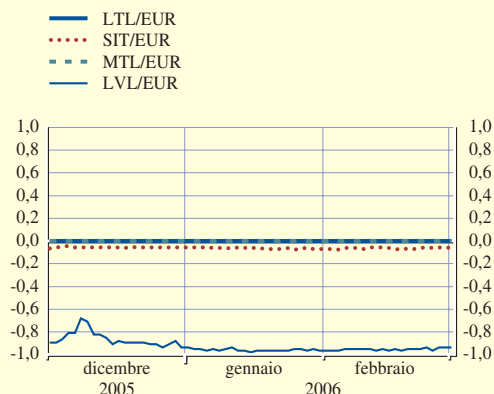
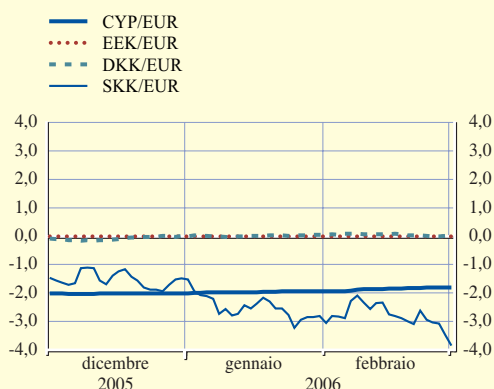
(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

**Figura 46 Tassi di cambio negli AEC II**

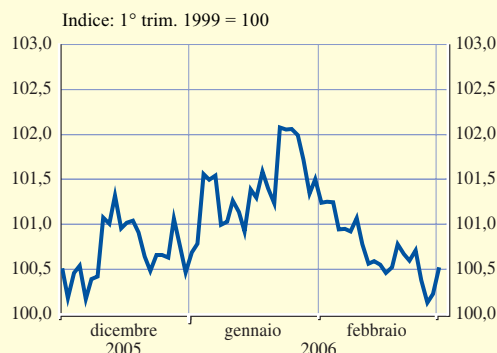
(dati giornalieri; deviazione dalla parità centrale in punti percentuali)



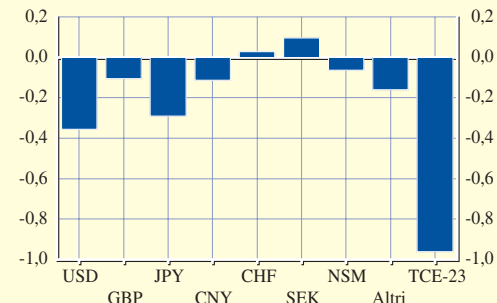
Fonte: BCE.  
 Note: un valore superiore (inferiore) alla parità centrale implica che la valuta è, all'interno dei margini di oscillazione, relativamente "debole" ("forte"). Per la corona danese i margini di oscillazione sono  $\pm 2,25$  per cento; per tutte le altre valute si applicano i margini standard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

**Figura 47 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 31 gennaio 2006 al 1° marzo 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.

1° marzo era quotata a un livello superiore del 3,8 per cento alla propria parità centrale basata sulla moneta unica. Tale apprezzamento ha preso slancio dall'innalzamento di 50 punti base del tasso di riferimento da parte della Národná Banka Slovenska. Per quanto riguarda le valute di altri Stati membri dell'UE, l'euro si è leggermente indebolito rispetto alla sterlina britannica e il 1° marzo è stato scambiato a 0,68 sterline, un valore inferiore dello 0,5 per cento sia a quello di fine gennaio sia alla media del 2005. La moneta unica europea si è invece apprezzata sulla corona svedese (del 2,1 per cento), mentre si è deprezzata sullo zloty polacco (1,6 per cento) ed è rimasta stabile nei confronti della corona ceca e del fiorino ungherese.

## ALTRE VALUTE

Tra la fine di gennaio e il 1° marzo l'euro è rimasto sostanzialmente stabile sul franco svizzero e il dollaro australiano, mentre ha perso terreno nei confronti della corona norvegese (0,8 per cento), del dollaro canadese (1,9 per cento) e di varie divise asiatiche.

## TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Il 1° marzo il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro, misurato rispetto alle divise di 23 importanti partner commerciali dell'area, era inferiore dell'1,0 per cento al livello di fine gennaio e del 2,4 per cento alla propria media del 2005 (cfr. figura 47). Il deprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali nel periodo è riconducibile soprattutto alla flessione sul dollaro statunitense e sullo yen giapponese e, in misura inferiore, al calo rispetto al renminbi cinese, a varie divise asiatiche e alla sterlina britannica.

Per quanto riguarda gli indicatori della competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, in febbraio il tasso di cambio effettivo reale dell'euro è risultato inferiore alla media dello scorso anno, a indicare un aumento della competitività di prezzo dell'area (cfr. figura 48). Nello stesso mese l'indicatore di cambio effettivo reale basato sui prezzi al consumo e quello calcolato con riferimento ai prezzi alla produzione erano inferiori rispettivamente del 2,1 e del 2,7 per cento alle proprie medie del 2005. Tali andamenti costituiscono in larga parte il risultato di un calo del tasso di cambio effettivo nominale dell'euro.

## 6.2 BILANCIA DEI PAGAMENTI

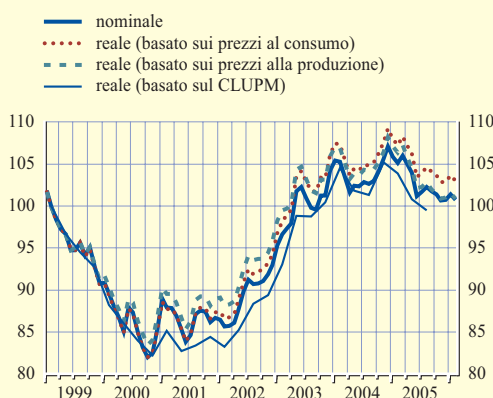
*Nel 2005 il conto corrente dell'area dell'euro ha registrato un disavanzo di 29 miliardi di euro, contro un avanzo di 43,5 miliardi l'anno precedente. Il peggioramento è ascrivibile soprattutto al calo significativo dell'avanzo dei beni, a sua volta dovuto in larga misura ai maggiori costi delle importazioni di petrolio. Un ulteriore contributo, benché di entità inferiore, al deterioramento del saldo di conto corrente va ricercato nell'aumento di 20 miliardi di euro del disavanzo dei redditi, che ha riflesso la crescita degli esborsi. Nel conto finanziario, lo scorso anno gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 12,8 miliardi di euro, contro afflussi netti per 24,4 miliardi nel 2004. Questo risultato va ricondotto sia ai minori afflussi netti di titoli di debito sia ai maggiori deflussi netti per investimenti diretti esteri.*

## INTERSCAMBIO COMMERCIALE E CONTO CORRENTE

Nel quarto trimestre del 2005 le importazioni e le esportazioni di beni e servizi sono aumentate dell'1,2 per cento in valore rispetto al periodo precedente. Se nel comparto dei beni la crescita in valore delle importazioni e delle esportazioni si è mantenuta vigorosa, e rispettivamente pari al 3,6 e al 2,2 per cento, in quello dei servizi l'interscambio è stato notevolmente più debole e sia le importazioni sia le esportazioni sono di fatto calate (rispettivamente del 6,7 e 2,1 per cento).

**Figura 48 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale <sup>1)</sup>**

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



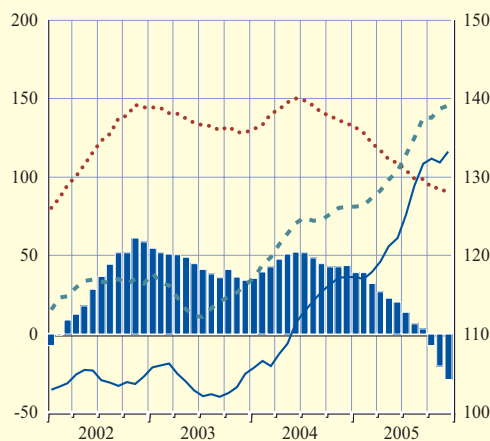
Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-23 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a febbraio 2006 (al 3° trimestre 2005 per il TCE-23 reale basato sul CLUPM; quest'ultimo dato è parzialmente basato su stime).

**Figura 49 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)

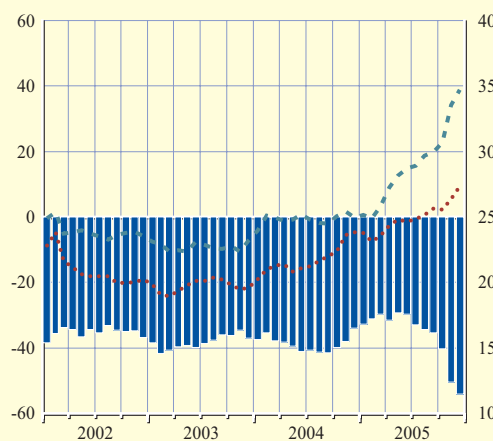


Fonte: BCE.

**Figura 50 Conto dei redditi dell'area dell'euro: saldo, entrate e uscite**

(miliardi di euro; dati mensili destagionalizzati)

- saldo (cumulato sui 12 mesi; scala di sinistra)
- entrate (media mobile di tre mesi; scala di destra)
- - - - - uscite (media mobile di tre mesi; scala di destra)



Fonte: BCE.

La scomposizione dell'interscambio in volumi e prezzi (disponibile fino a novembre) indica che l'attuale incremento di valore delle esportazioni di beni deriva principalmente dalla crescita dei volumi, a sua volta ascrivibile soprattutto alle favorevoli condizioni della domanda estera e all'impatto ritardato dei guadagni di competitività di prezzo risultanti dal deprezzamento dell'euro attorno alla metà del 2005. L'incremento di valore delle importazioni riflette invece principalmente gli aumenti dei prezzi, in quanto la crescita dei volumi si è lievemente indebolita sul finire dell'anno. L'incremento dei prezzi all'importazione nel quarto trimestre, dovuto in larga misura all'andamento dei corsi delle materie prime non petrolifere e al deprezzamento dell'euro, a fronte di quotazioni petrolifere mantenutesi elevate, potrebbe inoltre spiegare in parte il recente indebolimento della crescita delle importazioni in termini di volumi.

Per quanto concerne gli andamenti nell'insieme del 2005 (cfr. la figura 49 e la tavola 10), il conto corrente ha registrato un disavanzo di 29 miliardi di euro (equivalente a circa lo 0,4 per cento del PIL), contro un avanzo di 43,5 miliardi (circa lo 0,6 per cento del PIL) nel 2004. Tale risultato va ricondotto principalmente al calo di 47,7 miliardi di euro dell'avanzo dei beni (passato da 105,8 miliardi nel 2004 a 58,2 nel 2005) e, in misura inferiore, all'aumento di 20 miliardi del disavanzo dei redditi (salito da 34 a 54 miliardi di euro). Quest'ultimo andamento ha riflesso la forte crescita degli esborsi sui redditi (cfr. figura 50), la quale sarebbe in parte imputabile al fatto che – negli ultimi anni – le consistenze di titoli azionari dell'area detenute da non residenti sono aumentate in misura significativa. Allo stesso tempo, il saldo dei servizi e dei trasferimenti correnti è rimasto sostanzialmente stabile.

Il minore avanzo nel conto dei beni rispecchia in particolare il deterioramento del disavanzo petrolifero, a sua volta riconducibile in larga misura ai crescenti costi delle importazioni di petrolio.

**Tavola 10 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 nov.	2005 dic.	2005 mar.	2005 giu.	2005 set.	2005 dic.	2004 dic.	2005 dic.
<b>Conto corrente (saldo)</b>	<b>-9,5</b>	<b>-5,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>-7,4</b>	<b>43,5</b>	<b>-29,0</b>
Beni (saldo)	3,8	2,3	7,1	6,2	3,7	2,4	105,8	58,2
Esportazioni	107,6	109,0	96,3	99,3	104,3	106,6	1.125,2	1.219,5
Importazioni	103,8	106,7	89,3	93,1	100,6	104,2	1.019,3	1.161,4
Servizi (saldo)	4,1	3,3	2,5	2,3	2,1	3,5	28,5	31,4
Esportazioni	33,3	31,9	31,1	31,5	33,3	32,6	359,0	385,2
Importazioni	29,2	28,6	28,6	29,1	31,1	29,0	330,4	353,7
Redditi (saldo)	-10,0	-4,7	-2,2	-4,1	-4,3	-7,4	-34,0	-54,0
Trasferimenti correnti (saldo)	-7,3	-6,2	-5,8	-4,4	-5,4	-6,0	-56,8	-64,5
<b>Conto finanziario (saldo)<sup>1)</sup></b>	<b>-8,8</b>	<b>-40,9</b>	<b>8,6</b>	<b>14,5</b>	<b>9,9</b>	<b>-19,9</b>	<b>-8,3</b>	<b>39,6</b>
Investimenti diretti e di portafoglio	-47,5	-22,7	-5,4	30,6	-1,7	-27,7	24,4	-12,8
Investimenti diretti	-12,9	-6,8	-6,7	-3,9	-32,5	-8,7	-46,8	-155,3
Investimenti di portafoglio	-34,7	-15,9	1,3	34,4	30,9	-19,0	71,2	142,6
Azioni	-6,9	31,0	-3,9	8,7	39,4	3,8	34,7	144,1
Strumenti di debito	-27,8	-46,9	5,2	25,7	-8,5	-22,9	36,5	-1,5
Bonds and notes	-15,6	-16,8	-9,7	25,6	-15,7	-13,8	81,0	-40,9
Money market instruments	-12,2	-30,2	14,9	0,1	7,2	-9,0	-44,4	39,4

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.

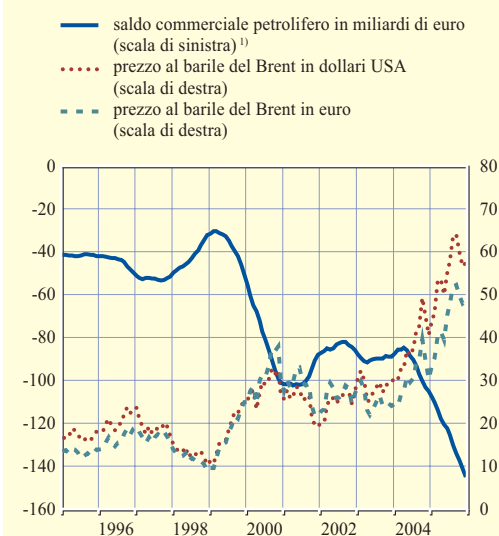
Dalla figura 51 si evince che nel 2005 tale disavanzo è salito a 145 miliardi di euro (equivalenti a circa l'1,8 per cento del PIL), dai 105 miliardi (approssimativamente 1,4 per cento del PIL) un anno prima. Tale aumento spiega una parte notevole del calo di 47,7 miliardi di euro dell'avanzo dei beni del 2005. La figura 51 illustra inoltre con chiarezza un aumento del disavanzo petrolifero in linea con il rialzo delle quotazioni del greggio, anche se l'impatto di tale rialzo è stato attenuato dall'apprezzamento dell'euro a partire dal 2002 (come indicato dal fatto che il prezzo in euro del greggio di qualità Brent è inferiore a quello in dollari). In una prospettiva di più lungo periodo, i consistenti incrementi dei prezzi del petrolio negli anni 1999-2000 e 2004-2005 hanno fatto aumentare di quasi quattro volte (a circa l'1,1 per cento del PIL) il disavanzo petrolifero dell'area dell'euro nel corso dell'ultimo decennio.

### CONTO FINANZIARIO

Durante l'ultimo trimestre del 2005 gli investimenti diretti e di portafoglio dell'area dell'euro hanno registrato nel loro insieme consistenti deflussi netti medi mensili (27,7 miliardi di euro, cfr. tavola 10). In particolare i flussi netti in uscita per strumenti di debito (22,9 miliardi) riflettono vendite per 32,7 miliardi di euro di strumenti del mercato monetario dell'area da parte di non residenti nei mesi di novembre e dicembre.

**Figura 51 Saldo commerciale petrolifero dell'area dell'euro e prezzi del greggio (qualità Brent)**

(dati mensili)



Fonti: Eurostat e Bloomberg.

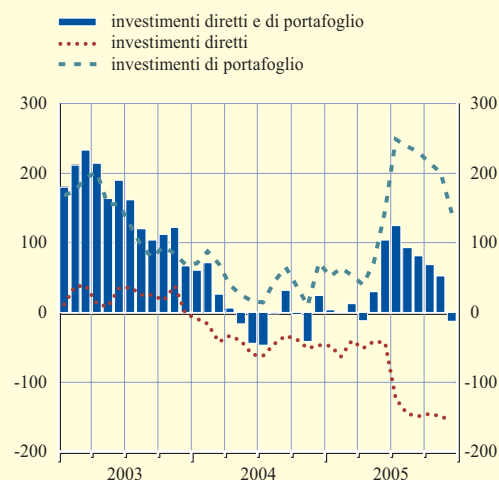
1) Saldo cumulato sui dodici mesi.

In una prospettiva più ampia, gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme deflussi netti per 12,8 miliardi di euro nel 2005, contro afflussi netti per 24,4 miliardi l'anno precedente. Per quanto riguarda i saldi cumulati su dodici mesi, gli afflussi netti di capitali sono aumentati nei primi sette mesi del 2005 e successivamente hanno subito una contrazione per l'effetto congiunto dei minori afflussi netti per investimenti di portafoglio e dei maggiori deflussi netti per investimenti diretti esteri (cfr. figura 52). La diminuzione degli investimenti di portafoglio va ricondotta all'andamento calante degli investimenti netti in titoli azionari dell'area dall'estate del 2005. Gli afflussi netti per investimenti in strumenti di debito dell'area sono notevolmente diminuiti e il saldo è stato prossimo al pareggio nel 2005, in quanto i deflussi netti per obbligazioni e notes – in un periodo caratterizzato dall'ampliarsi del differenziale di rendimento a lungo termine tra i titoli di Stato statunitensi e quelli dell'area dell'euro – sono stati compensati dagli afflussi netti per strumenti del mercato monetario.

Nel conto degli investimenti diretti il disavanzo è salito di 108,5 miliardi di euro nel 2005 rispetto all'anno precedente, per effetto sia dei maggiori investimenti all'estero da parte dei residenti dell'area sia dei minori investimenti nell'area da parte di non residenti. Ciò potrebbe spiegarsi con la maggiore disponibilità delle imprese multinazionali dell'area dell'euro a espandersi all'estero dopo il lieve miglioramento delle prospettive economiche interne. Allo stesso tempo, la crescita economica in altre regioni del mondo è stata ancora più vigorosa nel 2005 e potrebbe avere indotto le imprese multinazionali estere a dirigere i propri investimenti verso regioni diverse dall'area dell'euro.

**Figura 52 Flussi netti per investimenti diretti e di portafoglio**

(miliardi di euro, dati cumulati sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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



# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



# INDICE <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	12,6	2,18	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	14,8	2,34	3,42
2005 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	14,2	2,36	3,53
dic.	11,3	8,5	7,3	7,5	9,2	15,8	2,47	3,41
2006 gen.	10,2	8,4	7,6	.	9,7	.	2,51	3,39
feb.	.	.	.	.	.	.	2,60	3,55

### 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	1,9	81,6	0,7	8,9
2005	2,2	4,1	.	.	1,2	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	0,7	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	4,4	.	1,7	1,9	81,4	.	8,3
2005 set.	2,6	4,4	-	-	1,4	-	-	8,4
ott.	2,5	4,2	-	-	0,2	81,1	-	8,3
nov.	2,3	4,2	-	-	2,9	-	-	8,4
dic.	2,2	4,7	-	-	2,5	-	-	8,3
2006 gen.	2,4	.	-	-	.	81,7	-	8,3
feb.	2,3	.	-	-	.	-	-	.

### 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)	
2004	63,0	106,7	-46,8	71,2	280,7	103,8	105,9	1,2439
2005	-16,9	58,5	-155,3	142,6	320,2	103,0	105,2	1,2441
2005 1° trim.	4,6	15,6	-20,0	3,8	285,0	105,7	107,8	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.	-10,9	8,3	-26,1	-57,1	320,2	100,9	103,1	1,1884
2005 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	103,6	1,2015
nov.	-6,4	2,5	-12,9	-34,7	322,7	100,7	102,9	1,1786
dic.	2,2	2,5	-6,8	-15,9	320,2	100,7	102,8	1,1856
2006 gen.	.	.	.	.	332,0	101,4	103,6	1,2103
feb.	.	.	.	.	.	100,7	103,0	1,1938

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

	27 gennaio 2006	3 febbraio 2006	10 febbraio 2006	17 febbraio 2006
<b>Oro e crediti in oro</b>	163.779	163.747	163.668	163.564
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	155.424	156.140	154.438	154.161
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	23.096	22.696	23.086	23.157
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	9.086	8.885	9.197	10.902
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	416.036	390.020	393.516	395.208
Operazioni di rifinanziamento principali	316.000	290.000	293.499	295.001
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	100.017	100.017	100.017	100.017
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	19	2	0	188
Crediti connessi a scarti di garanzia	0	1	0	2
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	4.041	3.684	3.863	4.020
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	95.225	95.530	96.355	94.335
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	40.113	40.597	40.597	40.597
<b>Altre attività</b>	148.386	149.074	150.656	153.389
<b>Attività totali</b>	<b>1.055.186</b>	<b>1.030.373</b>	<b>1.035.376</b>	<b>1.039.333</b>

#### 2. Passività

	27 gennaio 2006	3 febbraio 2006	10 febbraio 2006	17 febbraio 2006
<b>Banconote in circolazione</b>	546.654	550.595	550.292	549.355
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	159.972	150.969	159.534	156.602
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	159.882	150.951	159.508	156.586
Depositi overnight	79	17	25	13
Depositi a tempo determinato	0	0	0	0
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	11	1	1	3
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	155	158	158	158
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	72.067	51.878	49.494	55.539
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	12.837	12.759	12.563	12.643
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	299	241	226	228
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	10.666	10.843	10.291	9.913
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	5.922	5.920	5.920	5.920
<b>Altre passività</b>	68.151	68.548	68.437	67.913
<b>Rivalutazioni</b>	119.113	119.113	119.113	119.113
<b>Capitale e riserve</b>	59.350	59.349	59.348	61.949
<b>Passività totali</b>	<b>1.055.186</b>	<b>1.030.373</b>	<b>1.035.376</b>	<b>1.039.333</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
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	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 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
8	421.394	384	293.500	2,25	2,31	2,31	7
15	414.904	394	295.000	2,25	2,31	2,31	7
22	402.410	393	308.000	2,25	2,31	2,32	6
28	370.255	346	301.500	2,25	2,32	2,34	8
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine							
2005 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>5)</sup>	89.877	165	12.500	-	2,45	2,46	98
23 <sup>5)</sup>	45.003	127	17.500	-	2,44	2,45	97
2006 26 gen.	69.438	168	40.000	-	2,47	2,48	91
23 feb.	63.980	164	40.000	-	2,57	2,57	98

#### 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>4)</sup>	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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
7 feb.	Operazione temporanea	28.260	28	6.500	-	2,25	2,31	2,32	1

Fonte: BCE.

- Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di split tender, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante aste standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di split tender condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 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.

**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	
dic.	14.040,7	7.409,5	499,2	1.753,5	1.174,9	3.203,6	

**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
4° trim.	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.	154,7	155,4	0,7	0,0	2,30
7 mar.	157,7	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità						Fattori di assorbimento di liquidità				Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità	Banconote in circolazione	Conti delle Amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 1° trim.	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
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
7 feb.	325,2	310,0	96,2	0,0	0,3	0,1	0,0	548,4	56,6	-28,7	155,4	703,9

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

# 2

## MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <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
3° trim.	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
2005 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.	1.403,8	635,6	20,7	0,6	614,3	185,7	165,6	2,1	18,1	-	14,8	337,0	13,2	217,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	1.444,4	664,4	20,7	0,6	643,1	187,4	167,5	2,2	17,6	-	14,9	349,5	13,3	215,0
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	811,3	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	13.050,2	805,4	7.669,3	4.575,4	3.295,2	1.358,5	481,2	1.455,5	73,1	970,5	3.182,3	156,5	1.298,9
2° trim.	22.769,9	13.255,2	807,3	7.918,5	4.529,4	3.394,2	1.383,9	506,9	1.503,5	75,1	999,3	3.404,2	163,1	1.478,7
3° trim.	23.052,0	13.430,5	814,9	8.068,2	4.547,4	3.373,5	1.360,6	505,8	1.507,1	81,4	1.013,6	3.517,2	164,2	1.471,5
2005 ott.	23.294,3	13.589,9	811,0	8.133,4	4.645,4	3.434,5	1.399,9	522,0	1.512,5	83,7	990,1	3.577,3	165,1	1.453,9
nov.	23.762,4	13.697,7	805,4	8.217,6	4.674,7	3.551,3	1.483,9	543,5	1.523,9	87,1	1.009,4	3.717,0	165,3	1.534,7
dic.	23.601,4	13.682,2	831,2	8.291,8	4.559,3	3.505,4	1.440,2	551,8	1.513,3	84,9	1.006,9	3.643,9	165,6	1.512,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	23.911,2	13.794,4	826,5	8.383,2	4.584,8	3.545,0	1.459,0	555,3	1.530,7	86,8	1.032,1	3.745,3	164,6	1.543,0

#### 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
3° trim.	1.351,1	550,3	396,5	47,4	15,3	333,9	-	0,6	186,6	27,4	189,7
2005 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.	1.403,8	582,7	385,5	24,4	14,5	346,6	-	0,1	202,2	27,6	205,7
2006 gen. <sup>(p)</sup>	1.444,4	564,4	438,8	57,9	17,6	363,3	-	0,1	209,2	30,7	201,2
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	3.085,7	1.771,7
2° trim.	22.769,9	-	11.848,9	135,1	6.920,5	4.793,3	696,4	3.761,8	1.258,7	3.228,0	1.976,0
3° trim.	23.052,0	-	11.905,5	135,1	6.986,7	4.783,7	712,9	3.807,0	1.277,3	3.353,7	1.995,6
2005 ott.	23.294,3	-	12.058,9	133,1	7.029,7	4.896,1	712,6	3.843,7	1.276,3	3.419,3	1.983,4
nov.	23.762,4	-	12.130,7	137,2	7.056,3	4.937,2	716,7	3.872,2	1.295,4	3.609,2	2.138,2
dic.	23.601,4	-	12.198,4	150,2	7.192,2	4.856,0	697,8	3.858,7	1.309,2	3.511,4	2.025,9
2006 gen. <sup>(p)</sup>	23.911,2	-	12.202,1	133,7	7.200,0	4.868,4	693,4	3.889,0	1.341,8	3.604,5	2.180,3

Fonte: BCE.

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

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

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

**1. Attività**

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da altri residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	14.551,8	7.942,6	840,1	7.102,5	1.793,1	1.364,1	429,0	623,6	2.885,7	174,2	1.132,6
2004	15.719,1	8.389,6	832,9	7.556,8	1.906,8	1.439,9	466,9	666,2	3.236,9	173,6	1.345,9
2005 1° trim.	16.259,8	8.496,9	827,0	7.670,0	1.993,2	1.510,4	482,8	683,9	3.483,3	169,0	1.433,5
2° trim.	17.038,8	8.747,6	828,4	7.919,2	2.051,5	1.542,7	508,9	713,7	3.723,8	176,4	1.625,7
3° trim.	17.317,9	8.904,9	836,1	8.068,8	2.033,9	1.526,2	507,7	726,7	3.846,1	177,5	1.628,8
2005 ott.	17.452,5	8.966,3	832,3	8.134,0	2.090,4	1.566,3	524,1	702,7	3.904,2	178,4	1.610,5
nov.	17.880,2	9.044,9	826,6	8.218,2	2.197,2	1.651,6	545,6	708,3	4.056,1	178,6	1.695,2
dic.	17.851,0	9.144,2	851,9	8.292,4	2.159,7	1.605,8	553,9	707,1	3.980,9	178,9	1.680,2
2006 gen. <sup>(p)</sup>	18.122,1	9.231,0	847,2	8.383,8	2.184,0	1.626,6	557,5	719,9	4.094,8	177,9	1.714,6
Transazioni											
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	106,8	-6,6	113,4	82,5	66,2	16,4	15,7	187,2	-4,1	60,3
2° trim.	533,0	207,8	0,9	206,9	39,7	15,8	23,8	25,2	126,4	1,0	133,0
3° trim.	256,7	160,5	7,8	152,7	-14,7	-12,6	-2,1	2,9	107,3	1,0	-0,4
2005 ott.	134,4	61,2	-3,8	65,0	31,5	15,8	15,7	7,9	56,3	0,9	-23,4
nov.	217,6	77,7	-5,7	83,4	62,5	44,0	18,4	1,4	25,4	0,3	50,4
dic.	-42,5	97,4	23,7	73,7	-37,6	-45,6	8,0	-4,5	-81,3	0,4	-16,8
2006 gen. <sup>(p)</sup>	289,9	77,6	-4,6	82,2	33,4	28,6	4,8	10,7	129,4	-1,2	40,0

**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>b)</sup>	Obbligazioni <sup>b)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM
Consistenze										
2003	14.551,8	397,9	155,7	6.292,3	581,5	1.878,5	1.004,7	2.634,0	1.598,3	8,9
2004	15.719,1	468,4	162,4	6.655,9	604,9	2.061,7	1.047,0	2.842,2	1.842,9	33,6
2005 1° trim.	16.259,8	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
3° trim.	17.317,9	507,1	182,4	7.002,0	631,5	2.284,1	1.162,1	3.381,1	2.185,4	-17,8
2005 ott.	17.452,5	510,5	179,4	7.047,2	629,0	2.316,0	1.158,7	3.446,6	2.173,3	-8,2
nov.	17.880,2	514,5	185,1	7.074,2	629,7	2.334,3	1.174,0	3.637,3	2.333,9	-2,6
dic.	17.851,0	532,9	174,6	7.206,8	613,0	2.327,4	1.196,9	3.539,0	2.231,7	28,9
2006 gen. <sup>(p)</sup>	18.122,1	520,9	191,7	7.217,6	606,7	2.340,8	1.224,0	3.635,2	2.381,6	3,9
Transazioni										
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	65,2	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
3° trim.	256,7	10,6	-29,4	66,0	10,0	37,7	19,0	127,9	18,9	-4,2
2005 ott.	134,4	3,4	-3,0	44,9	-6,0	31,2	1,8	62,9	-11,8	11,1
nov.	217,6	4,0	5,7	24,6	-9,3	10,8	4,0	69,0	106,4	2,4
dic.	-42,5	18,4	-10,5	121,0	-17,0	-6,7	17,6	-94,7	-102,9	32,4
2006 gen. <sup>(p)</sup>	289,9	-12,0	17,1	15,1	9,2	8,7	7,7	126,5	133,0	-15,4

Fonte: BCE.

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

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

## 2.3 Statistiche monetarie

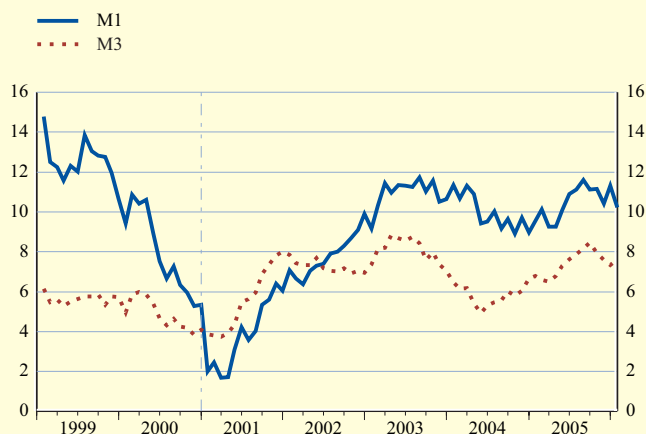
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Aggregati monetari<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	2.327,4	8.830,0	7.673,7	387,5
2° trim.	3.257,5	2.557,9	5.815,3	981,1	6.796,4	-	4.797,2	2.352,4	9.114,6	7.894,0	469,8
3° trim.	3.348,4	2.629,8	5.978,2	1.001,5	6.979,7	-	4.866,3	2.369,2	9.336,1	8.084,3	454,0
2005 ott.	3.369,1	2.635,6	6.004,8	990,0	6.994,8	-	4.902,2	2.405,9	9.391,6	8.148,4	437,0
nov.	3.379,7	2.638,5	6.018,2	1.001,5	7.019,7	-	4.943,9	2.477,1	9.477,2	8.213,5	398,3
dic.	3.417,4	2.649,9	6.067,2	990,1	7.057,3	-	4.984,9	2.486,3	9.543,2	8.278,2	423,6
2006 gen. <sup>(p)</sup>	3.433,4	2.673,1	6.106,5	993,3	7.099,8	-	5.026,3	2.482,0	9.655,8	8.379,7	459,5
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	53,4	572,5	504,3	163,0
2005 1° trim.	91,3	8,2	99,4	-20,5	78,9	-	107,1	25,2	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
3° trim.	91,9	71,7	163,6	21,1	184,6	-	57,1	20,9	213,4	193,4	-30,0
2005 ott.	21,1	5,1	26,2	-15,4	10,8	-	40,6	12,3	87,3	63,9	-16,2
nov.	9,5	2,0	11,6	-2,5	9,1	-	26,6	30,0	77,4	64,3	-43,5
dic.	37,8	11,7	49,4	-11,3	38,1	-	23,5	7,7	62,0	64,2	15,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	17,5	25,3	42,9	10,8	53,7	-	26,0	3,9	102,5	92,4	21,0
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	2,4	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
set.	11,1	6,5	8,8	6,1	8,4	8,2	8,7	1,3	9,1	8,8	77,7
2005 ott.	11,2	6,0	8,6	4,0	7,9	8,0	8,9	1,8	9,4	8,9	50,0
nov.	10,4	5,9	8,2	3,8	7,6	7,6	8,7	3,3	9,4	9,0	-2,6
dic.	11,3	5,4	8,5	0,8	7,3	7,5	8,4	4,5	9,4	9,2	-16,7
2006 gen. <sup>(p)</sup>	10,2	6,4	8,4	3,3	7,6	.	8,5	3,6	9,9	9,7	1,3

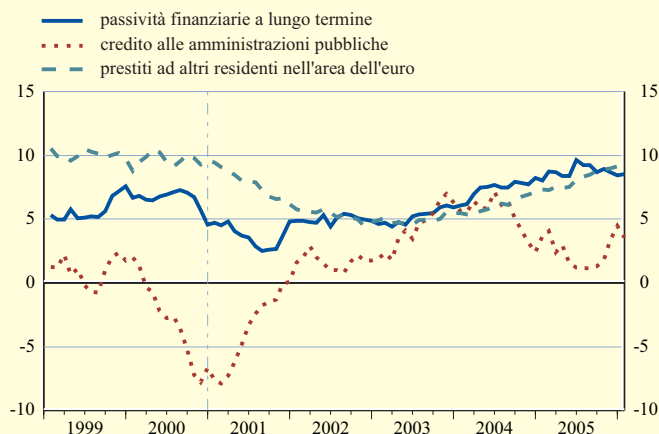
### F1 Aggregati monetari

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle Amministrazioni centrali (Poste e Tesoro) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle Amministrazioni centrali (M1, M2, M3: cfr. Glossario).

2) I valori nella sezione "variazioni percentuali" sono somme delle transazioni avvenute durante i 12 mesi terminanti nel periodo indicato.

## 2.3 Statistiche monetarie

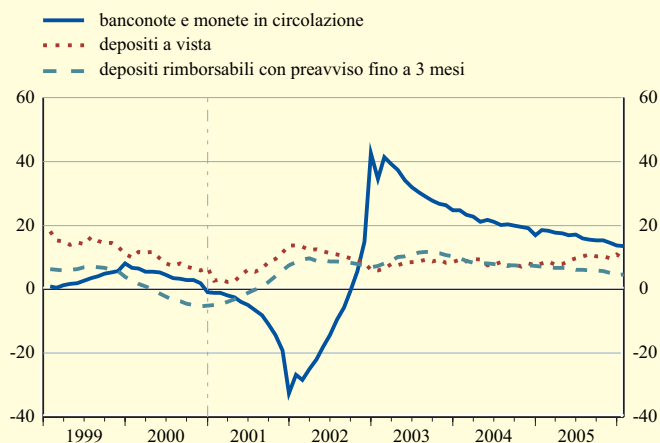
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi	Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni	Capitale e riserve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2003	386,9	2.293,7	1.031,0	1.522,3	218,4	596,1	92,7	1.789,6	90,7	1.250,0	1.003,1
2004	452,7	2.460,0	1.026,5	1.634,5	239,4	618,9	102,3	1.962,6	89,6	1.357,3	1.044,9
2005 1° trim.	477,6	2.529,1	1.019,3	1.656,1	225,8	613,1	106,0	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
3° trim.	507,4	2.841,0	1.084,0	1.545,9	244,9	636,6	120,0	2.158,3	87,8	1.464,1	1.156,2
2005 ott.	515,0	2.854,2	1.087,0	1.548,7	237,3	631,3	121,4	2.186,7	87,0	1.473,6	1.154,8
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.	514,8	2.902,5	1.109,1	1.540,8	232,4	626,6	131,1	2.200,9	86,3	1.503,4	1.194,3
2006 gen. <sup>(p)</sup>	530,0	2.903,4	1.121,5	1.551,6	238,7	608,0	146,5	2.202,1	87,5	1.517,0	1.219,7
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	-1,1	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
3° trim.	13,7	78,1	44,5	27,2	5,2	13,6	2,2	31,4	-3,8	17,6	11,9
2005 ott.	7,5	13,6	2,3	2,8	-7,6	-8,8	1,0	28,1	-0,7	9,5	3,7
nov.	4,7	4,9	1,9	0,2	0,5	-7,6	4,6	6,8	-0,4	10,2	10,0
dic.	-4,8	42,6	19,8	-8,1	-5,4	-7,5	1,6	3,8	-0,4	7,1	13,0
2006 gen. <sup>(p)</sup>	15,2	2,4	14,3	11,0	6,4	-2,9	7,4	4,4	1,3	14,2	6,0
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	6,4	10,6	0,5	9,1	5,4
giu.	17,2	9,8	3,4	6,1	10,3	2,3	10,4	11,7	1,4	9,4	6,7
set.	15,3	10,4	7,2	5,9	8,8	3,7	14,5	10,3	-2,3	8,8	6,5
2005 ott.	15,3	10,4	6,2	5,7	5,0	1,4	17,5	11,0	-3,8	8,7	6,5
nov.	14,6	9,7	6,7	5,2	6,6	0,5	17,0	10,9	-4,5	8,3	6,3
dic.	13,7	10,9	6,6	4,3	-3,1	-1,0	20,3	10,0	-4,9	7,8	7,4
2006 gen. <sup>(p)</sup>	13,6	9,6	8,5	4,7	3,4	-1,4	31,6	9,5	-3,9	8,2	8,1

### F3 Componenti degli aggregati monetari

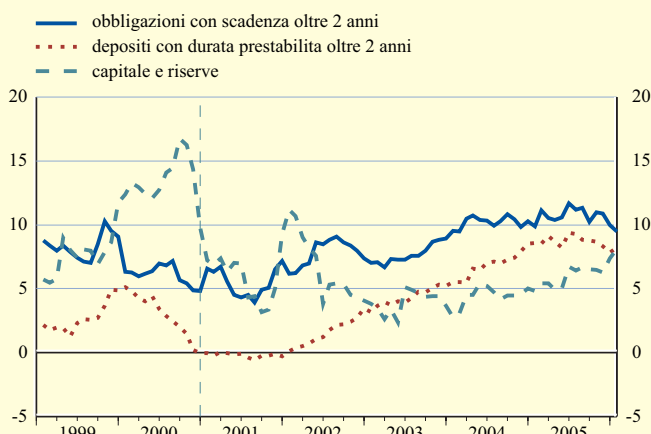
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



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

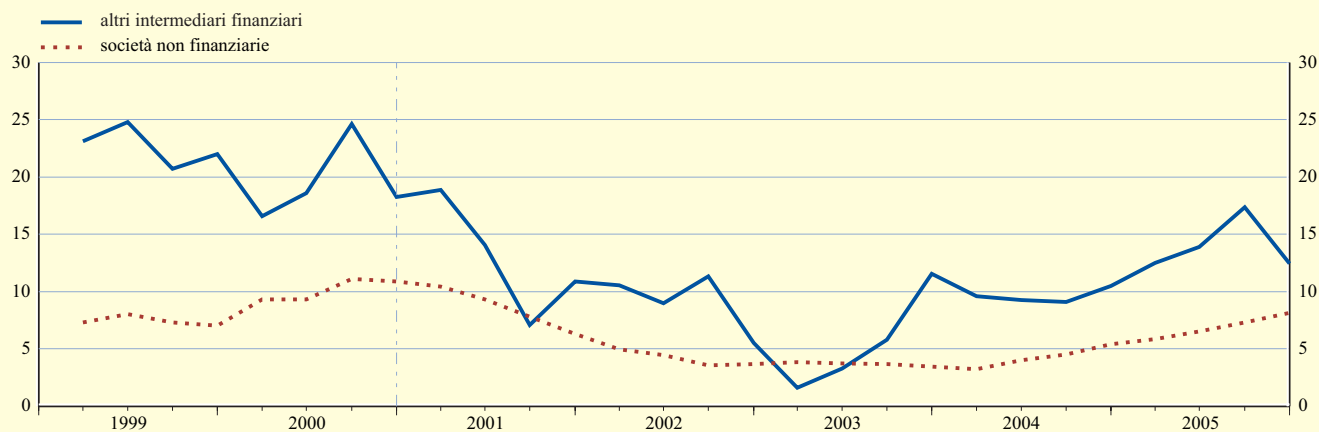
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>		Società non finanziarie			
	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8
Consistenze								
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	3.152,8	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
3° trim.	65,2	42,8	601,1	370,2	3.322,5	1.011,2	576,4	1.734,8
2005 ott.	68,9	45,6	601,7	369,1	3.342,6	1.018,2	586,4	1.738,0
nov.	75,4	50,7	617,0	377,4	3.374,0	1.027,6	589,7	1.756,7
dic.	64,4	41,5	628,6	378,3	3.406,3	1.036,1	592,8	1.777,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	76,4	52,9	642,0	392,3	3.444,9	1.046,8	600,3	1.797,8
Transazioni								
2003	4,2	2,2	53,4	26,2	102,7	-6,9	16,1	93,4
2004	13,1	9,1	52,1	27,7	163,0	23,7	31,1	108,2
2005 1° trim.	8,6	7,9	10,9	14,9	37,6	7,8	8,1	21,7
2° trim.	5,5	4,2	16,5	9,5	82,4	34,6	9,8	37,9
3° trim.	1,4	-1,0	19,7	7,3	41,7	-13,2	12,0	42,9
2005 ott.	3,7	2,8	-1,9	-2,7	27,2	8,9	10,6	7,7
nov.	6,4	5,1	13,3	7,7	31,9	9,5	3,8	18,6
dic.	-11,0	-9,3	10,6	0,7	35,9	6,1	6,9	22,9
2006 gen. <sup>(p)</sup>	12,0	11,5	18,1	17,1	29,9	11,4	7,5	11,0
Variazioni percentuali								
2003 dic.	11,8	11,6	11,6	8,8	3,5	-0,7	3,2	6,4
2004 dic.	36,9	41,5	10,5	9,1	5,4	2,5	6,0	7,0
2005 mar.	23,7	21,8	12,5	17,5	5,9	3,9	6,6	6,9
giu.	17,5	9,8	13,9	18,8	6,5	5,6	6,2	7,2
set.	22,7	13,3	17,4	22,1	7,3	5,6	6,6	8,6
2005 ott.	24,0	15,8	15,6	19,1	7,5	5,5	8,2	8,4
nov.	37,3	33,0	12,9	12,7	7,7	4,8	8,5	9,2
dic.	30,0	30,7	12,5	11,1	8,1	5,5	9,4	9,3
2006 gen. <sup>(p)</sup>	35,9	36,4	15,9	14,8	8,5	6,0	8,9	9,8

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

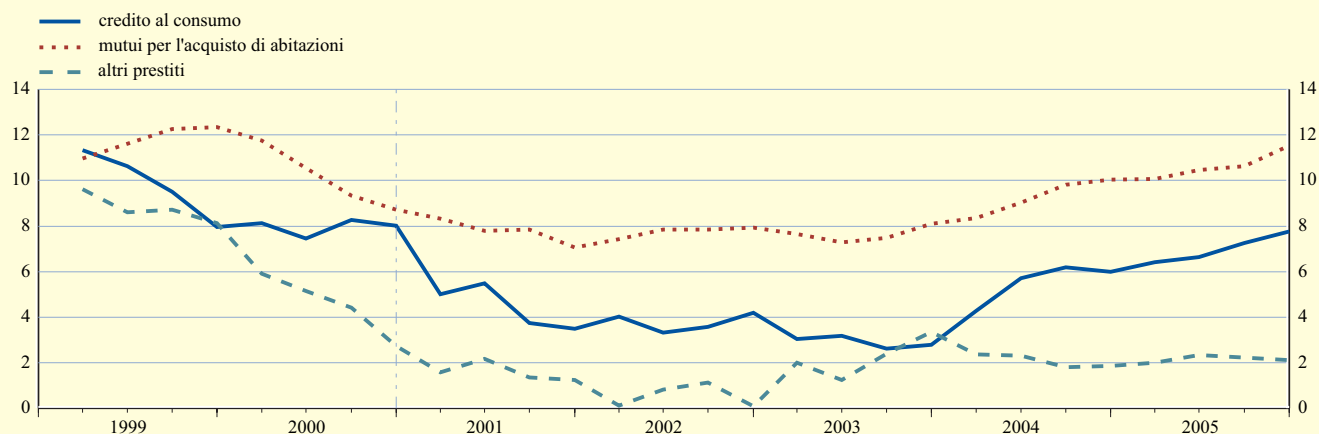
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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

	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	2.656,2	716,8	149,9	101,0	465,8
3° trim.	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
2005 ott.	4.120,2	548,8	126,9	200,0	221,9	2.851,0	14,9	67,8	2.768,3	720,4	145,3	101,7	473,3
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.	4.192,5	553,7	128,7	201,9	223,2	2.917,5	15,2	68,2	2.834,1	721,3	146,9	99,8	474,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	4.219,9	554,3	128,2	201,9	224,2	2.946,4	15,1	68,7	2.862,6	719,2	146,0	97,4	475,9
Transazioni													
2003	211,6	13,1	8,4	6,2	-1,5	177,2	-5,9	1,6	181,4	21,3	-6,1	-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	75,7	0,5	0,5	74,6	11,1	5,6	0,5	5,0
3° trim.	90,0	8,7	1,5	2,1	5,1	83,1	0,3	1,3	81,4	-1,8	-4,7	0,1	2,7
2005 ott.	36,1	4,4	1,3	1,1	2,0	30,6	-0,3	0,3	30,7	1,0	-0,8	0,0	1,7
nov.	31,8	2,7	-0,5	0,7	2,4	26,0	0,1	0,4	25,4	3,1	2,8	0,6	-0,3
dic.	38,2	4,0	2,5	1,2	0,3	35,0	0,3	0,4	34,2	-0,8	-0,7	-0,9	0,8
2006 gen. <sup>(p)</sup>	22,2	1,2	-0,3	0,1	1,4	22,4	0,0	0,6	21,9	-1,4	-0,5	-2,4	1,4
Variazioni percentuali													
2003 dic.	6,4	2,8	8,0	3,5	-0,2	8,1	-26,2	2,5	8,6	3,4	-4,0	-4,9	8,5
2004 dic.	7,9	6,0	6,3	4,7	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	7,4	10,1	5,0	8,0	10,1	2,0	2,1	1,1	2,2
giu.	8,4	6,7	6,6	5,8	7,5	10,5	4,1	4,6	10,7	2,3	3,8	0,6	2,3
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
2005 ott.	8,9	7,8	9,1	6,4	8,3	10,9	1,2	4,7	11,1	2,4	2,4	0,3	2,8
nov.	9,1	8,1	8,8	6,6	9,1	11,1	4,5	6,3	11,3	2,3	2,0	1,1	2,7
dic.	9,3	7,8	7,1	6,7	9,1	11,5	5,4	6,7	11,7	2,1	2,4	0,0	2,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	9,4	8,0	6,6	7,3	9,5	11,7	7,8	7,9	11,8	1,8	2,1	-1,6	2,5

### 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>

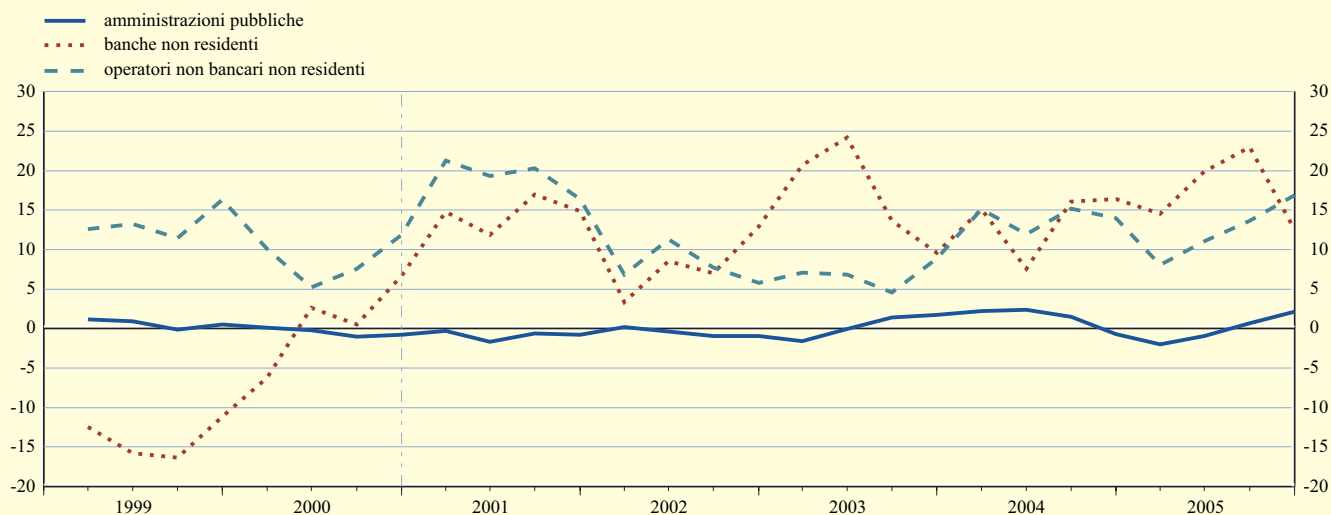
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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	811,3	129,5	252,3	405,7	23,8	1.974,7	1.342,2	632,5	61,3	571,1
2005 1° trim.	805,4	128,2	248,1	406,6	22,5	2.136,5	1.463,8	672,7	62,0	610,7
2° trim.	807,3	123,8	247,5	407,3	28,6	2.292,5	1.582,4	710,1	62,1	648,0
3° trim.	814,9	124,1	247,1	411,0	32,7	2.375,5	1.633,1	742,5	64,1	678,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	831,2	128,6	246,8	423,7	32,1	2.466,2	1.681,0	785,3	67,7	717,6
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.	-6,6	-1,6	-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.	7,8	0,3	-0,5	3,8	4,1	85,3	52,0	33,4	2,0	31,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	14,7	2,8	-2,7	15,1	-0,6	-24,7	-63,5	38,7	3,6	35,1
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.	-2,0	-2,5	-5,5	4,6	-42,1	12,4	14,6	8,0	1,1	8,8
giu.	-1,0	-1,3	-2,6	4,0	-34,7	17,0	19,9	11,0	2,1	12,0
set.	0,7	1,0	-2,4	4,1	-15,6	19,9	23,0	13,6	5,3	14,5
dic. <sup>(p)</sup>	2,1	-2,4	-3,2	4,9	34,9	13,9	12,5	16,9	10,4	17,6

### 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>**

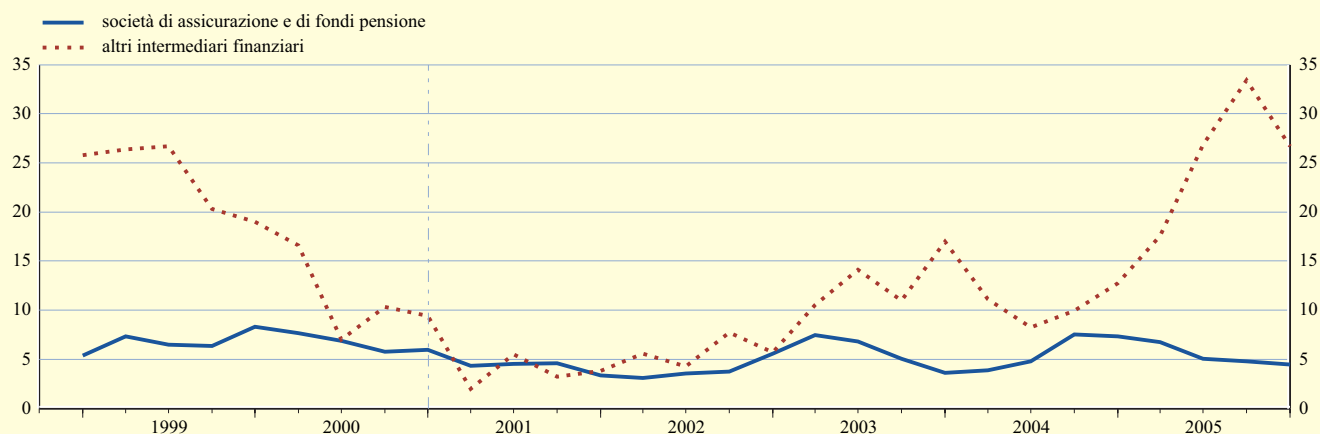
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**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	
<b>Consistenze</b>														
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
3° trim.	602,9	60,0	50,8	466,9	1,1	1,6	22,4	833,0	242,6	169,7	275,6	10,6	0,1	134,4
2005 ott.	609,9	66,6	48,1	468,5	1,1	1,5	24,1	847,1	232,3	176,5	285,5	11,0	0,1	141,7
nov.	605,4	67,9	42,1	469,7	1,2	1,5	23,1	852,3	225,6	180,1	298,3	11,1	0,1	137,0
dic.	612,3	67,6	52,0	469,6	1,2	1,4	20,5	865,5	224,1	186,1	324,5	10,5	0,1	120,2
2006 gen. <sup>(p)</sup>	621,3	72,7	49,8	471,6	1,2	1,4	24,6	898,0	249,4	179,2	329,9	10,0	0,1	129,5
<b>Transazioni</b>														
2003	19,0	1,6	3,9	11,8	0,3	0,4	1,1	82,8	25,3	0,8	37,6	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
3° trim.	7,2	-1,2	2,6	3,9	0,0	0,1	1,9	43,3	15,8	20,4	14,0	-0,5	0,0	-6,3
2005 ott.	6,9	6,7	-2,9	1,5	0,0	0,0	1,6	9,9	-10,3	6,6	5,9	0,4	0,0	7,3
nov.	-4,6	1,2	-6,0	1,2	0,0	0,0	-0,9	4,5	-7,0	3,7	12,5	0,2	0,0	-4,8
dic.	6,1	-0,6	9,3	-0,1	0,0	0,0	-2,6	1,0	-1,7	6,2	13,9	-0,6	0,0	-16,8
2006 gen. <sup>(p)</sup>	9,1	5,1	-2,1	1,9	0,0	0,0	4,1	34,4	25,9	-6,4	6,0	-0,5	0,0	9,4
<b>Variazioni percentuali</b>														
2003 dic.	3,6	2,8	9,9	2,9	41,3	58,8	6,0	17,0	16,3	0,5	35,2	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
set.	4,8	-2,8	7,9	5,1	26,4	33,0	12,0	33,4	27,3	33,4	49,5	46,3	-	18,9
2005 ott.	5,0	13,3	-2,0	4,6	22,4	2,8	5,5	29,7	22,7	25,1	51,0	45,9	-	14,6
nov.	3,2	6,0	-12,1	4,1	18,3	2,9	10,9	27,8	13,0	33,9	48,0	27,1	-	13,9
dic.	4,5	12,2	-1,2	4,3	36,2	2,9	-1,0	26,7	21,9	26,6	46,8	14,3	-	0,1
2006 gen. <sup>(p)</sup>	3,8	6,3	-3,8	4,3	18,5	1,3	4,4	26,4	16,8	30,7	49,8	-4,5	-	3,6

**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>

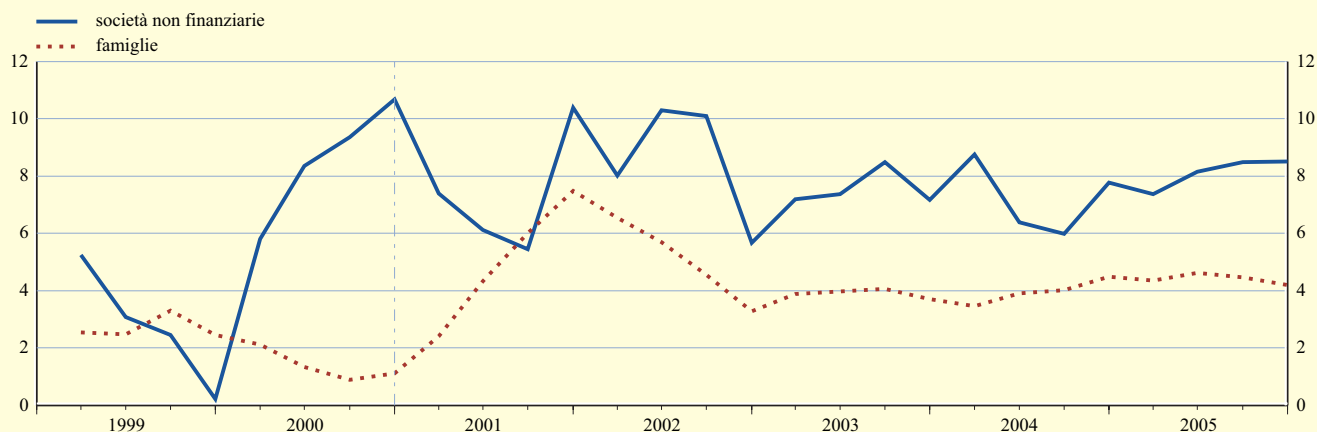
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
3° trim.	1.152,8	719,6	296,9	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
2005 ott.	1.169,5	734,5	302,9	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.	1.177,9	742,9	299,1	66,6	44,8	1,2	23,3	4.259,2	1.642,4	520,6	623,3	1.336,8	83,7	52,5
dic.	1.210,1	768,1	304,8	67,0	44,5	1,2	24,4	4.340,2	1.685,4	532,7	630,3	1.354,2	84,5	53,1
2006 gen. <sup>(p)</sup>	1.182,1	739,9	301,5	67,0	47,2	1,2	25,3	4.336,4	1.668,6	533,4	629,3	1.366,3	85,2	53,5
Transazioni														
2003	70,4	40,9	19,7	3,9	10,2	0,0	-4,2	141,9	95,3	-45,8	10,4	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
3° trim.	20,4	-1,6	22,8	-3,1	2,2	-0,3	0,3	-0,8	-3,2	3,8	-4,0	5,5	-3,3	0,4
2005 ott.	20,7	14,9	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.	7,3	7,9	-4,3	0,9	0,3	0,0	2,5	12,2	13,0	2,8	-2,0	-3,0	0,2	1,3
dic.	33,5	25,8	6,3	0,6	-0,3	0,0	1,2	81,1	43,1	12,1	6,9	17,4	0,9	0,7
2006 gen. <sup>(p)</sup>	-26,4	-27,6	-2,5	0,1	2,7	0,0	0,9	-3,0	-16,6	1,3	-0,9	12,2	0,7	0,4
Variazioni percentuali														
2003 dic.	7,2	6,7	7,5	6,2	41,5	-3,9	-12,4	3,7	7,9	-7,7	1,8	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
set.	8,5	9,1	10,7	-1,7	16,5	-26,5	-12,7	4,4	7,8	0,5	1,8	4,6	-2,4	-4,0
2005 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.	8,5	12,9	3,7	-2,2	8,9	-29,0	-17,9	4,2	8,5	2,9	-0,5	3,2	-4,5	-4,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	10,2	11,8	8,9	-0,5	18,7	-27,8	1,6	4,0	7,6	3,2	-0,9	3,4	-3,4	2,6

### 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>**

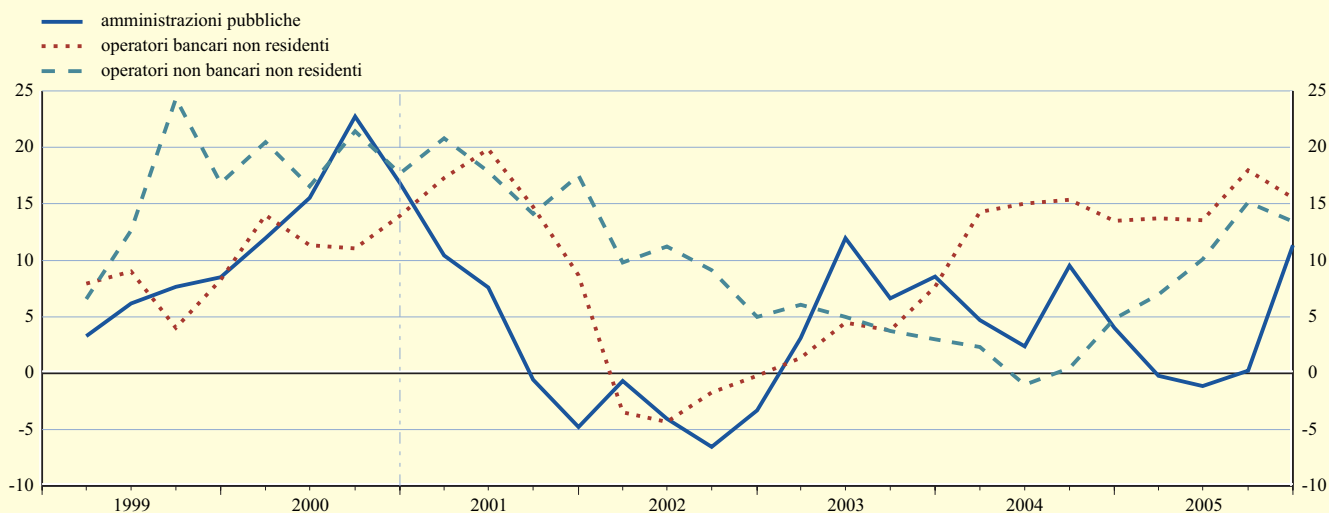
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

**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
<b>Consistenze</b>										
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.	287,5	135,1	36,0	71,3	45,2	2.907,1	2.108,2	798,9	125,2	673,7
4° trim. <sup>(p)</sup>	314,3	150,2	38,4	80,9	44,9	3.042,3	2.234,1	808,1	126,8	681,3
<b>Transazioni</b>										
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.	-0,9	-0,3	0,9	1,7	-3,2	122,7	74,9	47,8	6,7	41,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	26,8	15,1	2,4	9,6	-0,3	16,8	11,8	5,0	1,6	3,4
<b>Variazioni percentuali</b>										
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.	0,2	-7,9	14,1	7,9	5,9	17,2	18,0	15,1	18,7	14,5
dic. <sup>(p)</sup>	11,3	8,8	25,6	16,5	1,3	14,9	15,5	13,4	22,7	11,8

**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.

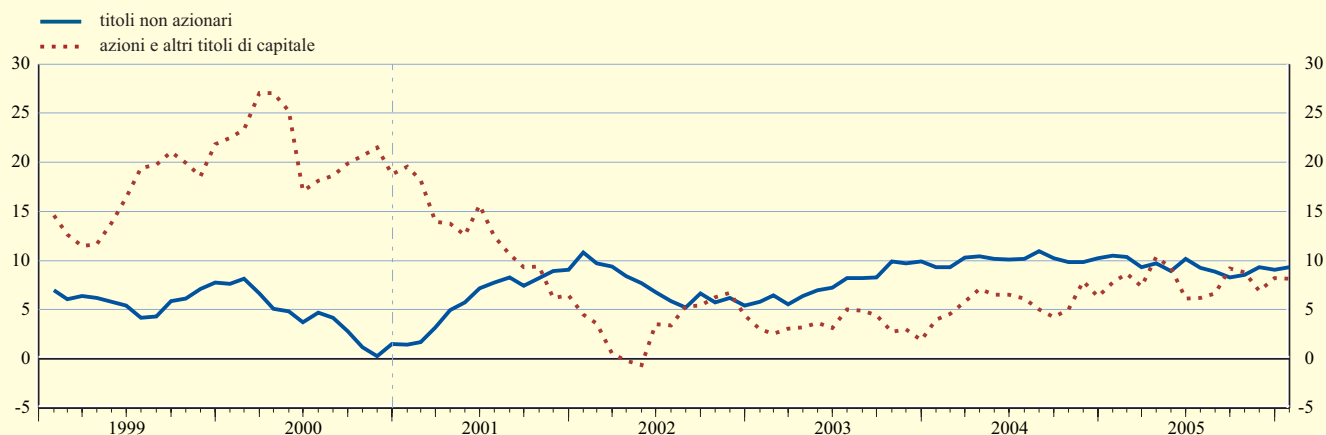
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1)</sup>

(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
3° trim.	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
2005 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.	4.437,4	1.449,0	64,3	1.423,2	17,0	527,6	24,2	932,0	1.251,4	310,1	696,8	244,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	4.510,0	1.468,3	62,5	1.442,2	16,9	529,9	25,4	964,9	1.290,1	322,6	709,4	258,0
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
3° trim.	1,2	1,8	0,2	-20,6	0,9	-2,9	0,9	20,8	6,6	1,1	2,7	2,8
2005 ott.	48,3	4,5	1,7	13,4	0,3	12,8	2,8	12,8	1,9	0,2	7,9	-6,2
nov.	77,4	7,0	1,0	42,4	-0,1	16,9	1,6	8,7	20,0	13,1	1,5	5,3
dic.	-33,3	-4,0	-6,9	-42,7	-0,4	8,2	-0,2	12,6	-4,9	-1,5	-4,6	1,1
2006 gen. <sup>(p)</sup>	99,5	27,7	-0,9	25,5	0,3	3,0	1,6	42,3	32,3	10,3	10,7	11,4
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
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
2005 ott.	8,5	7,5	8,2	1,5	-19,3	14,8	23,6	19,7	8,8	4,6	10,9	8,1
nov.	9,3	7,3	9,0	4,3	-14,2	17,2	31,3	17,2	6,9	7,1	9,1	0,5
dic.	9,1	6,2	-1,2	4,7	-4,3	16,4	34,7	17,8	8,2	9,6	7,4	8,8
2006 gen. <sup>(p)</sup>	9,3	8,0	-8,5	3,9	-16,0	15,9	47,4	18,1	8,1	10,9	7,1	7,2

## F11 Disponibilità in titoli delle IFM

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

**2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM <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
3° trim.	-0,9	-0,4	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,4	0,0	-0,5
2005 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.	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,5	-0,4	-2,4	-0,2	-1,7	-0,5
2006 gen. <sup>(p)</sup>	-0,6	-0,2	-0,1	-0,2	-0,9	-0,1	0,0	-0,8	-1,0	-0,3	-0,1	-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
3° trim.	-1,8	-0,9	-0,2	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2
2005 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.	-5,2	-0,6	-3,3	-1,3	-0,3	-0,2	-0,1
2006 gen. <sup>(p)</sup>	-1,7	-0,8	-0,2	-0,7	-0,1	0,0	-0,1

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004	13,5	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
3° trim.	-3,1	0,2	0,1	-3,6	-0,1	0,3	0,0	0,0	14,3	1,8	7,1	5,4
2005 ott.	-2,2	-0,4	0,0	-1,0	0,0	-0,1	0,0	-0,6	-0,9	-0,3	-0,8	0,2
nov.	6,0	-0,4	0,1	1,2	0,5	0,3	0,1	4,2	7,9	1,0	3,5	3,4
dic.	1,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,2	0,0	1,3	6,0	0,7	2,6	2,6
2006 gen. <sup>(p)</sup>	-3,5	-1,0	-0,1	-1,2	-0,1	-0,7	-0,1	-0,4	5,9	2,0	2,0	1,9

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.	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
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.856,0	90,9	9,1	5,7	0,4	1,4	1,0	7.342,4	96,8	3,2	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.	2.108,2	46,8	53,2	34,3	2,5	3,0	9,7	798,9	51,9	48,1	31,1	1,8	2,0	9,9
4° trim. <sup>(p)</sup>	2.234,1	45,9	54,1	35,5	2,4	3,0	9,6	808,1	52,2	47,8	31,8	1,7	2,1	9,1

### 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.	3.994,3	81,9	18,1	9,0	1,8	2,0	3,2
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.052,2	81,2	18,8	9,4	1,8	2,0	3,3

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	-	-	-	-	-	8.474,8	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
2° trim.	4.529,4	-	-	-	-	-	8.725,8	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
3° trim.	4.547,4	-	-	-	-	-	8.883,1	96,3	3,7	1,6	0,2	1,3	0,4	
4° trim. <sup>(p)</sup>	4.559,3	-	-	-	-	-	9.122,9	96,3	3,7	1,7	0,2	1,3	0,5	
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.	1.633,1	49,2	50,8	29,5	4,3	2,0	10,1	742,5	40,1	59,9	42,4	1,6	3,9	8,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.681,0	47,7	52,3	30,9	4,4	2,1	10,1	785,3	39,3	60,7	42,8	1,7	4,1	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.	1.507,1	95,5	4,5	2,0	0,3	0,4	1,5	1.866,4	98,1	1,9	1,0	0,3	0,1	0,4
4° trim. <sup>(p)</sup>	1.513,3	95,8	4,2	2,0	0,3	0,4	1,3	1.992,0	97,9	2,1	1,1	0,3	0,1	0,5
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.	407,2	49,5	50,5	29,1	0,8	0,6	17,0	489,2	40,2	59,8	36,0	6,1	0,9	11,1
4° trim. <sup>(p)</sup>	399,4	47,7	52,3	31,0	0,8	0,7	16,2	532,6	35,6	64,4	37,7	7,3	0,9	12,6

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

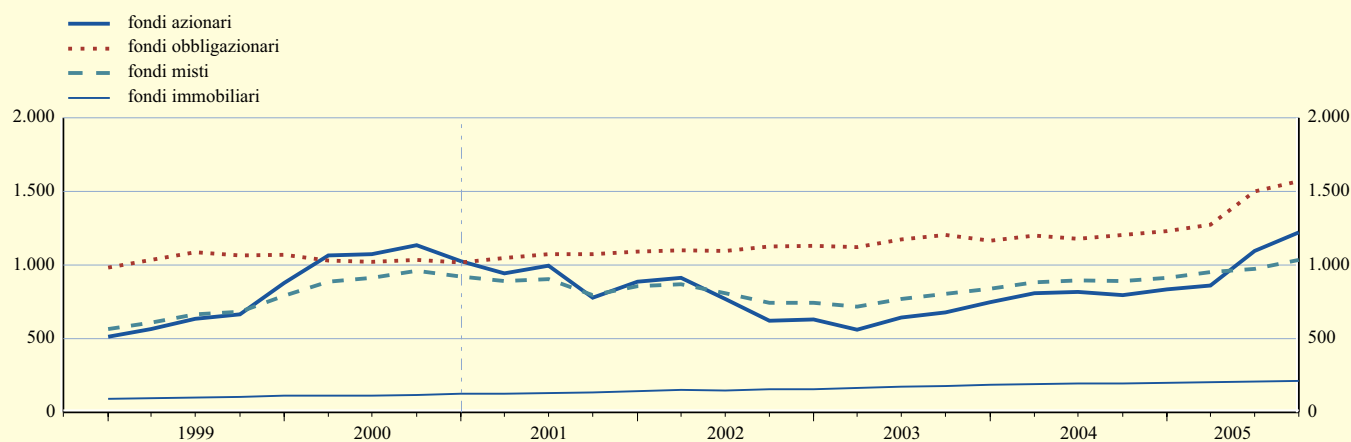
	Totale 1	Depositi e prestiti ricevuti 2	Quote di fondi d'investimento 3	Altre passività 4
3° trim.	3.652,8	53,3	3.463,1	136,4
4° trim.	3.790,0	52,3	3.588,4	149,2
2005 1° trim.	4.013,0	60,5	3.764,0	188,5
2° trim.	4.263,4	57,8	3.996,9	208,6
3° trim. <sup>(p)</sup>	4.572,2	59,5	4.306,0	206,7

### 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 diversi dalle IFM 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 2° trim.	16.109,3	6.056,9	372,3	5.263,9	2.101,2	1.529,5	1.553,9	79,4	223,7	197,0	341,7
3° trim.	16.173,8	6.081,9	383,5	5.284,3	2.104,2	1.532,2	1.565,1	82,8	204,1	210,0	356,0
4° trim.	16.518,0	6.241,7	413,7	5.435,0	2.165,2	1.577,9	1.603,7	88,2	162,4	230,6	337,8
2005 1° trim.	16.831,8	6.257,1	408,4	5.432,8	2.174,3	1.560,0	1.620,0	78,5	187,4	228,5	374,1
2° trim.	17.292,8	6.423,8	430,8	5.550,1	2.448,6	1.552,8	1.471,1	77,7	211,5	231,4	370,5
3° trim.	17.639,9	6.426,1	439,5	5.565,0	2.440,3	1.571,6	1.475,5	77,6	182,4	239,2	393,8
Transazioni											
2004 2° trim.	293,4	139,2	21,4	86,1	82,0	-14,7	20,7	-1,9	39,4	-7,8	-3,1
3° trim.	119,1	29,4	11,3	24,8	4,6	5,5	11,3	3,4	-19,7	13,0	13,1
4° trim.	149,5	168,5	30,2	159,4	65,2	49,9	38,9	5,4	-41,7	20,6	-14,0
2005 1° trim.	160,4	14,9	-5,2	-4,0	7,4	-17,4	15,7	-9,7	25,0	-0,9	16,3
2° trim.	279,8	160,3	22,3	111,0	111,0	-10,1	11,0	-0,9	24,1	2,9	-3,0
3° trim.	98,6	2,8	8,7	15,7	-7,4	18,8	4,4	-0,1	-29,4	7,8	12,0
Variazioni percentuali											
2004 2° trim.	4,5	5,3	19,5	4,2	8,3	-1,7	6,3	-15,7	12,8	3,9	7,7
3° trim.	4,5	5,6	18,8	4,4	8,1	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,7	6,0
4° trim.	4,5	6,2	17,4	5,1	7,1	1,6	6,2	3,6	3,9	16,2	4,6
2005 1° trim.	4,6	5,9	16,4	5,1	7,9	1,5	5,6	-3,3	1,7	12,2	3,6
2° trim.	4,4	6,2	15,7	5,5	9,0	1,8	4,9	-2,1	-5,5	18,1	3,6
3° trim.	4,3	5,7	14,6	5,3	8,4	2,7	4,5	-6,3	-10,8	14,5	3,2
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 2° trim.	1.951,1	166,3	1.784,8	4.078,7	2.095,1	1.983,6	438,7	4.022,7	3.642,1	380,6	
3° trim.	1.960,7	166,0	1.794,7	4.042,3	2.060,0	1.982,3	438,9	4.088,9	3.704,5	384,4	
4° trim.	1.937,0	160,0	1.777,0	4.178,2	2.180,2	1.998,0	421,8	4.161,1	3.774,4	386,7	
2005 1° trim.	1.973,4	157,8	1.815,6	4.329,0	2.279,5	2.049,5	429,2	4.272,3	3.876,5	395,8	
2° trim.	2.035,5	161,9	1.873,6	4.456,4	2.348,3	2.108,1	426,7	4.377,1	3.978,9	398,2	
3° trim.	2.026,7	160,2	1.866,5	4.698,6	2.510,3	2.188,3	429,2	4.488,4	4.086,1	402,3	
Transazioni											
2004 2° trim.	39,9	10,8	29,2	56,8	52,6	4,2	0,0	57,6	53,0	4,5	
3° trim.	11,0	0,3	10,7	16,6	9,5	7,1	-2,4	62,1	58,3	3,8	
4° trim.	-19,1	-9,5	-9,5	-60,4	-51,4	-9,0	-15,8	60,5	58,1	2,4	
2005 1° trim.	36,6	-4,4	41,0	34,9	0,5	34,3	7,9	74,0	64,9	9,1	
2° trim.	33,9	3,0	30,9	22,7	3,8	18,9	0,8	62,9	60,2	2,7	
3° trim.	-3,0	-2,4	-0,6	18,1	-17,2	35,3	4,9	80,5	76,6	4,0	
Variazioni percentuali											
2004 2° trim.	1,6	10,0	0,8	3,1	3,1	3,1	1,7	6,3	6,4	5,1	
3° trim.	1,3	2,9	1,2	2,4	2,6	2,2	0,6	6,2	6,4	5,0	
4° trim.	1,8	5,0	1,6	1,3	0,9	1,7	-0,8	6,4	6,5	5,5	
2005 1° trim.	3,5	-1,8	4,0	1,2	0,6	1,8	-2,4	6,4	6,5	5,3	
2° trim.	3,2	-6,4	4,1	0,3	-1,8	2,6	-2,2	6,5	6,6	4,7	
3° trim.	2,5	-8,0	3,4	0,4	-3,1	4,0	-0,5	6,8	7,0	4,7	

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 dall'esterno dell'area dell'euro ai settori diversi dalle IFM
	Totale			Amministrazioni pubbliche			Società non finanziarie			Famiglie <sup>1)</sup>			
	Totale	Concessi da IFM dell'area dell'euro		Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2004 2° trim.	17.298,3	8.719,6	7.593,6	932,9	91,5	841,4	3.740,7	1.187,9	2.552,8	4.045,9	292,1	3.753,9	431,5
3° trim.	17.407,6	8.800,7	7.671,3	928,7	90,1	838,6	3.744,8	1.171,7	2.573,1	4.127,3	289,7	3.837,5	426,1
4° trim.	17.776,6	8.925,6	7.794,7	927,8	80,9	846,9	3.787,2	1.193,8	2.593,5	4.210,5	294,8	3.915,7	434,8
2005 1° trim.	18.145,9	9.014,7	7.877,9	922,3	77,5	844,9	3.818,4	1.192,9	2.625,4	4.274,1	294,8	3.979,3	455,4
2° trim.	18.670,5	9.222,4	8.102,7	922,3	82,3	840,0	3.911,6	1.240,8	2.670,7	4.388,5	305,3	4.083,2	526,0
3° trim.	19.139,6	9.356,1	8.238,6	931,5	87,6	843,9	3.943,0	1.224,0	2.719,0	4.481,6	302,7	4.179,0	537,7
<b>Transazioni</b>													
2004 2° trim.	263,8	150,2	134,5	-9,2	5,4	-14,5	70,1	16,8	53,4	89,2	8,6	80,6	-3,6
3° trim.	145,0	78,8	86,1	-5,2	-1,4	-3,8	0,1	-16,6	16,7	83,8	-1,9	85,7	1,9
4° trim.	113,6	142,7	139,7	1,6	-9,2	10,8	57,2	25,3	31,8	83,9	6,4	77,5	0,8
2005 1° trim.	236,7	88,9	87,2	-6,3	-3,4	-2,8	29,3	5,2	24,1	65,9	0,8	65,0	6,7
2° trim.	316,0	197,1	185,7	-0,7	4,8	-5,5	86,7	38,6	48,2	111,1	10,4	100,7	59,6
3° trim.	215,2	128,7	139,5	9,5	5,3	4,2	24,2	-16,5	40,7	95,0	-2,6	97,7	18,4
<b>Variazioni percentuali</b>													
2004 2° trim.	4,2	4,9	5,3	1,7	28,1	-0,6	2,5	-2,3	4,8	8,0	0,8	8,6	1,3
3° trim.	4,3	4,8	5,7	0,9	24,6	-1,2	2,2	-1,5	4,0	8,3	2,0	8,8	5,5
4° trim.	4,3	5,0	5,9	-0,9	-1,6	-0,9	3,2	1,8	3,8	8,1	3,1	8,5	2,2
2005 1° trim.	4,4	5,4	6,0	-2,0	-10,1	-1,2	4,2	2,6	5,0	8,2	5,0	8,4	1,4
2° trim.	4,7	5,8	6,6	-1,1	-10,1	-0,2	4,6	4,4	4,7	8,5	5,4	8,8	16,0
3° trim.	5,1	6,3	7,2	0,4	-2,8	0,8	5,3	4,5	5,6	8,6	5,2	8,9	20,1
<b>Titoli non azionari emessi da:</b>													
	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	Totale	A breve termine	A lungo termine				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23			
<b>Consistenze</b>													
2004 2° trim.	5.260,4	4.618,7	611,4	4.007,3	641,7	219,5	422,2	2.843,1	181,9	293,4			
3° trim.	5.352,4	4.706,8	611,7	4.095,1	645,6	212,8	432,8	2.763,8	194,0	296,6			
4° trim.	5.357,3	4.719,1	588,1	4.131,0	638,2	203,1	435,0	2.980,4	213,5	299,9			
2005 1° trim.	5.477,9	4.826,0	599,8	4.226,2	651,9	218,2	433,7	3.138,6	212,0	302,7			
2° trim.	5.683,9	5.020,6	620,2	4.400,4	663,2	223,2	440,0	3.243,6	214,7	306,0			
3° trim.	5.681,8	5.018,5	607,8	4.410,7	663,3	218,6	444,7	3.570,9	221,3	309,4			
<b>Transazioni</b>													
2004 2° trim.	115,7	99,1	20,2	78,9	16,7	10,1	6,6	1,8	-7,1	3,1			
3° trim.	44,5	40,6	0,3	40,2	4,0	-6,7	10,7	6,3	12,1	3,2			
4° trim.	-54,8	-43,7	-23,4	-20,2	-11,1	-9,8	-1,3	2,3	19,4	4,0			
2005 1° trim.	140,6	123,7	10,3	113,4	16,9	16,5	0,4	4,7	-0,2	2,8			
2° trim.	114,7	109,5	21,7	87,8	5,2	4,8	0,4	-1,8	2,7	3,4			
3° trim.	-2,6	-0,4	-12,3	11,9	-2,2	-4,7	2,5	79,0	6,6	3,4			
<b>Variazioni percentuali</b>													
2004 2° trim.	4,9	5,3	4,9	5,3	2,2	11,4	-2,0	0,4	4,8	4,8			
3° trim.	5,0	5,2	6,5	5,0	3,2	6,9	1,5	0,5	11,3	4,8			
4° trim.	4,6	5,3	6,0	5,2	0,1	2,1	-0,8	0,5	17,5	4,7			
2005 1° trim.	4,7	4,8	1,3	5,3	4,2	4,8	3,9	0,5	12,8	4,5			
2° trim.	4,7	5,0	1,5	5,5	2,3	2,2	2,4	0,4	18,7	4,6			
3° trim.	3,7	4,0	-0,6	4,7	1,4	3,2	0,5	3,0	14,7	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 2° trim.	4.036,2	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	347,9	61,7	286,2	1.611,1	65,0	1.546,1
3° trim.	4.097,2	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	353,8	64,6	289,2	1.652,4	63,6	1.588,8
4° trim.	4.191,5	583,2	59,2	500,8	2,5	20,8	333,4	57,4	276,0	1.711,1	67,1	1.644,0
2005 1° trim.	4.321,3	597,0	65,7	508,8	2,7	19,8	335,3	59,2	276,1	1.759,2	66,2	1.693,0
2° trim.	4.446,3	595,7	61,2	511,3	2,7	20,5	325,2	57,7	267,4	1.823,8	66,5	1.757,3
3° trim.	4.601,9	602,9	60,0	517,7	2,7	22,4	329,6	62,4	267,2	1.863,2	65,7	1.797,5
	Transazioni											
2004 2° trim.	29,8	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-6,4	-1,7	-4,7	25,3	0,3	25,0
3° trim.	54,6	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	5,9	2,9	3,0	27,0	-1,5	28,5
4° trim.	53,6	9,9	-1,7	10,6	0,2	0,7	-20,5	-7,3	-13,2	52,5	3,2	49,2
2005 1° trim.	91,4	12,5	6,4	6,9	0,2	-1,0	-0,3	1,8	-2,1	51,6	-1,1	52,7
2° trim.	51,2	-2,1	-5,3	2,2	0,2	0,8	-10,2	-1,4	-8,8	37,7	-0,6	38,2
3° trim.	78,8	7,2	-1,2	6,4	0,1	1,9	4,2	4,6	-0,4	34,8	-0,7	35,5
	Variazioni percentuali											
2004 2° trim.	6,0	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	0,6	0,0	0,7	10,2	2,3	10,5
3° trim.	6,5	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	2,2	7,3	1,2	9,9	-2,7	10,4
4° trim.	5,6	7,4	1,2	8,2	-12,0	7,8	-5,6	-6,9	-5,3	9,8	4,1	10,0
2005 1° trim.	5,7	6,8	2,2	8,3	-11,6	-10,5	-6,1	-6,8	-5,9	9,7	1,4	10,1
2° trim.	6,2	5,1	1,8	5,7	23,8	-3,0	-7,3	-6,5	-7,4	10,5	0,1	10,9
3° trim.	6,7	4,8	-2,8	5,3	30,1	12,0	-7,6	-3,5	-8,5	10,7	1,3	11,1

	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 2° trim.	1.376,2	660,6	715,6	65,8	135,6	4.234,2	89,1	53,7	24,4	193,9	3.926,8	3.335,9	590,9
3° trim.	1.379,7	655,4	724,3	65,1	137,7	4.294,1	90,7	52,5	23,1	186,4	3.993,9	3.396,5	597,4
4° trim.	1.425,1	686,4	738,7	70,3	138,8	4.372,2	79,5	48,6	23,7	207,9	4.061,2	3.461,7	599,5
2005 1° trim.	1.487,5	713,7	773,8	70,2	142,4	4.514,2	90,1	58,2	24,0	220,3	4.179,8	3.563,9	615,9
2° trim.	1.557,2	744,1	813,1	90,2	144,5	4.628,0	92,8	63,8	24,2	223,3	4.287,6	3.674,9	612,7
3° trim.	1.658,3	809,0	849,3	91,4	148,0	4.769,0	91,4	65,2	24,8	251,2	4.401,6	3.781,2	620,4
	Transazioni												
2004 2° trim.	2,6	-3,0	5,6	-0,4	1,2	59,9	4,2	7,0	0,6	0,1	55,0	49,8	5,2
3° trim.	11,3	5,3	6,0	-0,6	2,2	63,3	1,7	-1,1	-1,2	2,1	60,7	55,1	5,6
4° trim.	10,6	3,4	7,1	5,2	1,2	42,2	-11,0	-3,6	0,5	0,1	52,6	49,4	3,2
2005 1° trim.	24,1	5,9	18,2	0,0	3,5	84,5	9,7	8,6	0,7	0,0	74,1	61,3	12,9
2° trim.	23,1	1,3	21,8	6,7	2,8	63,8	2,8	5,5	0,1	0,5	60,4	57,3	3,1
3° trim.	29,5	15,1	14,4	1,4	3,1	85,7	0,7	1,4	0,5	1,1	83,5	75,9	7,6
	Variazioni percentuali												
2004 2° trim.	3,8	1,0	6,4	-2,0	-0,5	6,1	3,4	18,8	28,5	3,5	6,2	6,5	4,5
3° trim.	3,9	1,1	6,6	3,8	-0,1	6,1	6,1	17,5	14,5	4,7	6,2	6,5	4,5
4° trim.	2,8	0,3	5,3	4,9	6,3	6,0	5,5	36,9	2,0	1,6	6,3	6,5	4,8
2005 1° trim.	3,6	1,8	5,2	6,6	6,0	6,0	5,4	23,7	2,5	1,2	6,3	6,5	4,6
2° trim.	5,0	2,4	7,4	17,4	7,1	6,0	3,5	17,6	0,5	1,4	6,3	6,7	4,2
3° trim.	6,3	3,9	8,5	20,6	7,6	6,4	2,3	22,8	7,8	0,9	6,8	7,2	4,5

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

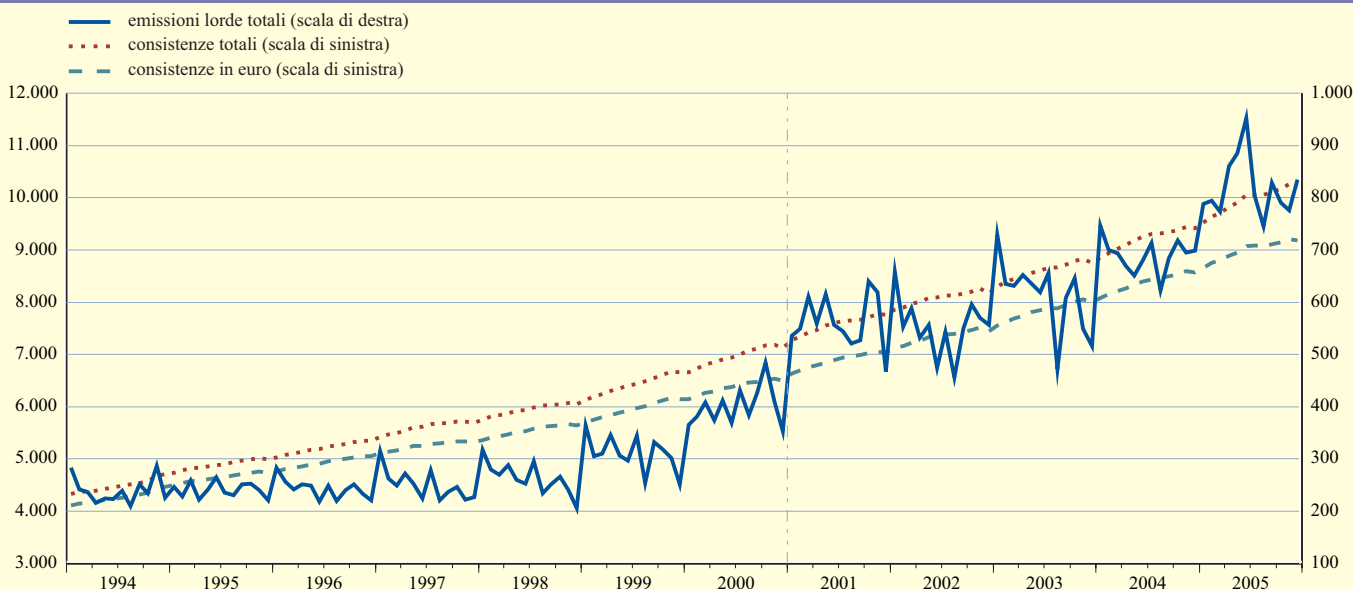
### 4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione

(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	
	Totale											
2004 dic.	10.032,1	724,9	3,7	8.575,5	666,5	-22,4	9.414,3	698,7	-23,6	7,6	76,1	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.	10.217,3	817,9	119,0	8.760,4	751,7	106,5	9.640,2	794,3	116,6	7,8	81,3	7,9
mar.	10.325,4	821,9	107,1	8.805,8	727,7	44,1	9.708,5	773,7	54,4	7,4	35,8	7,6
apr.	10.383,3	861,6	58,0	8.892,4	814,5	86,6	9.819,5	861,0	102,8	7,8	87,7	8,6
mag.	10.448,5	899,7	66,4	8.952,9	844,7	61,5	9.910,0	884,4	66,1	7,5	36,4	8,0
giu.	10.641,8	1.026,5	193,4	9.077,6	902,5	125,2	10.050,3	952,2	134,8	8,1	138,0	9,2
lug.	10.614,0	813,5	-27,9	9.080,4	762,7	2,8	10.056,7	804,1	5,9	7,6	2,9	8,1
ago.	10.622,0	758,1	4,3	9.073,7	705,5	-10,4	10.059,0	744,7	-2,1	7,4	35,8	7,1
set.	10.721,5	893,9	101,0	9.110,4	787,0	38,0	10.113,8	828,2	46,8	7,4	46,1	7,3
ott.	10.736,5	797,4	15,3	9.147,5	744,5	37,2	10.168,6	791,0	54,0	7,5	52,6	6,4
nov.	10.812,8	798,6	78,0	9.206,3	731,4	60,4	10.256,1	776,4	74,8	7,6	75,7	7,2
dic.	10.824,2	866,4	10,3	9.181,3	790,7	-26,0	10.236,3	834,5	-26,4	7,6	75,3	5,8
	A lungo termine											
2004 dic.	9.111,7	149,4	24,4	7.766,3	125,5	15,8	8.502,2	136,9	15,7	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.	9.296,9	223,8	115,1	7.924,4	183,5	96,7	8.692,3	202,7	105,3	8,2	75,5	8,8
mar.	9.371,6	204,6	74,6	7.974,6	165,0	49,9	8.759,3	185,4	57,8	8,2	47,7	8,6
apr.	9.426,2	185,9	54,9	8.035,1	166,8	60,6	8.839,0	184,7	72,0	8,4	67,8	9,4
mag.	9.496,6	183,5	70,9	8.096,4	153,9	61,5	8.927,2	169,4	67,8	8,0	40,9	8,7
giu.	9.680,2	306,0	183,6	8.242,8	238,5	146,8	9.093,3	261,1	156,9	9,0	144,5	10,6
lug.	9.674,8	155,3	-5,6	8.236,1	131,5	-6,9	9.089,9	146,1	-2,3	8,4	-2,6	8,8
ago.	9.674,1	87,2	-4,3	8.223,6	64,2	-16,2	9.088,0	77,7	-8,6	8,1	22,6	7,5
set.	9.742,5	188,8	69,2	8.267,1	144,0	44,2	9.148,6	163,5	55,6	8,0	48,5	7,5
ott.	9.774,5	166,6	33,1	8.285,6	138,0	19,3	9.183,9	159,9	32,5	8,1	42,7	6,8
nov.	9.855,7	167,1	82,1	8.349,2	130,4	64,5	9.272,1	151,1	79,2	8,2	81,9	7,7
dic.	9.896,7	175,0	39,3	8.374,0	144,3	23,2	9.302,7	163,0	25,8	8,3	74,0	6,0

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

(miliardi di euro)



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

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

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

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

**1. Consistenze ed emissioni lorde**

	Consistenze						Emissioni lorde					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finan- ziarie non monetarie	Società non finan- ziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	<b>Totale</b>											
2004	9.414	3.713	735	595	4.120	250	8.276	5.480	222	1.028	1.464	83
2005	10.236	4.109	927	612	4.306	283	9.832	6.981	321	1.031	1.405	95
2005 1° trim.	9.709	3.850	755	607	4.238	259	2.356	1.620	50	248	412	25
2° trim.	10.050	3.993	830	619	4.343	266	2.698	1.884	109	281	400	23
3° trim.	10.114	4.046	842	617	4.338	271	2.377	1.732	50	251	323	21
4° trim.	10.236	4.109	927	612	4.306	283	2.402	1.745	113	250	270	26
2005 set.	10.114	4.046	842	617	4.338	271	828	582	28	82	126	9
ott.	10.169	4.089	857	627	4.322	273	791	564	26	85	108	7
nov.	10.256	4.121	877	623	4.355	280	776	556	28	87	95	11
dic.	10.236	4.109	927	612	4.306	283	834	624	58	78	67	8
	<b>A breve termine</b>											
2004	912	447	7	90	362	5	6.338	4.574	44	931	756	33
2005	934	483	7	89	350	5	7.766	6.046	43	941	702	33
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
4° trim.	934	483	7	89	350	5	1.928	1.531	8	220	160	8
2005 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
dic.	934	483	7	89	350	5	672	554	2	67	46	3
	<b>A lungo termine<sup>1)</sup></b>											
2004	8.502	3.266	728	505	3.758	245	1.938	905	179	97	708	49
2005	9.303	3.626	921	523	3.955	278	2.066	935	278	89	703	61
2005 1° trim.	8.759	3.393	747	502	3.863	254	590	293	37	19	224	16
2° trim.	9.093	3.531	822	513	3.966	261	615	256	98	24	222	15
3° trim.	9.149	3.571	835	518	3.959	265	387	172	38	17	148	12
4° trim.	9.303	3.626	921	523	3.955	278	474	213	104	29	109	18
2005 set.	9.149	3.571	835	518	3.959	265	163	64	24	6	63	6
ott.	9.184	3.598	851	524	3.942	268	160	75	23	10	47	4
nov.	9.272	3.625	871	524	3.977	275	151	68	25	8	42	8
dic.	9.303	3.626	921	523	3.955	278	163	70	57	11	20	5
	<b>Di cui a lungo termine con tasso fisso</b>											
2004	6.380	1.929	416	414	3.435	186	1.193	408	70	61	620	36
2005	6.719	2.021	459	414	3.608	217	1.230	415	92	54	621	48
2005 1° trim.	6.517	1.968	427	409	3.517	196	386	137	21	15	199	15
2° trim.	6.675	2.003	445	416	3.607	203	343	101	28	15	187	12
3° trim.	6.674	2.014	436	415	3.601	207	235	80	8	8	133	8
4° trim.	6.719	2.021	459	414	3.608	217	265	97	35	16	103	14
2005 set.	6.674	2.014	436	415	3.601	207	97	32	3	1	56	4
ott.	6.692	2.032	440	420	3.591	209	106	44	8	8	43	3
nov.	6.733	2.035	442	416	3.626	215	83	27	6	3	40	7
dic.	6.719	2.021	459	414	3.608	217	76	26	21	5	20	3
	<b>Di cui a lungo termine con tasso variabile</b>											
2004	1.869	1.149	308	77	276	59	619	404	109	32	60	14
2005	2.250	1.337	457	93	302	61	709	425	186	28	58	12
2005 1° trim.	1.957	1.212	316	79	292	58	167	129	16	3	17	2
2° trim.	2.116	1.292	373	83	310	57	237	128	70	7	29	3
3° trim.	2.164	1.310	395	86	315	58	125	76	30	6	8	5
4° trim.	2.250	1.337	457	93	302	61	180	91	69	11	4	4
2005 set.	2.164	1.310	395	86	315	58	57	27	21	3	4	3
ott.	2.173	1.314	407	87	306	58	45	25	14	2	3	1
nov.	2.209	1.327	425	90	307	59	57	30	19	4	2	1
dic.	2.250	1.337	457	93	302	61	77	35	36	5	0	2

Fonte: BCE

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



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

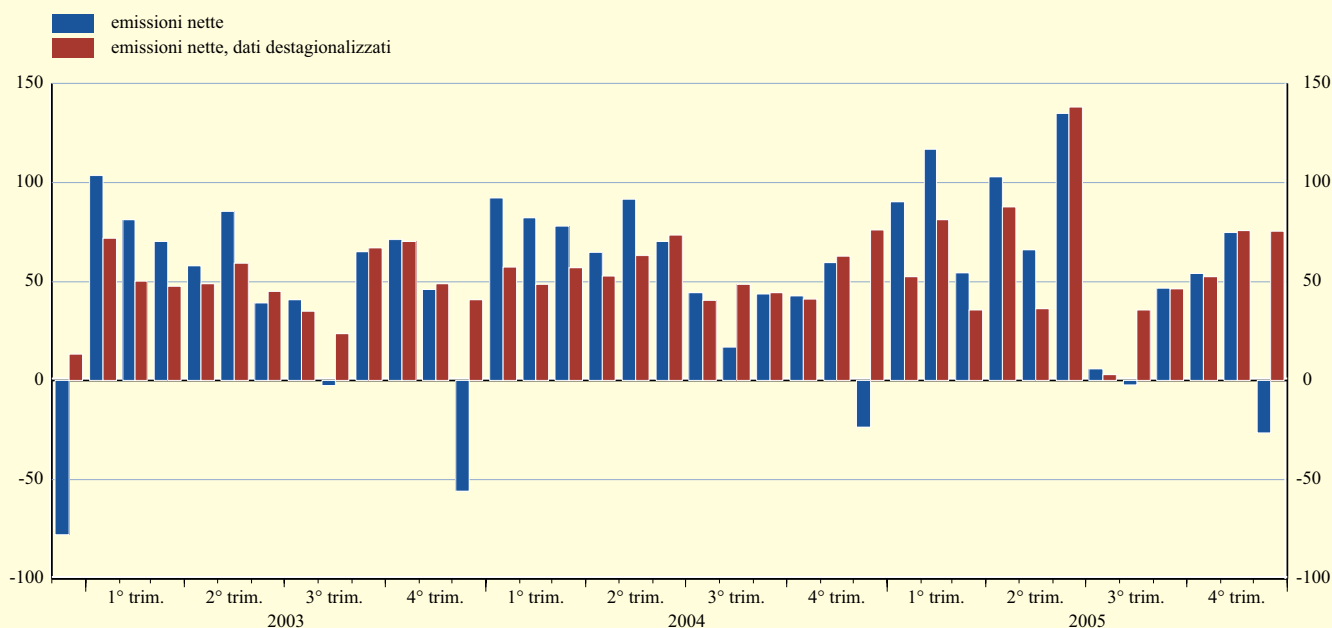
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

### 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											
2004	662,4	350,8	74,3	8,3	197,6	31,5	666,4	353,5	72,4	8,0	200,8	31,7
2005	718,0	315,3	179,2	19,3	172,0	32,3	720,0	317,7	175,6	19,3	174,8	32,6
2005 1° trim.	261,4	114,5	13,0	13,7	111,3	9,0	169,5	72,0	29,0	10,2	50,0	8,3
2° trim.	303,7	118,1	71,2	8,8	99,2	6,5	262,1	122,5	64,1	4,9	64,6	6,0
3° trim.	50,5	38,4	13,4	-0,9	-4,8	4,5	84,9	49,9	19,5	1,0	8,3	6,3
4° trim.	102,4	44,3	81,7	-2,3	-33,6	12,3	203,5	73,3	63,0	3,3	51,9	12,0
2005 set.	46,8	6,7	16,6	-1,4	22,6	2,3	46,1	9,6	19,3	3,0	12,1	2,2
ott.	54,0	41,9	15,1	9,6	-15,4	2,8	52,6	32,3	18,1	7,5	-6,6	1,3
nov.	74,8	21,1	19,0	-3,1	30,9	6,9	75,7	22,4	15,1	-2,9	34,8	6,3
dic.	-26,4	-18,8	47,6	-8,9	-49,1	2,6	75,3	18,6	29,9	-1,4	23,7	4,4
	A lungo termine											
2004	615,0	298,1	72,9	11,9	202,4	29,7	618,2	299,2	71,1	11,8	206,2	30,0
2005	709,8	292,3	180,0	20,4	184,5	32,5	711,8	293,9	176,4	20,4	188,3	32,8
2005 1° trim.	230,8	111,5	12,6	-1,2	99,3	8,7	191,5	85,2	28,9	3,1	66,8	7,5
2° trim.	296,7	112,9	71,5	8,7	97,1	6,6	253,2	111,0	64,0	3,5	68,4	6,3
3° trim.	44,7	28,2	13,7	5,9	-7,6	4,5	68,5	29,2	19,8	7,7	5,5	6,3
4° trim.	137,5	39,8	82,2	7,1	-4,4	12,8	198,6	68,5	63,7	6,0	47,6	12,7
2005 set.	55,6	15,7	16,2	2,3	19,0	2,3	48,5	12,9	18,6	4,6	10,4	2,0
ott.	32,5	24,1	15,6	6,2	-16,3	2,8	42,7	24,0	18,6	5,5	-6,7	1,3
nov.	79,2	19,2	19,0	0,1	33,7	7,1	81,9	26,6	15,3	-0,9	34,4	6,6
dic.	25,8	-3,6	47,6	0,8	-21,9	2,9	74,0	17,9	29,9	1,5	19,9	4,8

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

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



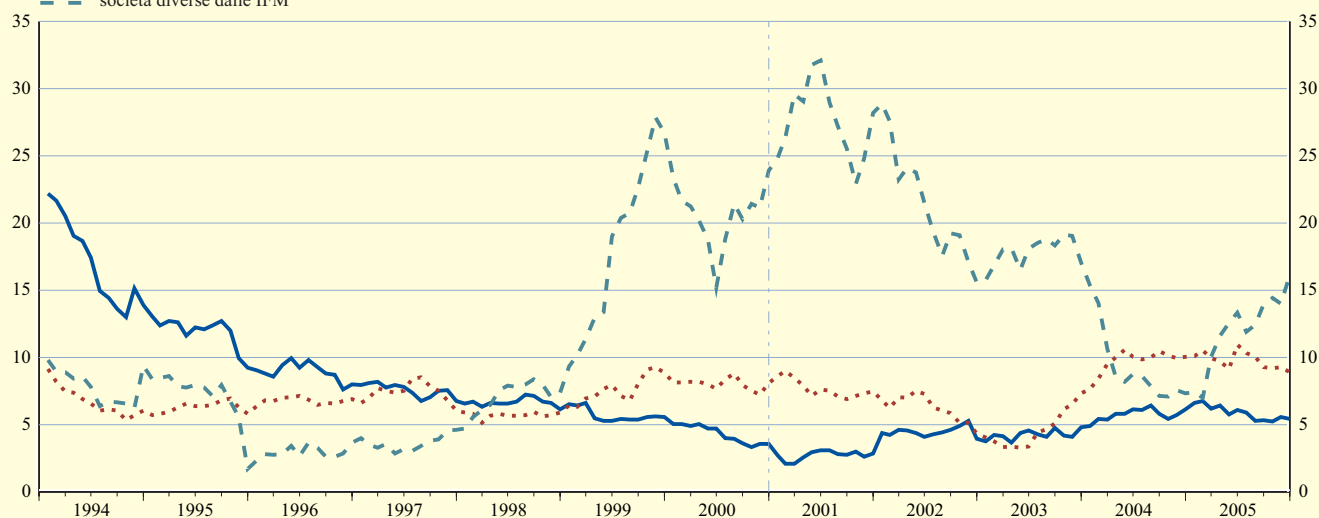
Fonte: BCE.

**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 dic.	7,6	10,4	11,2	1,4	5,0	14,4	6,9	10,4	13,3	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	11,1	2,9	5,3	13,0	7,9	10,2	15,8	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	15,8	5,4	4,7	12,7	8,6	10,4	19,5	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	20,0	3,0	4,6	11,3	9,2	10,6	27,1	5,1	5,5	11,7
lug.	7,6	10,0	18,8	1,5	4,3	12,9	8,1	10,6	22,5	2,5	4,2	9,8
ago.	7,4	10,0	18,9	2,2	3,8	12,0	7,1	9,8	22,3	1,8	2,7	8,7
set.	7,4	9,4	21,4	2,8	3,8	11,7	7,3	9,1	23,1	2,0	3,5	9,7
ott.	7,5	9,4	21,8	3,9	3,6	12,1	6,4	8,5	24,2	2,0	2,0	8,8
nov.	7,6	9,4	21,2	2,9	4,1	12,3	7,2	8,9	22,6	0,7	3,5	14,1
dic.	7,6	8,4	24,1	3,2	4,2	12,9	5,8	6,3	20,9	1,4	2,8	14,2
	A lungo termine											
2004 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	10,8	1,8	6,4	12,6	8,8	10,8	15,4	2,6	6,3	15,6
mar.	8,2	10,0	14,1	4,6	5,8	11,5	8,6	10,2	19,6	2,7	5,9	14,3
apr.	8,4	9,7	15,6	6,1	6,0	12,6	9,4	10,0	19,1	3,0	7,5	16,2
mag.	8,0	9,1	18,2	4,9	5,4	11,7	8,7	9,7	19,5	1,8	6,6	11,3
giu.	9,0	10,9	19,9	4,3	5,7	11,3	10,6	12,2	27,3	2,7	7,2	11,5
lug.	8,4	10,3	18,6	2,7	5,4	13,2	8,8	10,8	22,7	2,7	5,3	10,4
ago.	8,1	10,0	18,9	3,5	4,8	12,3	7,5	9,3	22,8	4,3	3,4	9,2
set.	8,0	9,3	21,5	3,6	4,9	12,2	7,5	8,4	23,5	4,5	3,9	10,1
ott.	8,1	9,2	21,9	4,2	4,8	12,5	6,8	8,4	24,8	5,4	2,1	8,9
nov.	8,2	9,3	21,4	3,5	5,1	12,9	7,7	8,8	23,2	5,3	3,6	14,6
dic.	8,3	8,9	24,4	4,1	4,9	13,2	6,0	5,6	21,4	5,5	2,7	15,1

**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)

- amministrazioni pubbliche
- ... IFM (incluso l'Eurosistema)
- - - società diverse dalle IFM



Fonte: BCE.

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

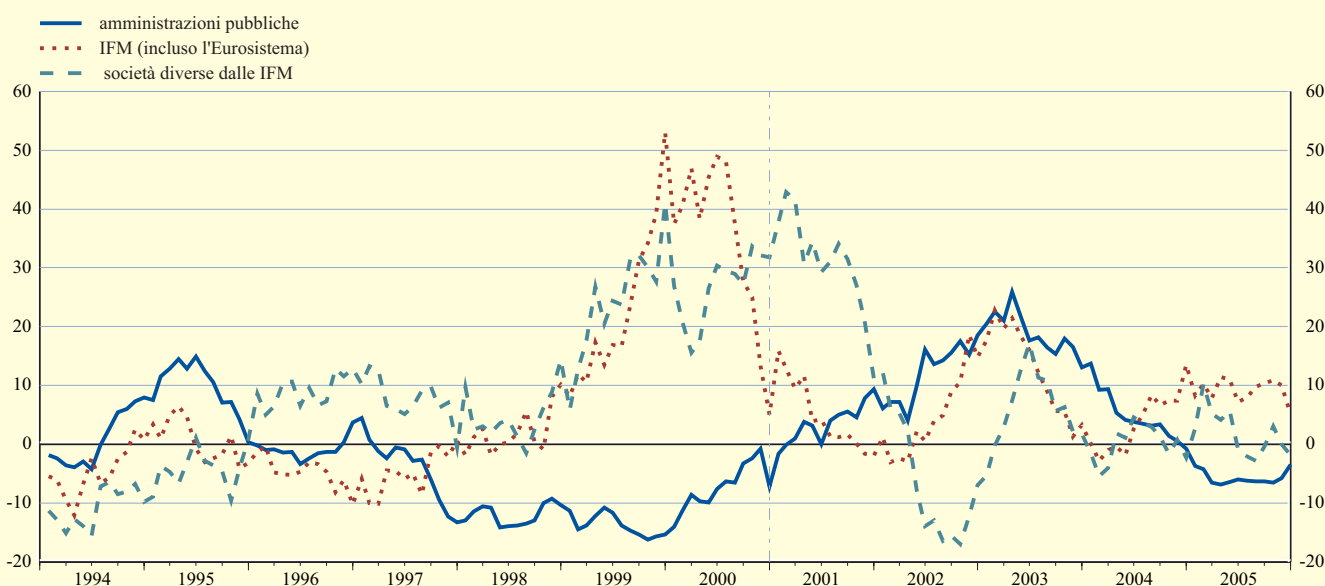
### 4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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
	Tutte le valute											
2004	5,1	3,1	6,5	3,3	5,8	14,7	16,2	18,5	27,0	8,6	0,6	26,4
2005	4,7	3,1	5,8	0,3	5,5	15,0	19,3	18,2	35,8	22,4	9,9	4,6
2005 1° trim.	4,7	2,8	4,0	-1,2	6,3	13,7	18,2	19,4	23,7	27,8	7,7	12,3
2° trim.	4,8	2,5	6,1	1,3	5,8	14,7	19,3	18,9	34,7	26,6	8,5	3,1
3° trim.	4,5	3,0	6,6	0,6	5,0	15,6	20,7	19,7	38,8	17,7	11,6	1,6
4° trim.	4,7	4,0	6,6	0,5	4,8	15,9	19,0	15,2	44,4	19,0	11,7	1,9
2005 lug.	4,6	3,0	6,3	0,3	5,2	16,4	20,6	20,4	37,2	15,2	10,5	2,0
ago.	4,5	3,1	6,3	0,9	5,0	15,7	20,0	19,2	38,0	16,0	10,5	0,8
set.	4,2	3,0	6,7	0,3	4,5	14,6	20,9	17,4	43,5	18,4	16,6	3,5
ott.	4,7	4,1	7,0	1,1	4,7	15,4	18,8	15,2	43,6	17,9	11,7	2,3
nov.	4,9	4,3	5,3	-0,1	5,2	16,5	18,5	14,7	44,5	19,4	10,5	0,9
dic.	4,8	3,9	8,2	0,4	4,7	16,8	18,7	14,3	46,4	21,0	9,3	1,4
	Euro											
2004	4,8	1,3	10,5	2,0	5,9	14,7	15,7	17,8	27,1	8,9	0,5	25,3
2005	4,3	0,9	9,3	-0,2	5,4	15,3	18,8	17,2	35,1	22,4	10,3	5,2
2005 1° trim.	4,3	0,5	7,9	-2,5	6,2	13,7	17,5	18,3	23,9	26,8	7,8	12,9
2° trim.	4,4	0,3	10,2	0,8	5,8	15,1	18,9	18,0	34,8	24,7	9,0	3,7
3° trim.	4,2	1,0	10,2	0,3	4,9	16,0	20,5	18,9	38,4	18,5	12,1	2,5
4° trim.	4,3	2,0	8,8	0,5	4,7	16,2	18,3	13,8	42,1	20,5	12,2	2,1
2005 lug.	4,2	0,9	10,0	-0,2	5,1	17,0	20,5	19,8	37,0	16,4	11,0	3,0
ago.	4,1	1,0	9,9	0,7	4,8	16,2	19,8	18,4	37,8	17,3	11,0	1,7
set.	3,8	1,0	9,9	0,1	4,3	14,8	20,3	16,0	41,7	19,8	17,2	4,3
ott.	4,3	2,2	9,7	1,3	4,6	15,7	18,1	14,0	41,1	19,3	12,2	2,5
nov.	4,5	2,2	7,2	-0,1	5,1	16,9	17,7	13,1	42,1	21,1	11,0	1,0
dic.	4,3	2,1	9,1	0,5	4,5	17,2	18,0	12,7	44,1	22,3	9,8	1,6

### 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)

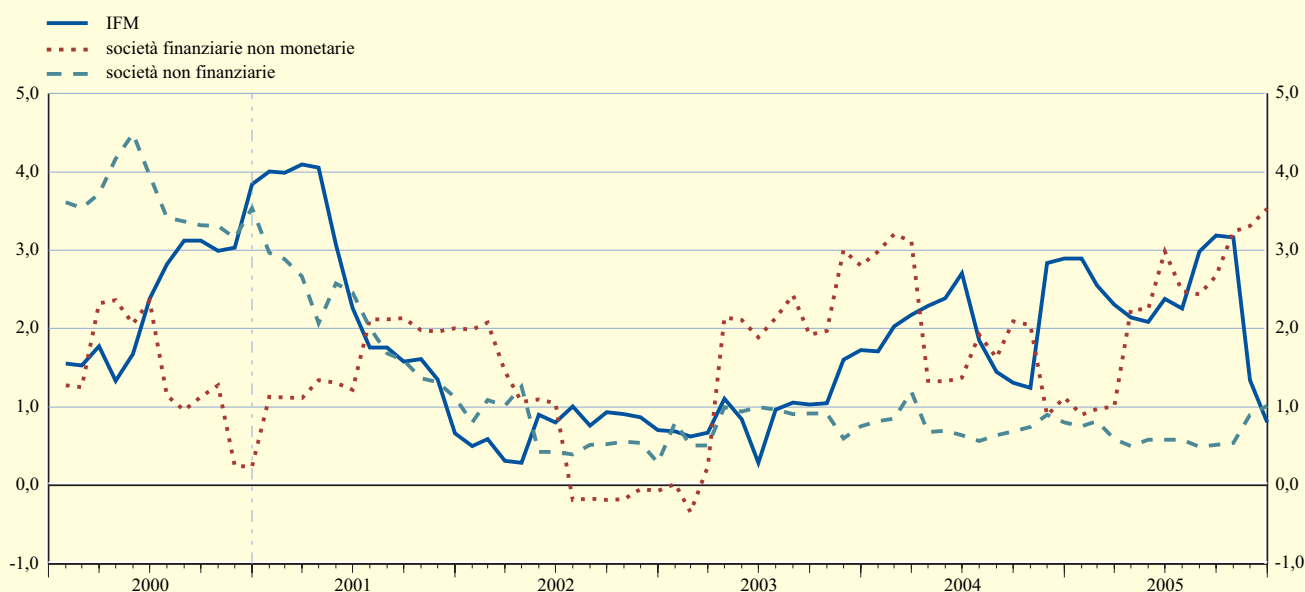
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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 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	409,4	2,2	3.029,3	0,5
mag.	4.272,7	103,0	1,0	678,1	2,1	424,0	2,3	3.170,5	0,6
giu.	4.381,7	103,1	1,1	698,0	2,4	441,5	3,0	3.242,1	0,6
lug.	4.631,7	103,1	1,0	727,9	2,3	466,7	2,5	3.437,1	0,6
ago.	4.606,4	103,1	1,1	723,4	3,0	457,1	2,4	3.425,9	0,5
set.	4.818,7	103,3	1,2	764,1	3,2	483,7	2,7	3.570,8	0,5
ott.	4.651,0	103,4	1,2	752,4	3,2	480,5	3,2	3.418,2	0,5
nov.	4.873,3	103,7	1,2	809,2	1,3	513,6	3,3	3.550,5	0,9
dic.	5.045,8	103,8	1,2	836,7	0,8	540,8	3,5	3.668,4	1,0

#### 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>

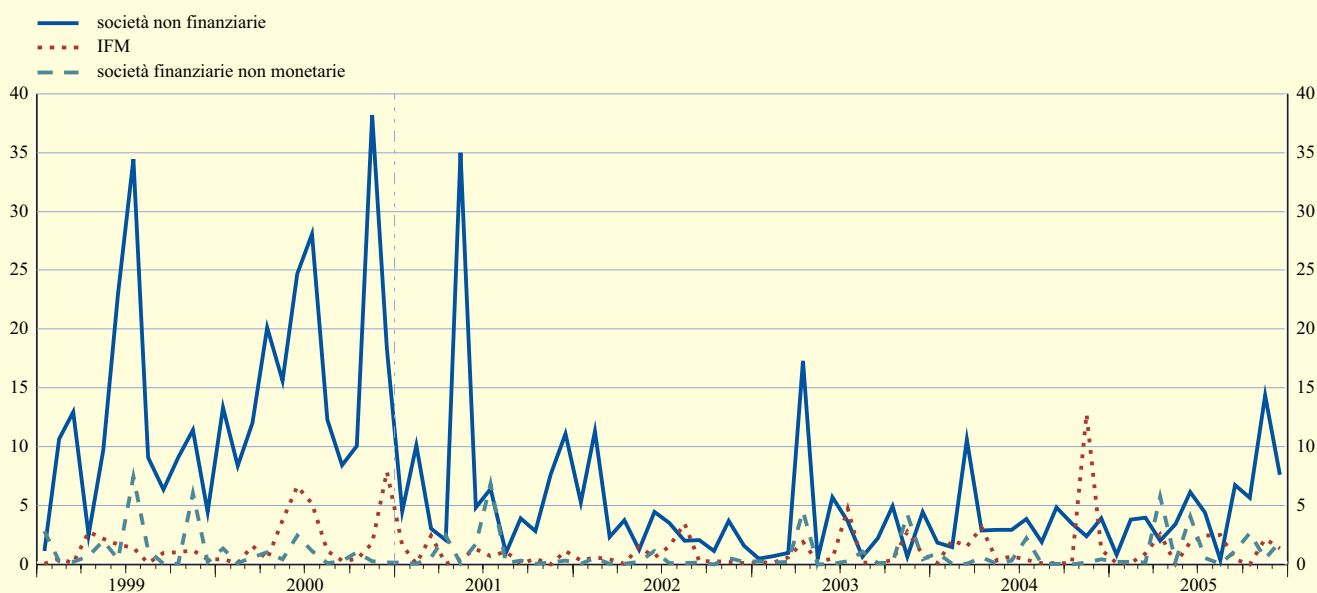
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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	5,8	0,0	5,7	2,0	2,2	-0,2
mag.	3,7	2,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	3,4	2,2	1,2
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.	7,4	7,3	0,0	2,4	2,9	-0,4	0,5	0,0	0,5	4,4	4,4	0,0
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.	17,0	3,0	14,0	2,1	0,0	2,1	0,5	0,0	0,5	14,4	3,0	11,4
dic.	10,9	6,0	4,9	1,3	4,1	-2,7	1,9	0,4	1,5	7,6	1,6	6,1

#### 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			
		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
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	3,44	2,03
dic.	0,71	2,14	2,24	2,20	1,98	2,30	1,02	2,25	2,46	3,53	2,22

### 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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	3,69	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	3,88	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
dic.	9,77	6,75	6,36	7,40	7,51	3,49	3,84	4,05	4,01	3,99	4,06	4,57	4,38

### 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	
		1	2	3	4	5	6	7
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
dic.		5,12	3,98	4,50	4,10	3,22	3,58	3,93

Fonte: BCE.

- 1) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo.
- 2) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.
- 3) Il tasso annuo effettivo globale copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti per le garanzie, ecc.

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

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

#### 4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

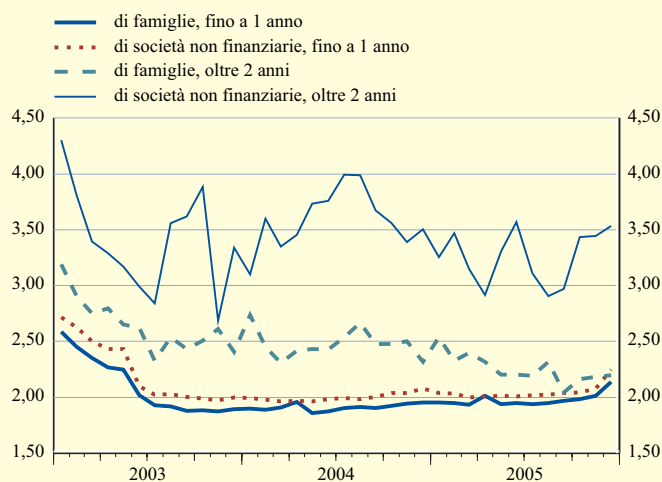
	Depositi da famiglie				Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>1)2)</sup>		A vista <sup>1)</sup>	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
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	3,51	2,00
giu.	0,69	1,92	3,22	2,17	2,38	0,91	2,10	3,55	2,01
lug.	0,68	1,91	3,18	2,15	2,34	0,94	2,11	3,50	1,98
ago.	0,69	1,92	3,18	2,03	2,31	0,96	2,10	3,52	2,00
set.	0,69	1,91	3,19	2,02	2,29	0,96	2,12	3,50	2,01
ott.	0,69	1,93	3,17	1,96	2,27	0,97	2,12	3,45	2,03
nov.	0,70	1,96	3,15	1,99	2,27	0,99	2,16	3,43	2,06
dic.	0,71	2,01	3,15	1,98	2,30	1,02	2,30	3,40	2,16

#### 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
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.	4,51	4,23	4,59	7,94	6,85	5,71	4,25	3,78	4,26
ott.	4,49	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
dic.	4,54	4,14	4,52	7,94	6,78	5,67	4,33	3,84	4,24

#### F19 Nuovi depositi con durata prestabilita

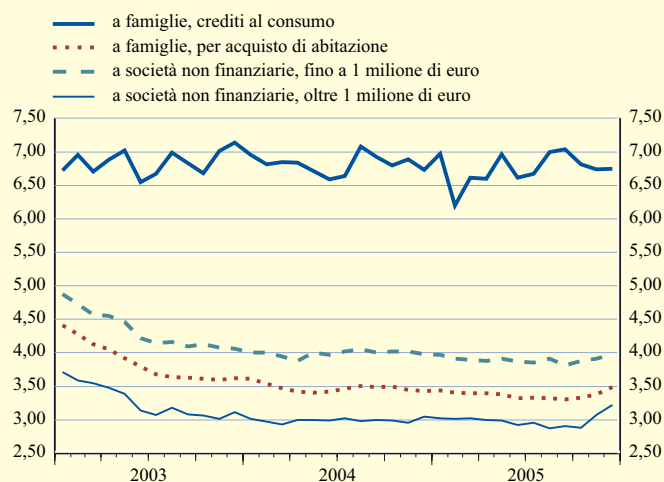
(valori percentuali su base annua, spese escluse; medie nel periodo)



Fonte: BCE.

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

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



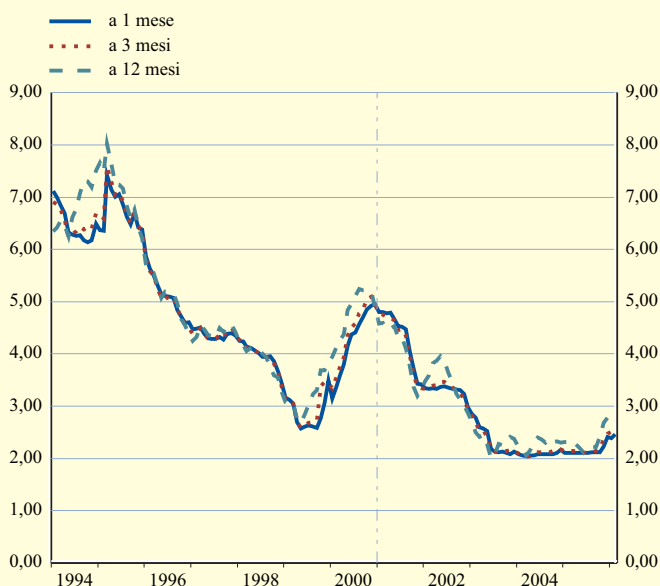
#### 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <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	2,18	2,23	2,33	3,56	0,06
2004 4° trim.	2,08	2,12	2,16	2,21	2,31	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 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
feb.	2,35	2,46	2,60	2,72	2,91	4,76	0,07

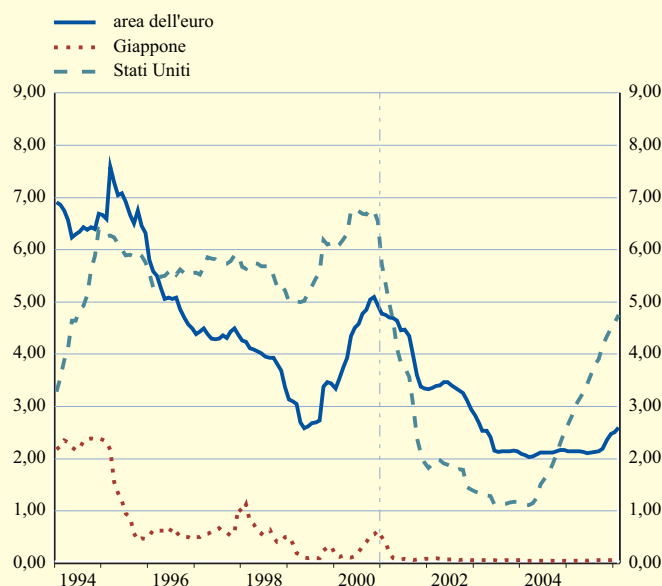
#### F21 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro

(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.



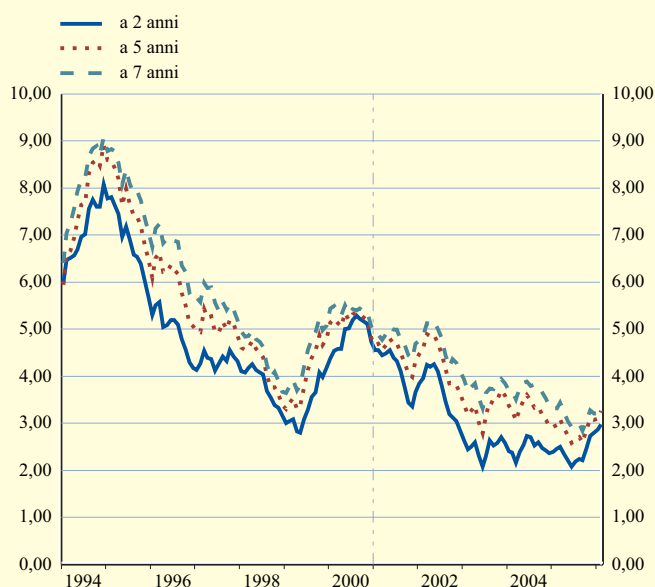
## 4.7 Rendimenti dei titoli di Stato

(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 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
feb.	2,97	3,07	3,26	3,37	3,55	4,56	1,57

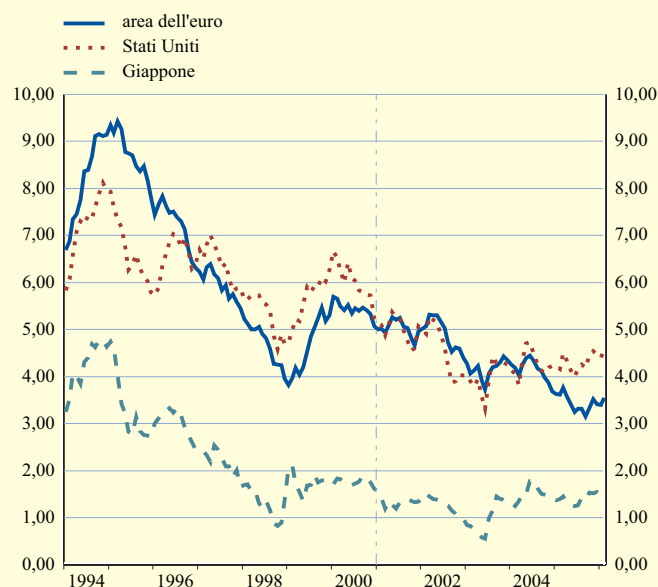
## F23 Rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro

(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)



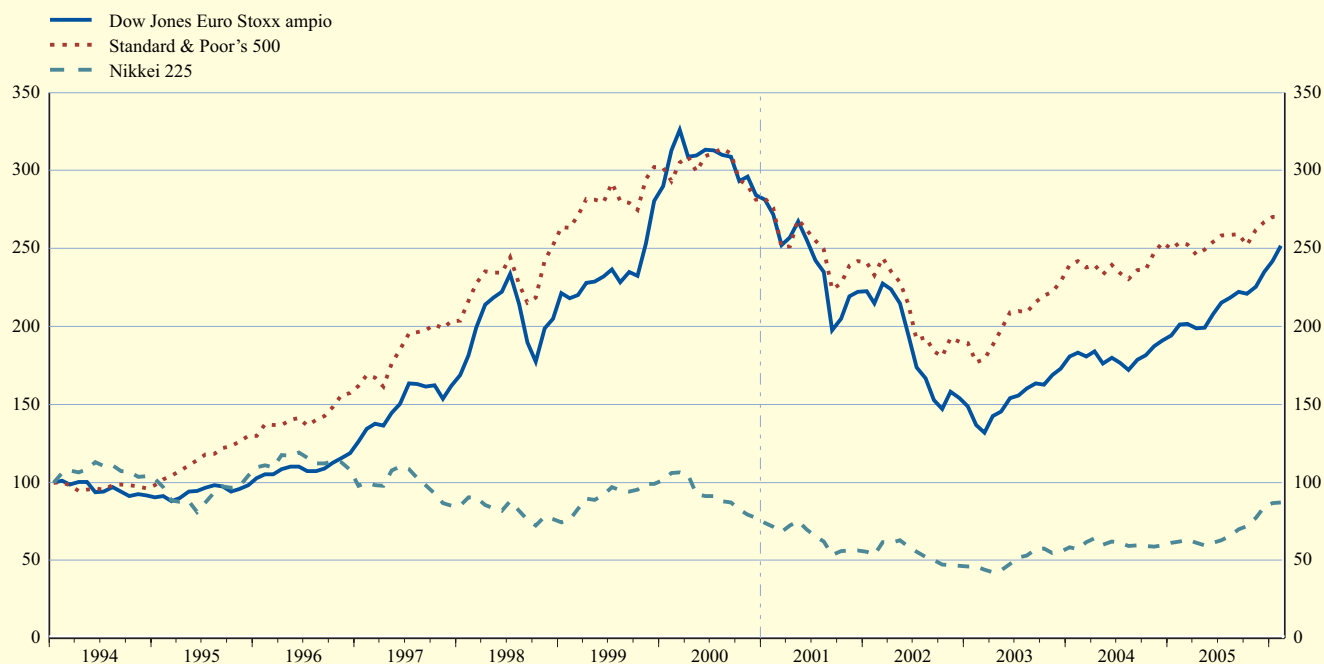
Fonte: BCE.

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	Petroli 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	12.310,9
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 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	11.812,5
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	11.402,8
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
feb.	349,0	3.743,8	375,9	198,0	288,5	424,3	361,7	383,9	351,7	417,8	409,1	513,8	1.277,2	16.187,6

**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 2005 = 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	83,4	59,2	40,8	100,0	11,8	7,4	30,7	9,2	40,8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2002	93,9	2,2	2,5	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	95,8	2,1	2,0	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	97,9	2,1	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-
2004 4° trim.	98,6	2,3	2,0	2,1	2,7	0,4	0,3	0,0	0,0	1,8	0,6
2005 1° trim.	98,8	2,0	1,7	1,8	2,4	0,4	0,7	0,5	0,0	0,3	0,5
2° trim.	99,9	2,0	1,5	1,8	2,3	0,7	0,3	0,2	0,1	4,5	0,5
3° trim.	100,3	2,3	1,4	2,4	2,2	0,8	0,5	0,0	0,0	5,6	0,6
4° trim.	101,0	2,3	1,5	2,4	2,1	0,4	0,7	0,6	0,2	0,4	0,5
2005 set.	100,8	2,6	1,4	2,9	2,2	0,4	0,6	0,0	0,1	3,0	0,1
ott.	101,0	2,5	1,5	2,6	2,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,2
nov.	100,8	2,3	1,5	2,4	2,1	-0,2	0,2	0,4	0,1	-3,0	0,1
dic.	101,1	2,2	1,4	2,4	2,1	0,1	0,2	0,5	0,0	-0,7	0,1
2006 gen.	100,7	2,4	1,3	2,7	2,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	2,4	0,1
feb. <sup>2)</sup>	.	2,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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>	19,3	11,8	7,4	39,9	30,7	9,2	10,3	6,3	6,4	2,9	14,5	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	2,4	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	1,6	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	2,9	-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	2,5	1,9	2,7	-2,7	2,3	2,7
2005 ago.	1,4	1,7	1,0	2,5	0,0	11,5	2,6	2,1	2,6	-2,1	2,4	3,0
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
2006 gen.	1,9	1,8	2,0	3,1	0,2	13,6	2,5	2,0	2,3	-2,8	2,2	2,4

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Con riferimento al 2006.

2) Stime basate su dati preliminari di Germania, Spagna e Italia (e, ove disponibili, di altri Stati membri) nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

## 5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 2. Prezzi dei prodotti industriali, delle costruzioni, degli immobili residenziali e delle materie prime

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 energetici								
			Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni di investimento	Beni di consumo										
						Totale	Durevoli	Non durevoli									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
	100,0	100,0	89,5	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5			100,0	32,8			
2002	101,9	-0,1	0,3	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,7	6,8	-4,1	-0,9	26,5		
2003	103,4	1,4	0,9	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,1	7,1	-4,0	-4,5	25,1		
2004	105,7	2,3	2,5	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,6	7,0	18,4	10,8	30,5		
2005	110,1	4,1	3,2	1,8	2,9	1,3	1,1	1,3	1,0	13,4	.	.	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.	111,9	4,4	2,8	1,4	1,7	1,1	1,3	1,3	1,4	15,6	.	-	34,2	23,2	48,6		
2005 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	1,6	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	1,8	1,0	1,4	1,2	1,5	14,6	-	-	33,0	22,5	47,9		
dic.	112,0	4,7	3,0	1,5	1,9	1,0	1,3	1,3	1,3	17,0	-	-	48,6	29,8	48,5		
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	43,4	23,1	52,5		
feb.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	38,0	23,2	51,8		

### 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
	100,0	100,0	73,3	26,7	36,8	8,9	54,4	
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
2005	.	.	.	.	.	.	.	2,1
2004 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
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	2,0

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	-7,3	-0,2	2,3	0,5	2,0	1,7
2004 3° trim.	107,3	0,4	-8,7	-1,4	3,6	0,8	2,2	0,5
4° trim.	107,9	1,1	-5,2	0,8	3,2	0,3	1,9	1,4
2005 1° trim.	108,2	1,1	0,6	0,1	3,9	0,6	1,7	1,6
2° trim.	108,3	0,9	3,4	-0,4	2,4	0,8	2,5	1,4
3° trim.	108,1	0,7	2,3	-0,4	1,0	-0,3	2,8	1,8
Redditi per occupato								
2001	102,7	2,7	1,4	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	0,6	3,0	3,3	1,5	1,3	2,1
2004 3° trim.	109,8	1,5	0,4	2,3	3,1	1,6	1,5	0,8
4° trim.	110,3	1,7	2,2	2,5	3,1	1,5	1,2	1,5
2005 1° trim.	111,0	1,5	2,7	1,7	2,5	1,8	1,6	1,1
2° trim.	111,4	1,4	2,7	1,6	3,0	1,9	2,2	0,3
3° trim.	111,6	1,6	2,7	1,8	2,9	1,3	2,5	0,9
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	0,9	1,0	-0,7	0,4
2004 3° trim.	102,3	1,1	9,9	3,8	-0,5	0,8	-0,7	0,4
4° trim.	102,3	0,7	7,8	1,7	0,0	1,2	-0,7	0,1
2005 1° trim.	102,6	0,4	2,0	1,5	-1,3	1,2	0,0	-0,5
2° trim.	102,8	0,5	-0,7	2,0	0,6	1,1	-0,3	-1,0
3° trim.	103,2	0,9	0,4	2,3	1,9	1,5	-0,2	-0,9

### 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 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
4° trim.	0,3	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
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
2005	1,3	.	.	.	.	-	-	.	.
2004 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
4° trim.	1,7	.	.	.	.	-	-	.	.
<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) Inclusive 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

	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni
	in perc. del totale <sup>1)</sup>	Totale (indice dest.) 2000 = 100)	Totale	Industria escluse le costruzioni e i beni energetici							Beni energetici	
				Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Beni di consumo				
								Totale	Durevoli	Non durevoli		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003	0,3	100,3	0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,4	-4,5	0,3	3,0	-0,1
2004	2,1	102,2	1,9	2,0	1,9	2,2	3,0	0,5	0,1	0,6	1,8	-0,2
2005	.	103,4	1,2	1,2	1,0	0,8	2,5	0,6	-0,9	0,8	1,1	.
2005 1° trim.	-0,4	102,3	0,6	0,4	0,2	0,5	2,1	-0,9	-3,7	-0,4	1,4	-4,1
2° trim.	1,1	103,1	0,7	0,8	0,4	-0,5	2,1	0,7	-1,5	1,1	1,2	-0,1
3° trim.	1,3	104,0	1,5	1,5	1,4	0,9	2,8	1,6	-0,1	1,9	0,5	1,1
4° trim.	.	104,4	1,9	2,1	2,1	2,3	2,9	0,9	1,8	0,8	1,2	.
2005 lug.	0,7	103,5	0,6	0,1	-0,1	-1,0	2,8	0,0	-1,9	0,3	2,5	0,6
ago.	2,0	104,3	2,7	3,1	3,2	3,5	2,8	3,5	2,7	3,6	-0,7	2,7
set.	1,3	104,2	1,4	1,7	1,6	0,8	2,9	1,8	0,0	2,1	-0,4	0,0
ott.	.	103,4	0,2	0,7	0,6	0,9	0,4	0,5	-0,7	0,7	-2,0	.
nov.	.	104,8	2,9	3,4	3,3	3,7	4,6	1,0	3,2	0,6	1,8	.
dic.	.	104,9	2,5	2,3	2,5	2,3	3,8	1,3	3,3	1,0	3,4	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2005 lug.	0,1	-	0,2	0,0	0,3	0,6	0,3	-0,1	-0,4	-0,1	0,7	-0,1
ago.	0,7	-	0,8	1,3	1,4	2,1	0,0	1,3	1,2	1,3	-2,6	0,5
set.	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,3	-1,0	0,8	-0,5	-1,4	-0,4	0,9	-1,4
ott.	.	-	-0,7	-0,8	-0,7	-0,1	-1,2	-0,7	-0,6	-0,8	-2,0	.
nov.	.	-	1,4	1,3	1,3	1,7	1,5	0,3	1,7	0,0	3,4	.
dic.	.	-	0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,5	0,6	-0,1	0,7	2,9	.

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

	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 (dest.) <sup>3)</sup>	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			
in perc. del totale <sup>1)</sup>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	1,9	103,2	1,2	1,0	1,2	0,9	2,9	922	1,1
2005	110,5	4,7	109,8	3,6	1,9	104,2	0,9	0,5	1,2	1,2	0,9	933	1,2
2005 1° trim.	105,9	3,1	106,7	2,5	2,1	104,3	1,3	1,1	1,3	0,6	0,6	921	0,5
2° trim.	108,8	3,4	110,3	4,2	1,7	103,9	0,7	0,3	0,8	1,0	0,4	937	1,0
3° trim.	110,7	5,0	110,9	3,9	2,1	104,2	1,1	0,3	1,6	1,4	1,6	941	4,6
4° trim.	116,6	7,1	111,3	3,7	1,9	104,4	0,7	0,3	1,1	1,7	1,0	932	-1,2
2005 ago.	110,2	7,9	112,8	7,3	3,3	104,8	2,3	0,9	3,6	4,5	3,2	932	7,4
set.	112,2	6,1	113,1	4,8	2,5	104,1	1,1	1,1	1,0	-0,1	1,5	952	4,6
ott.	111,6	4,3	106,7	1,3	1,5	104,3	0,4	0,3	0,4	1,0	0,9	942	0,1
nov.	117,6	9,9	113,8	5,4	1,9	104,3	0,7	0,2	1,0	2,0	0,9	932	-2,0
dic.	120,5	7,1	113,5	4,6	2,2	104,5	1,0	0,4	1,7	2,2	1,1	923	-1,8
2006 gen.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	943	2,0
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2005 ago.	-	0,4	-	5,6	1,1	-	1,0	0,5	1,4	2,0	1,3	-	-0,7
set.	-	1,8	-	0,3	-0,4	-	-0,7	0,0	-1,2	-3,7	-0,7	-	2,2
ott.	-	-0,5	-	-5,6	0,3	-	0,2	0,4	0,0	1,3	-0,2	-	-1,1
nov.	-	5,3	-	6,7	0,1	-	0,0	-0,2	0,3	1,1	-0,1	-	-1,0
dic.	-	2,5	-	-0,2	0,3	-	0,2	-0,2	0,4	-0,2	0,6	-	-1,0
2006 gen.	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,2

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	94,5	-11	-25	11	3	81,2	-11	-1	-12	27	-3
2003	93,6	-11	-25	10	3	81,0	-18	-5	-21	38	-9
2004	99,4	-5	-16	8	10	81,6	-14	-4	-14	30	-8
2005	98,1	-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.	97,7	-8	-18	11	6	81,0	-15	-4	-17	29	-8
4° trim.	100,1	-6	-15	10	7	81,4	-12	-4	-15	22	-9
2005 set.	98,5	-7	-16	10	7	-	-14	-5	-16	28	-9
ott.	100,2	-6	-16	10	8	81,1	-13	-5	-15	23	-9
nov.	99,7	-7	-16	9	6	-	-13	-5	-17	23	-8
dic.	100,5	-5	-13	10	8	-	-11	-4	-12	19	-9
2006 gen.	101,5	-4	-12	10	9	81,7	-11	-3	-11	19	-9
feb.	102,7	-2	-10	8	10	-	-10	-3	-11	19	-8

	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	-17	-25	-10	-15	-18	17	-11	2	-3	-4	14
2003	-18	-25	-11	-11	-14	17	-2	4	-5	3	14
2004	-14	-22	-6	-9	-14	14	0	11	7	8	17
2005	-9	-15	-3	-9	-14	14	2	11	6	10	17
2004 4° trim.	-11	-18	-4	-9	-17	13	2	11	9	9	16
2005 1° trim.	-11	-15	-7	-10	-15	12	-2	11	8	7	17
2° trim.	-11	-18	-5	-10	-16	13	-1	9	0	9	17
3° trim.	-9	-16	-2	-10	-15	15	1	11	6	10	17
4° trim.	-5	-11	0	-6	-11	16	9	14	10	13	18
2005 set.	-7	-14	0	-7	-13	14	5	11	8	10	15
ott.	-7	-14	0	-5	-12	13	10	14	10	13	19
nov.	-3	-8	2	-8	-13	18	7	14	11	13	18
dic.	-6	-11	-1	-5	-7	17	9	13	9	13	18
2006 gen.	-4	-9	1	-6	-7	17	5	15	13	17	17
feb.	-5	-11	2	-5	-6	16	7	14	8	13	21

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.	136,885	0,8	0,6	1,5	-0,4	-1,8	2,0	0,9	2,4	1,3
4° trim.	137,213	1,0	0,9	1,5	-0,7	-0,9	1,5	1,1	2,5	1,4
2005 1° trim.	137,314	0,9	0,8	1,1	-1,6	-1,1	1,5	1,1	2,2	1,4
2° trim.	137,518	0,8	0,8	0,9	-1,4	-1,3	1,4	0,8	2,4	1,4
3° trim.	137,877	0,7	0,8	0,2	-2,1	-1,0	1,5	0,3	2,4	1,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente (dest.)</i>										
2004 3° trim.	0,396	0,3	0,1	1,4	0,2	-0,5	1,1	0,4	0,7	0,3
4° trim.	0,328	0,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	-0,2	0,2	0,5	0,4
2005 1° trim.	0,101	0,1	0,3	-1,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,1	0,7	0,4
2° trim.	0,204	0,1	0,1	0,7	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,2
3° trim.	0,359	0,3	0,2	0,5	-0,8	-0,1	0,5	0,2	0,6	0,4

**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
2002	11,760	8,3	8,740	7,0	3,020	16,8	5,515	6,9	6,245	10,1
2003	12,548	8,7	9,420	7,5	3,128	17,6	5,975	7,4	6,573	10,5
2004	12,899	8,9	9,750	7,6	3,149	18,0	6,186	7,6	6,713	10,5
2005	12,535	8,6	9,465	7,3	3,071	17,8	6,088	7,4	6,447	10,0
2004 4° trim.	12,880	8,8	9,743	7,6	3,137	18,0	6,262	7,6	6,618	10,3
2005 1° trim.	12,843	8,8	9,625	7,5	3,218	18,4	6,214	7,6	6,630	10,3
2° trim.	12,659	8,6	9,591	7,4	3,068	17,7	6,149	7,5	6,510	10,1
3° trim.	12,346	8,4	9,381	7,3	2,965	17,3	6,032	7,4	6,315	9,8
4° trim.	12,206	8,3	9,212	7,1	2,995	17,6	5,893	7,2	6,313	9,8
2005 ago.	12,356	8,4	9,396	7,3	2,960	17,3	6,045	7,4	6,311	9,8
set.	12,231	8,4	9,260	7,2	2,971	17,3	5,986	7,3	6,245	9,7
ott.	12,195	8,3	9,209	7,1	2,986	17,5	5,933	7,2	6,262	9,7
nov.	12,224	8,4	9,227	7,1	2,997	17,5	5,894	7,2	6,330	9,8
dic.	12,199	8,3	9,199	7,1	3,000	17,7	5,852	7,2	6,348	9,9
2006 gen.	12,141	8,3	9,149	7,1	2,991	17,5	5,821	7,1	6,319	9,8

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	0,3	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	47,8	43,9	10,5	4,9	3,2	25,4	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	30,7	10,7	17,1	15,4
1996	75,4	2,8	17,1	7,9	47,5	59,1	30,4	12,5	16,2	16,3
1997	74,5	2,8	16,1	6,6	49,1	56,7	28,7	14,0	14,1	17,7
1998	73,1	2,7	15,1	5,6	49,6	53,3	26,9	14,9	11,5	19,7
1999	72,4	2,9	14,3	4,3	50,9	49,4	25,7	12,1	11,6	22,9
2000	69,9	2,7	13,2	3,7	50,3	44,8	22,5	11,1	11,1	25,1
2001	68,6	2,7	12,5	3,9	49,5	42,6	21,0	10,6	11,0	25,9
2002	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5	40,2	19,5	9,8	10,9	28,3
2003	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4	39,7	19,9	10,5	9,3	30,1
2004	70,2	2,2	11,9	4,7	51,4	39,3	19,1	10,9	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	7,6	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	7,1	20,0	26,1	29,2	73,2	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	3,7	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	3,5	16,4	25,2	26,8	67,2	1,3
2003	69,8	57,4	6,6	5,2	0,6	7,6	62,2	3,6	15,3	26,4	28,1	68,8	1,0
2004	70,2	57,8	6,7	5,2	0,5	7,6	62,7	3,6	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	0,7	2,1	1,3
1997	2,0	2,2	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3	-1,1	3,3	-0,1	-0,5	1,9	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	-0,2	-2,2	3,9
2000	1,0	0,9	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,4	1,9	-2,2	-1,9	-0,4	3,3
2001	1,8	1,6	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,6	0,0	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,0	-0,8	-0,5	3,2
2003	3,1	3,3	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,6	1,0	0,9	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	0,1	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,9	-0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,4	0,0	0,1	-0,1
2003	3,1	-3,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-2,7	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,2

Fonte: BCE.

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

**6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali <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.

- 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.
- 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>

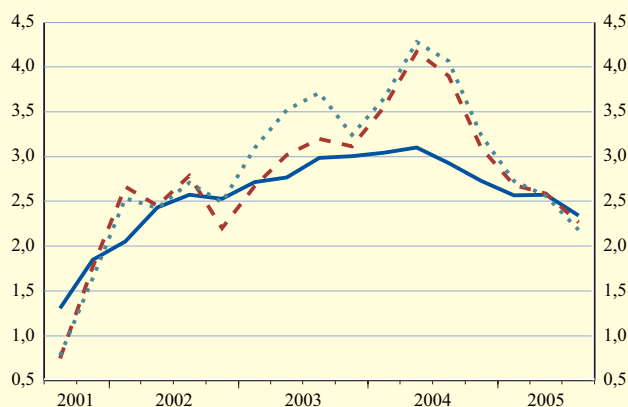
	Totale	Strumento finanziario			
		Monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
	1	2	3	4	5
2002 4° trim.	68,5	2,7	11,8	4,5	49,5
2003 1° trim.	69,7	2,7	11,7	5,2	50,0
2° trim.	70,2	2,7	11,6	5,7	50,2
3° trim.	70,4	2,7	11,6	5,5	50,6
4° trim.	69,8	2,0	12,4	4,9	50,4
2004 1° trim.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

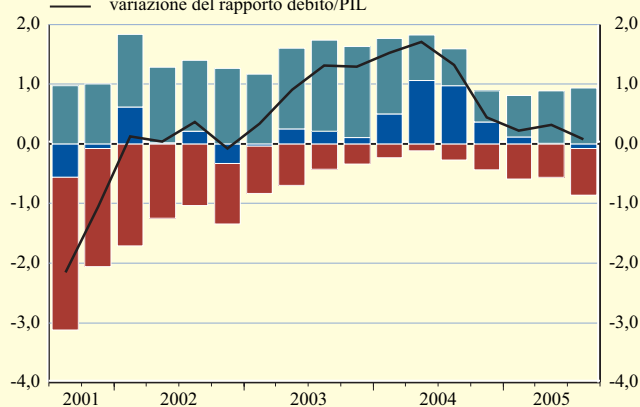
### F26 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito (somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



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

- raccordo disavanzo-debito
- disavanzo/avanzo primario
- differenziale crescita del PIL/onere medio del debito
- variazione del rapporto debito/PIL



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
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
2005	-29,0	58,5	31,4	-53,0	-66,0	12,2	-16,9	39,6	-155,3	142,6	-15,9	49,3	18,9	-22,7
2004 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
4° trim.	-15,1	8,3	9,9	-14,9	-18,3	4,1	-10,9	-59,6	-26,1	-57,1	-3,3	18,2	8,8	70,5
2004 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.	-7,2	2,5	2,7	-5,5	-6,9	0,9	-6,4	-8,8	-12,9	-34,7	1,0	36,6	1,2	15,2
dic.	-0,3	2,5	3,1	0,1	-5,9	2,5	2,2	-40,9	-6,8	-15,9	-2,8	-22,7	7,4	38,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2005 dic.	-29,0	58,5	31,4	-53,0	-66,0	12,2	-16,9	39,6	-155,3	142,6	-15,9	49,3	18,9	-22,7

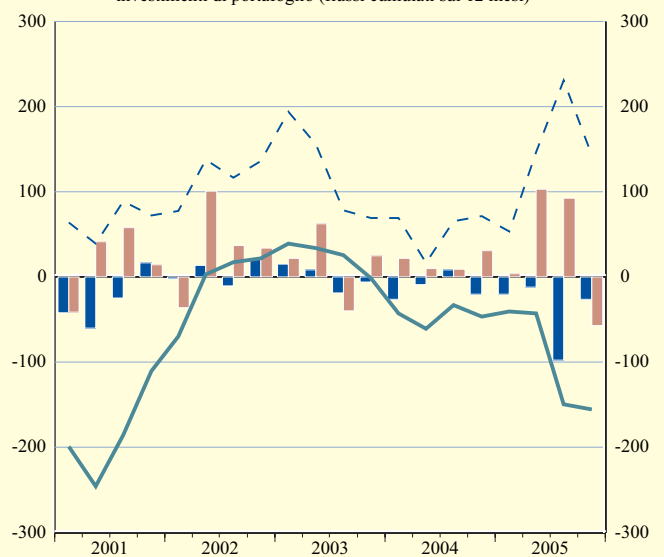
### F28 Saldi di conto corrente (miliardi di euro)

■ 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

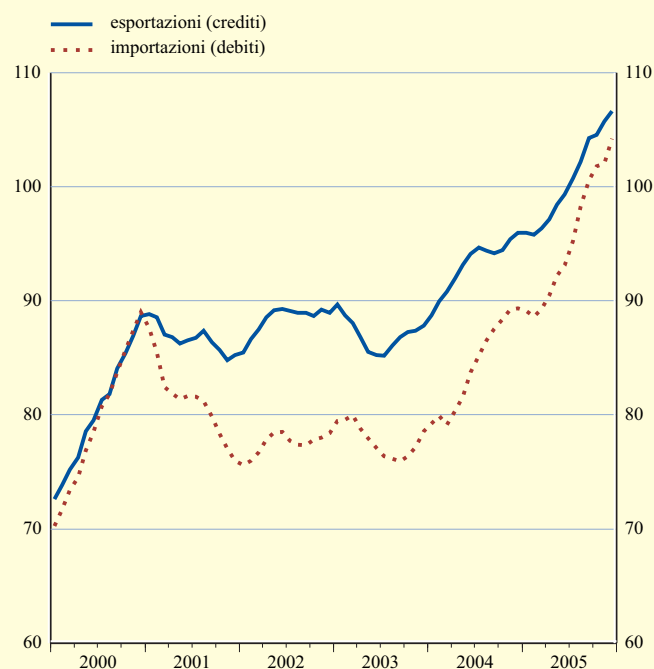
(miliardi di euro; transazioni)

### 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		
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
2005	1.996,9	2.025,9	-29,0	1.223,1	1.164,5	386,0	354,6	305,4	358,4	82,3	148,3	22,2	10,1
2004 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
4° trim.	532,1	547,2	-15,1	330,2	321,9	98,9	89,0	85,2	100,1	17,9	36,2	6,9	2,8
2005 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.	176,7	183,9	-7,2	112,7	110,1	31,2	28,5	28,3	33,8	4,5	11,5	1,5	0,7
dic.	186,1	186,4	-0,3	109,2	106,7	34,1	31,1	33,6	33,6	9,2	15,1	3,7	1,2
	Dati destagionalizzati												
2004 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	.	.
4° trim.	519,2	541,3	-22,2	319,7	312,6	97,7	87,1	82,0	104,1	19,7	37,5	.	.
2005 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.	174,2	183,7	-9,5	107,6	103,8	33,3	29,2	28,0	38,1	5,3	12,6	.	.
dic.	177,3	182,6	-5,3	109,0	106,7	31,9	28,6	28,6	33,3	7,9	14,1	.	.

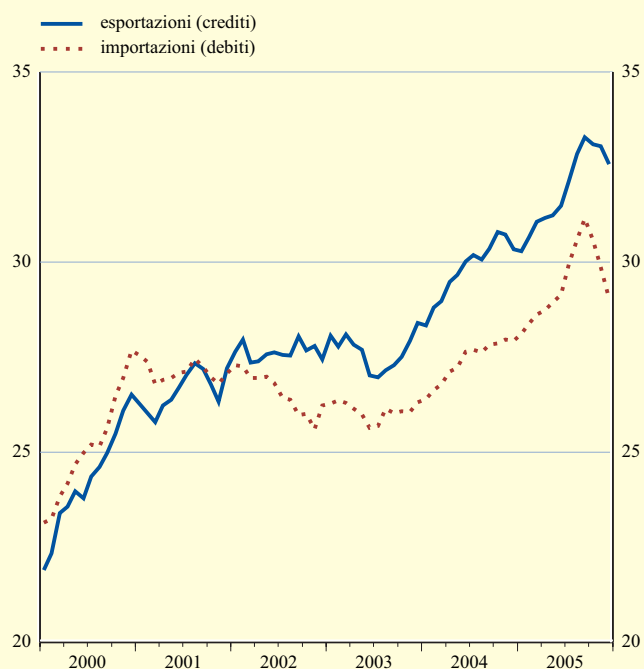
### F30 Conto dei beni

(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
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
2005	-207,9	-125,1	-8,4	-116,8	-82,8	0,2	-83,0	52,6	13,9	-0,4	14,2	38,7	0,3	38,4
2004 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
4° trim.	-47,1	-10,9	0,7	-11,6	-36,2	0,0	-36,2	21,0	5,9	-1,9	7,8	15,1	-0,3	15,4
2004 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.	-21,6	-5,2	0,5	-5,7	-16,3	0,0	-16,3	8,7	0,0	-1,7	1,8	8,6	-0,1	8,7
dic.	-16,1	-12,5	-0,3	-12,2	-3,6	0,0	-3,6	9,4	-0,1	-0,3	0,2	9,4	-0,2	9,6

Fonte: BCE.

## 7.1 Bilancia dei pagamenti

(miliardi di euro; transazioni)

### 5. Investimenti di portafoglio per strumento e settore detentore

	Azioni e altre partecipazioni				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	
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
2005	-0,1	-14,8	-111,1	.	270,1	-0,7	-121,4	-160,5	.	241,6	0,0	-17,1	2,6	.	53,9
2004 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
4° trim.	0,0	-3,9	-41,8	.	57,2	0,6	-24,0	-34,8	.	16,6	-0,1	-6,5	9,2	.	-29,6
2004 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	-	16,0	0,1	-3,8	-14,8	-	2,8	0,0	-6,1	1,2	-	-7,3
dic.	0,0	-2,1	-17,9	-	51,1	-0,1	-4,1	-6,6	-	-6,0	0,0	-7,4	2,7	-	-25,4

### 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	
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
2005	-550,0	599,4	-1,0	5,9	3,4	-3,2	-2,2	-385,6	472,3	-101,6	44,9	-284,0	427,4	-166,9	-40,0	123,3
2004 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
4° trim.	-112,9	131,1	-0,6	-3,4	-0,4	-2,1	-1,9	-75,9	105,8	-39,5	-3,7	-36,3	109,5	-36,0	-15,9	30,6
2004 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.	-126,4	163,0	-0,7	1,7	0,2	0,8	0,2	-114,0	170,1	-1,6	-3,4	-112,3	173,5	-12,0	-9,9	-9,0
dic.	66,5	-89,2	0,0	-4,1	-0,9	-2,3	-4,1	87,2	-115,7	-32,9	-0,9	120,1	-114,9	-19,9	-8,5	34,7

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	0,4	-0,7	-1,1	0,0	-7,8	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,7	-0,3	0,9	-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	-21,8	-29,1	-3,5	-3,7	25,5	6,6
2003	-151,9	-0,5	134,8	-0,1	-1,2	-97,1	-10,9	-86,3	-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.

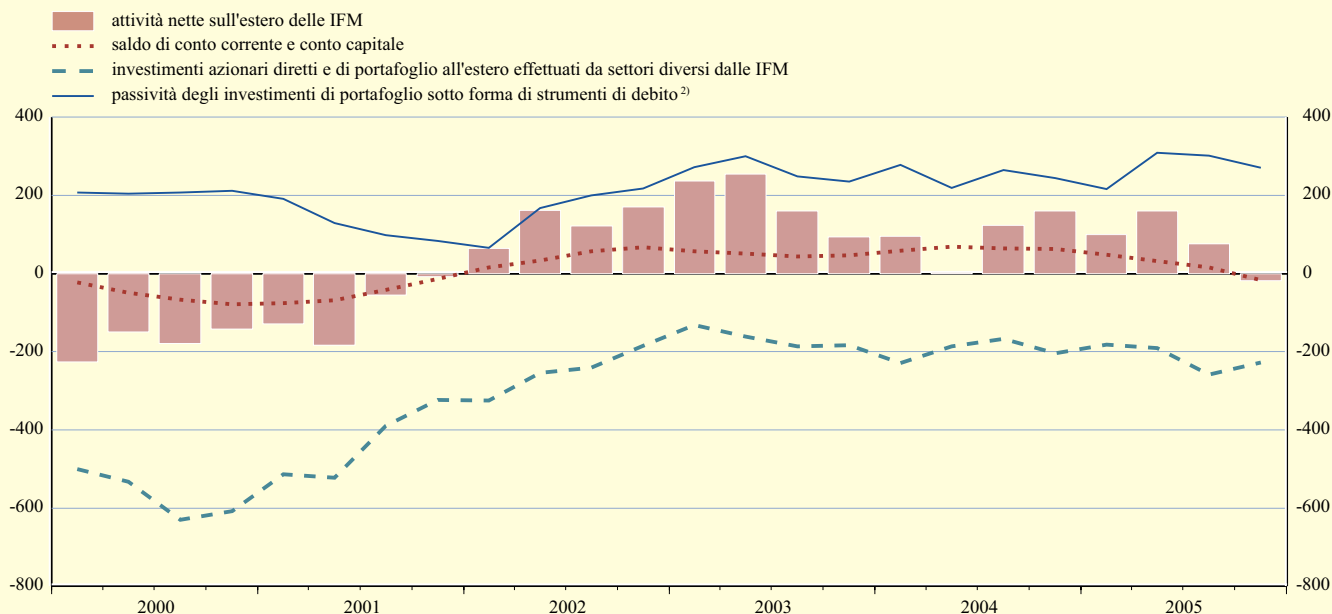
## 7.2 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti

(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	
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
2005	-16,9	-199,7	52,3	-269,0	225,4	271,3	-163,5	121,1	-15,9	-22,7	-17,5	-17,3
2004 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
4° trim.	-10,9	-47,8	21,3	-67,5	40,9	-16,8	-36,4	28,7	-3,3	70,5	-21,4	-36,8
2004 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	94,4	102,1
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	-6,6
nov.	-6,4	-22,0	8,7	-29,7	15,9	-4,0	-11,8	-8,8	1,0	15,2	-41,8	-43,6
dic.	2,2	-15,8	9,6	-21,9	35,6	-29,7	-20,8	30,6	-2,8	38,6	25,6	13,4
	<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>											
2005 dic.	-16,9	-199,7	52,3	-269,0	225,4	271,3	-163,5	121,1	-15,9	-22,7	-17,5	-17,3

## 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	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Crediti												
<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
Debiti												
<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
Saldo												
<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	Totale	Unione Europea (paesi non appartenenti all'area dell'euro)						Canada	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<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					Obbligazioni e notes				Strumenti di mercato monetario					
	Attività			Passività	Attività			Passività	Attività					Passività	
	Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM		Eurosistema	IFM (escluso l'Euro- sistema)	Istituzioni diverse dalle IFM	Altri settori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2001	0,6	38,5	6,7	1.068,8	1.643,9	2,0	424,8	8,2	783,5	1.517,4	2,8	135,1	0,2	41,8	186,5
2002	0,7	43,6	8,3	799,2	1.364,3	6,4	402,9	8,0	784,6	1.654,4	1,2	189,4	1,3	47,1	211,5
2003	1,7	53,6	11,5	1.008,2	1.555,0	8,3	459,2	8,0	842,5	1.744,1	1,1	191,5	0,6	48,4	249,5
2004	2,1	74,1	15,8	1.146,7	1.782,6	6,2	538,4	9,7	904,3	2.011,2	1,0	231,6	0,5	53,7	239,6
2005 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 net- te prede- terminate a breve termine di valuta estera	
		Totale	In milioni di onces				Banconote, monete e depositi	Titoli			Stru- menti finanziari derivati					
								presso autorità mone- tarie e la BRI	presso banche	Totale		Azioni				Obbli- gazioni 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 dic.	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
2006 gen.	332,0	176,3	375,626	4,3	7,8	143,6	7,4	30,2	105,9	-	-	-	0,2	0,0	24,7	-20,0
	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 dic.	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
2006 gen.	42,2	10,9	23,145	0,2	0,0	31,1	1,8	5,7	23,7	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3

Fonte: BCE.

**7.5 Commercio di beni**

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

**1. Esportazioni e importazioni in valore, in volume e valori unitari, per categoria merceologica**

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Manufatti	Totale			Per memoria:			
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Manufatti	Petrolio		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2002	2,0	-3,0	1.083,7	512,4	227,8	309,7	949,2	984,9	559,4	163,1	234,5	717,3	105,2
2003	-2,3	0,5	1.059,9	501,3	222,8	300,5	925,1	990,8	554,1	164,1	240,9	716,4	109,0
2004	8,9	9,3	1.147,3	547,5	247,0	313,3	997,2	1.075,0	604,3	183,6	256,0	770,0	129,5
2005	7,1	12,0	1.233,2	580,9	264,5	326,7	1.066,3	1.209,7	685,5	199,4	266,5	839,9	179,1
2004 3° trim.	9,1	14,6	287,9	138,6	61,7	78,4	250,7	276,0	157,1	46,1	63,8	195,9	36,6
4° trim.	8,8	12,6	291,9	139,3	62,7	78,1	253,6	279,1	158,8	47,4	65,0	199,6	36,7
2005 1° trim.	3,4	8,6	291,9	137,7	62,3	77,5	255,4	278,0	154,9	44,7	63,3	197,4	36,1
2° trim.	6,1	10,7	302,2	143,4	63,6	80,1	258,6	291,6	165,4	49,1	64,8	201,2	40,5
3° trim.	9,6	14,2	317,8	148,8	69,8	84,0	274,2	315,9	181,0	52,3	68,4	217,1	51,2
4° trim.	8,9	14,2	321,3	151,0	68,8	85,1	278,0	324,2	184,1	53,3	70,1	224,3	51,2
2005 lug.	2,9	9,4	103,6	48,1	22,4	27,2	89,1	102,7	57,6	16,9	22,1	71,1	14,7
ago.	14,2	19,9	106,8	50,2	23,5	28,3	92,3	107,9	63,2	18,3	23,1	73,7	18,3
set.	12,6	13,5	107,5	50,5	23,9	28,5	92,9	105,3	60,2	17,1	23,2	72,3	18,2
ott.	6,6	11,3	104,4	49,1	22,2	27,5	90,0	105,8	59,1	17,3	22,7	72,5	17,3
nov.	10,5	14,2	108,2	51,1	22,8	28,5	93,0	107,3	61,1	18,5	23,3	74,2	17,9
dic.	9,6	17,1	108,7	50,8	23,8	29,0	95,0	111,1	64,0	17,4	24,0	77,7	16,1
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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	100,5	95,2	110,4	100,0	104,9
2004	8,8	6,6	117,9	115,3	121,0	119,8	118,3	107,9	103,8	108,4	118,3	107,3	105,7
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 3° trim.	7,7	8,3	117,5	115,8	120,3	119,4	118,2	108,9	105,3	108,2	117,4	108,3	114,7
4° trim.	7,5	6,1	119,6	116,0	123,6	119,5	120,0	109,4	104,3	113,4	120,0	110,7	106,1
2005 1° trim.	1,3	2,5	118,9	113,6	122,8	118,2	120,1	109,4	102,5	108,3	116,6	109,5	105,8
2° trim.	4,4	4,6	122,0	117,2	124,8	121,1	121,1	111,1	104,0	117,1	118,8	110,7	102,8
3° trim.	7,0	4,4	126,7	120,2	136,3	125,4	127,5	114,1	105,6	121,7	123,2	117,7	109,5
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 lug.	0,6	0,9	124,1	116,5	131,4	122,7	124,3	112,2	102,0	118,5	120,2	116,0	97,5
ago.	11,6	9,2	127,5	121,9	137,6	126,1	128,7	116,3	110,0	126,0	124,6	119,4	118,0
set.	9,6	3,5	128,3	122,1	140,0	127,2	129,4	113,8	104,8	120,7	124,7	117,8	112,8
ott.	2,7	3,0	123,9	117,5	130,1	121,9	124,7	114,2	102,8	120,6	121,8	117,4	109,1
nov.	7,3	4,2	128,4	122,2	132,9	126,6	129,1	115,2	105,4	129,5	124,3	119,6	115,5
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Indici di valore unitario (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
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
2005	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2004 3° trim.	1,3	5,8	97,6	97,2	94,9	99,8	96,8	98,9	101,0	93,1	98,5	97,1	103,8
4° trim.	1,2	6,1	97,2	97,6	93,9	99,4	96,5	99,5	103,0	91,3	98,1	96,7	112,7
2005 1° trim.	2,1	5,9	97,8	98,5	93,7	99,9	97,1	99,1	102,3	90,3	98,2	96,8	111,2
2° trim.	1,6	5,9	98,7	99,3	94,3	100,7	97,5	102,5	107,6	91,6	98,7	97,5	128,7
3° trim.	2,5	9,3	100,0	100,6	94,8	102,0	98,2	108,0	116,0	93,9	100,5	99,0	152,4
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2005 lug.	2,4	8,4	99,8	100,6	94,7	101,3	98,1	107,2	114,6	93,4	100,0	98,7	147,8
ago.	2,2	9,9	100,1	100,4	94,9	102,4	98,2	108,6	116,7	95,3	100,6	99,4	151,4
set.	2,8	9,6	100,1	100,8	94,7	102,2	98,3	108,3	116,7	92,9	100,8	98,8	158,0
ott.	3,8	8,1	100,8	101,8	94,8	103,0	98,8	108,5	116,7	94,1	101,4	99,3	154,9
nov.	3,0	9,6	100,7	102,0	95,1	102,9	98,6	109,0	117,6	93,8	101,9	99,9	151,3
dic.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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>															
2002	1.083,7	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,5	43,4	100,4
2003	1.059,9	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	1.147,3	25,7	41,8	203,8	128,0	35,6	66,1	31,8	173,8	40,3	33,1	149,9	63,8	40,3	113,4
2005	1.233,2	.	.	.	.	42,9	70,1	34,6	183,9	43,5	34,0	165,5	72,7	46,6	.
2004 3° trim.	287,9	6,5	10,5	51,4	31,8	9,2	17,1	7,9	43,3	9,8	8,4	38,3	16,6	10,3	26,8
4° trim.	291,9	6,7	10,7	51,2	32,6	9,2	17,1	7,7	43,8	10,0	8,2	37,9	16,0	10,5	30,3
2005 1° trim.	291,9	6,7	10,9	49,8	33,1	9,8	17,4	7,9	43,5	10,3	8,5	39,0	17,1	11,0	27,0
2° trim.	302,2	7,0	11,1	49,8	34,1	10,6	16,9	8,2	45,5	10,0	8,4	40,5	17,2	11,2	31,7
3° trim.	317,8	7,3	11,4	51,2	36,1	11,3	17,8	9,0	47,1	11,4	8,5	43,8	19,2	12,2	31,5
4° trim.	321,3	.	.	.	.	11,2	17,9	9,5	48,0	11,8	8,6	42,2	19,2	12,2	.
2005 lug.	103,6	2,4	3,8	16,8	11,7	3,4	5,7	2,8	15,3	3,7	2,8	14,5	6,0	4,1	10,6
ago.	106,8	2,5	3,8	17,5	11,9	4,0	6,2	3,1	15,9	3,8	2,9	14,5	6,7	4,0	10,1
set.	107,5	2,5	3,8	16,9	12,5	3,8	5,9	3,1	15,9	3,9	2,8	14,8	6,6	4,1	10,8
ott.	104,4	2,4	3,7	16,6	12,4	3,6	5,9	3,1	15,7	3,8	2,8	13,8	6,1	4,0	10,7
nov.	108,2	2,6	3,7	17,4	12,7	3,9	5,9	3,0	16,1	3,9	2,9	14,1	6,4	4,2	11,6
dic.	108,7	.	.	.	.	3,7	6,2	3,5	16,2	4,2	3,0	14,3	6,7	4,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,8	11,2	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,6	3,5	9,9
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2002	984,9	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,7	52,7	142,7	67,8	39,4	81,3
2003	990,8	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,3	74,5	52,2	141,1	68,9	39,8	85,2
2004	1.075,0	25,3	39,7	143,9	107,2	56,4	53,5	22,8	113,8	92,1	53,9	163,0	72,8	45,1	85,7
2005	1.209,7	.	.	.	.	72,8	57,7	24,8	120,2	117,5	52,6	186,7	95,0	52,7	.
2004 3° trim.	276,0	6,4	10,1	37,5	26,1	14,5	13,6	6,0	28,7	23,5	13,8	42,4	19,1	11,6	22,7
4° trim.	279,1	6,5	10,2	36,5	27,3	15,9	13,8	6,1	28,8	25,3	13,5	43,0	19,8	11,7	20,7
2005 1° trim.	278,0	6,1	10,0	35,8	27,0	16,7	13,5	6,3	29,1	26,2	12,9	41,5	20,2	12,1	20,6
2° trim.	291,6	6,4	10,3	36,6	28,8	17,5	14,4	5,8	29,9	27,7	12,5	46,2	21,8	12,0	21,7
3° trim.	315,9	6,2	10,6	38,6	29,9	18,8	15,0	6,1	30,5	31,0	13,5	49,1	26,8	13,8	26,0
4° trim.	324,2	.	.	.	.	19,8	14,9	6,6	30,7	32,6	13,7	50,0	26,3	14,8	.
2005 lug.	102,7	2,0	3,6	12,7	9,8	5,7	5,0	1,9	10,1	10,3	4,4	15,5	7,8	4,4	9,6
ago.	107,9	2,1	3,6	12,9	9,9	6,7	5,0	2,1	10,3	10,5	4,7	17,0	9,8	4,8	8,5
set.	105,3	2,1	3,5	12,9	10,3	6,4	5,0	2,1	10,1	10,2	4,4	16,5	9,1	4,7	7,9
ott.	105,8	2,2	3,6	12,8	10,1	6,4	5,0	2,1	10,1	10,2	4,3	15,8	8,3	4,7	10,2
nov.	107,3	2,1	3,6	13,2	10,1	6,4	4,9	2,2	10,2	10,8	4,6	17,0	9,1	4,9	8,2
dic.	111,1	.	.	.	.	6,9	5,0	2,3	10,4	11,6	4,8	17,2	8,9	5,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2004	100,0	2,4	3,7	13,4	10,0	5,2	5,0	2,1	10,6	8,6	5,0	15,2	6,8	4,2	8,0
<b>Saldo</b>															
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	19,1
2003	69,2	1,1	1,7	56,0	15,5	-18,2	12,9	5,5	56,0	-39,3	-20,9	-5,7	-9,4	-1,8	15,5
2004	72,3	0,5	2,1	59,9	20,9	-20,8	12,6	9,0	60,0	-51,8	-20,8	-13,1	-9,0	-4,8	27,7
2005	23,5	.	.	.	.	-29,9	12,3	9,8	63,8	-74,0	-18,6	-21,3	-22,4	-6,1	.
2004 3° trim.	11,9	0,1	0,4	13,9	5,8	-5,3	3,5	1,9	14,5	-13,7	-5,3	-4,1	-2,5	-1,3	4,1
4° trim.	12,8	0,2	0,5	14,7	5,4	-6,7	3,3	1,6	15,0	-15,3	-5,3	-5,2	-3,9	-1,2	9,6
2005 1° trim.	13,9	0,6	0,9	14,0	6,1	-6,8	4,0	1,6	14,4	-15,9	-4,5	-2,5	-3,1	-1,1	6,4
2° trim.	10,5	0,6	0,9	13,2	5,3	-6,9	2,5	2,3	15,5	-17,6	-4,1	-5,7	-4,7	-0,8	10,0
3° trim.	1,9	1,1	0,7	12,6	6,2	-7,5	2,8	2,9	16,5	-19,7	-4,9	-5,3	-7,5	-1,6	5,5
4° trim.	-2,9	.	.	.	.	-8,6	3,0	2,9	17,3	-20,8	-5,1	-7,8	-7,1	-2,6	.
2005 lug.	0,9	0,4	0,2	4,1	2,0	-2,3	0,8	0,9	5,2	-6,5	-1,6	-1,1	-1,8	-0,3	1,0
ago.	-1,1	0,3	0,3	4,6	2,0	-2,7	1,1	1,0	5,6	-6,8	-1,7	-2,6	-3,1	-0,7	1,6
set.	2,2	0,4	0,2	4,0	2,2	-2,6	0,9	1,0	5,8	-6,4	-1,6	-1,7	-2,6	-0,6	2,9
ott.	-1,4	0,3	0,1	3,8	2,3	-2,8	0,9	1,0	5,6	-6,5	-1,6	-2,0	-2,2	-0,7	0,4
nov.	0,8	0,5	0,1	4,2	2,6	-2,5	0,9	0,8	5,9	-6,9	-1,8	-2,9	-2,7	-0,7	3,4
dic.	-2,4	.	.	.	.	-3,3	1,2	1,1	5,9	-7,4	-1,8	-2,9	-2,2	-1,1	.

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

## TASSI DI CAMBIO

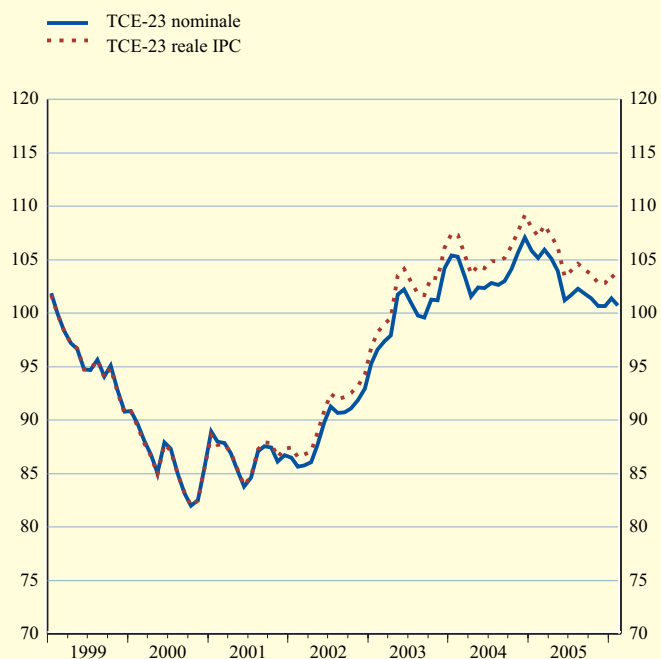
8.1 Tassi di cambio effettivi <sup>1)</sup>

(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	103,5	
2004 4° trim.	105,7	107,7	106,6	106,6	105,2	104,2	113,0	107,1	
2005 1° trim.	105,7	107,8	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	102,5	
4° trim.	100,9	103,1	101,1	.	.	.	107,2	101,1	
2005 feb.	105,1	107,2	106,4	-	-	-	111,9	105,9	
mar.	106,0	108,2	107,3	-	-	-	112,9	106,9	
apr.	105,1	107,2	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	101,9	
lug.	101,7	104,0	102,3	-	-	-	108,0	102,1	
ago.	102,3	104,6	102,9	-	-	-	108,7	102,8	
set.	101,8	104,1	101,9	-	-	-	108,2	102,4	
ott.	101,4	103,6	101,5	-	-	-	107,8	101,8	
nov.	100,7	102,9	100,9	-	-	-	106,9	100,8	
dic.	100,7	102,8	101,1	-	-	-	106,9	100,7	
2006 gen.	101,4	103,6	101,6	-	-	-	107,5	101,3	
feb.	100,7	103,0	100,8	-	-	-	106,6	100,4	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>								
2006 feb.	-0,7	-0,6	-0,7	-	-	-	-0,9	-0,9	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>								
2006 feb.	-4,2	-4,0	-5,2	-	-	-	-4,8	-5,1	

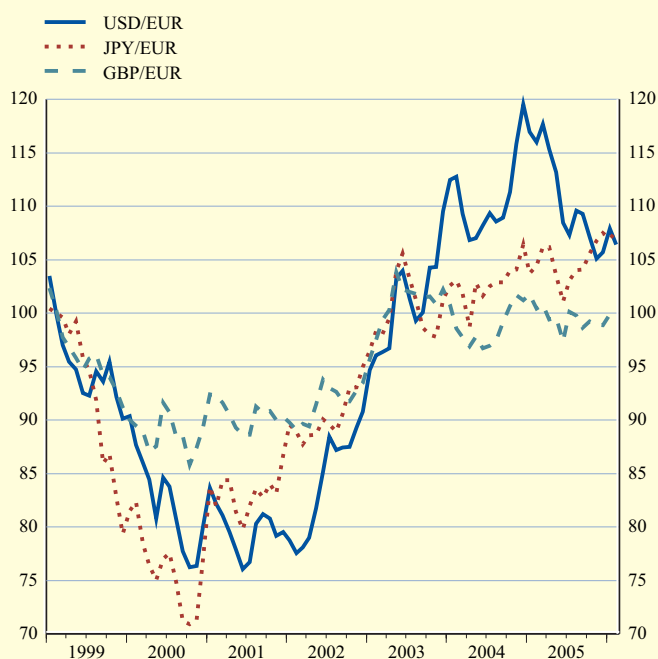
## F33 Tassi di cambio effettivi

(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 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
feb.	7,4641	9,3414	0,68297	1,1938	140,77	1,5580	1,157,96	9,2640	1,9448	1,3723	8,0593	1,6102
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 feb.	0,0	0,3	-0,4	-1,4	0,7	0,6	-2,7	-1,3	-1,6	-2,2	0,3	-0,3
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 feb.	0,3	2,8	-1,0	-8,3	3,1	0,5	-13,0	-8,7	-8,8	-14,9	-3,1	-3,4
	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 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
feb.	28,407	15,6466	0,57436	0,6961	3,4528	251,57	0,4293	3,7941	239,49	37,390	1,9558	3,5393
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 feb.	-1,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	-0,7	0,0	-0,3	0,0	-2,9
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 feb.	-5,2	0,0	-1,5	0,0	0,0	3,2	-0,4	-4,8	-0,1	-1,7	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 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	
feb.	9,6117	7,3191	76,57	11,048,98	4,4487	1,7741	61,776	33,6802	7,3079	47,014	1,5830	
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>											
2006 feb.	-1,5	-0,8	2,7	-3,7	-2,1	0,7	-2,9	-1,9	-1,0	-2,0	-2,0	
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>											
2006 feb.	-10,8	-2,6	-5,2	-8,2	-10,0	-2,5	-13,4	-7,4	-6,7	-6,1	-	

Fonte: BCE.

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

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

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

# 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	2,0
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	1,8	2,3	2,2	0,9	2,4
4° trim.	2,2	2,0	4,0	1,9	7,5	3,0	3,2	3,5	1,2	2,6	3,7	1,1	2,1
2005 set.	2,0	2,3	4,9	2,1	7,4	2,5	3,6	2,0	1,9	3,2	2,3	1,1	2,4
ott.	2,4	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	1,8	4,0	2,0	7,6	2,9	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	1,9
2006 gen.	2,4	2,0	4,7	2,0	7,6	3,5	2,5	2,4	0,9	2,6	4,1	1,1	1,9
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 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
2006 gen.	3,39	3,31	-	3,96	3,60	3,62	6,66	4,39	4,95	3,73	3,59	3,33	3,97
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno, media nel periodo													
2005 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
2006 gen.	2,14	2,52	2,61	3,42	4,03	2,56	6,02	3,20	4,49	4,00	3,17	2,03	4,60
PIL a prezzi costanti													
2004	4,7	2,1	7,8	3,8	8,5	7,0	4,6	0,1	5,3	4,2	5,5	3,7	3,2
2005	.	.	.	.	.	7,3	.	.	.	.	6,0	.	1,8
2005 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	1,8
4° trim.	.	.	.	.	.	8,2	.	.	.	.	7,5	.	1,8
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL													
2004	-5,7	2,4	-11,9	-4,9	-11,9	-6,4	-8,5	-8,7	-3,8	-2,5	-3,1	6,9	-1,8
2005	.	.	.	.	.	-5,9	.	.	.	.	-7,8	.	.
2005 2° trim.	-4,1	5,0	-10,9	1,5	-9,9	-6,7	-7,6	-10,4	-0,8	0,4	-11,9	5,8	-1,1
3° trim.	-4,4	5,0	-6,6	3,1	-11,2	-6,7	-7,1	-0,6	-1,4	0,6	-4,7	6,8	-3,1
4° trim.	.	.	.	.	.	-5,5	.	.	.	.	-11,5	.	.
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	-	7,2	.	4,2	-	.	3,8	2,1	-0,6	2,0
2005 1° trim.	-0,3	1,9	3,1	-	-	4,1	-	-	.	-	5,7	2,6	4,3
2° trim.	0,4	2,6	2,4	-	-	1,3	-	-	.	-	3,6	0,1	3,3
3° trim.	2,0	-1,1	4,1	-	-	3,2	-	-	.	-	4,1	0,9	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)													
2004	8,3	5,5	9,7	4,7	10,4	11,4	6,1	7,3	19,0	6,3	18,2	6,4	4,7
2005	7,9	4,9	7,8	5,2	9,0	8,2	7,1	7,2	17,8	6,3	16,4	.	.
2005 2° trim.	8,0	5,1	8,1	5,5	9,3	8,7	7,1	7,3	18,0	6,1	16,4	.	4,6
3° trim.	7,8	4,6	7,4	5,3	9,1	7,8	7,3	7,1	17,7	6,4	16,2	.	4,7
4° trim.	7,9	4,5	6,8	5,0	8,3	6,9	7,3	7,3	17,3	6,4	16,3	.	.
2005 ott.	7,9	4,5	7,1	5,1	8,5	7,0	7,3	7,2	17,4	6,4	16,5	.	4,9
nov.	7,9	4,5	6,7	5,0	8,3	6,8	7,3	7,3	17,3	6,5	16,3	.	5,0
dic.	7,8	4,4	6,5	4,9	8,1	6,8	7,3	7,5	17,2	6,4	16,1	.	.
2006 gen.	7,8	.	6,2	5,3	8,2	6,9	7,4	7,8	17,2	6,3	15,8	.	.
feb.	.	.	.	.	.	.	7,4	.	.	.	.	.	.

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

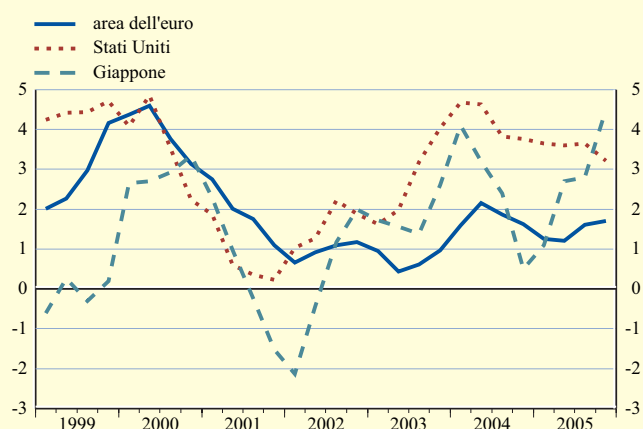
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 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	2,5	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	1,8	3,5	3,9	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	3,0	3,6	3,4	5,1	4,9	3,28	4,16	1,2594	-3,5	48,6
3° trim.	3,8	1,8	3,6	3,1	5,0	5,9	3,77	4,21	1,2199	-4,5	48,5
4° trim.	3,7	0,0	3,2	4,3	4,9	7,4	4,34	4,48	1,1884	.	.
2005 ott.	4,3	-	-	3,8	4,9	7,2	4,17	4,45	1,2015	-	-
nov.	3,5	-	-	4,6	5,0	7,4	4,35	4,53	1,1786	-	-
dic.	3,4	-	-	4,5	4,9	7,8	4,49	4,46	1,1856	-	-
2006 gen.	4,0	-	-	4,8	4,7	8,1	4,60	4,41	1,2103	-	-
feb.	.	-	-	.	.	.	4,76	4,56	1,1938	-	-
Giappone											
2002	-0,9	-3,2	0,1	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-8,4	143,9
2003	-0,3	-3,8	1,8	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,8	151,3
2004	0,0	-5,2	2,3	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	-5,6	157,9
2005	-0,3	.	2,8	1,3	4,4	1,9	0,06	1,39	136,85	.	.
2004 4° trim.	0,5	-1,5	0,5	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 1° trim.	-0,2	-1,0	1,1	1,4	4,6	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2° trim.	-0,1	0,9	2,7	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	.	4,5	3,4	4,5	2,0	0,06	1,53	139,41	.	.
2005 ott.	-0,7	-1,7	-	3,0	4,5	2,0	0,06	1,54	138,05	-	-
nov.	-0,8	-2,5	-	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.	.	.	-	2,1	.	1,9	0,07	1,47	139,82	-	-
feb.	.	.	-	.	.	.	0,07	1,57	140,77	-	-

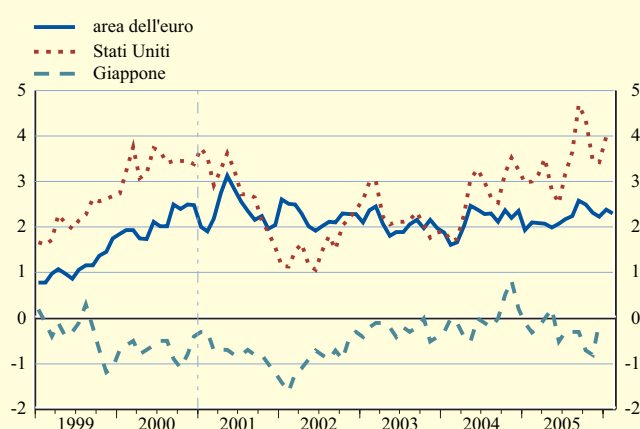
### F35 PIL a prezzi costanti

(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.

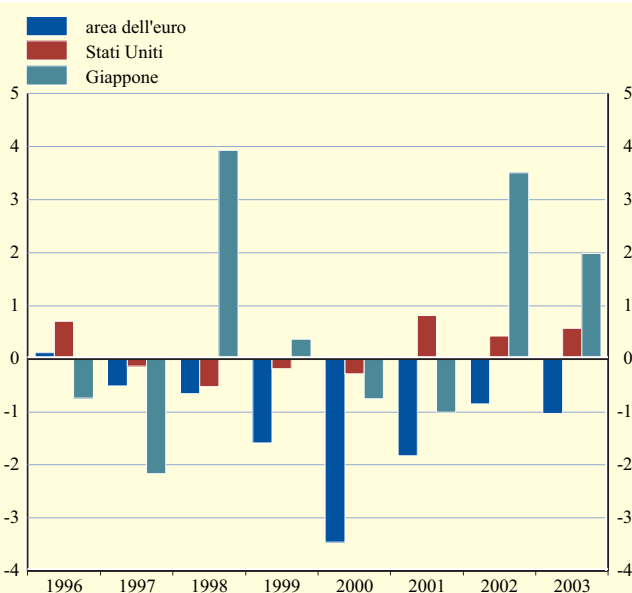
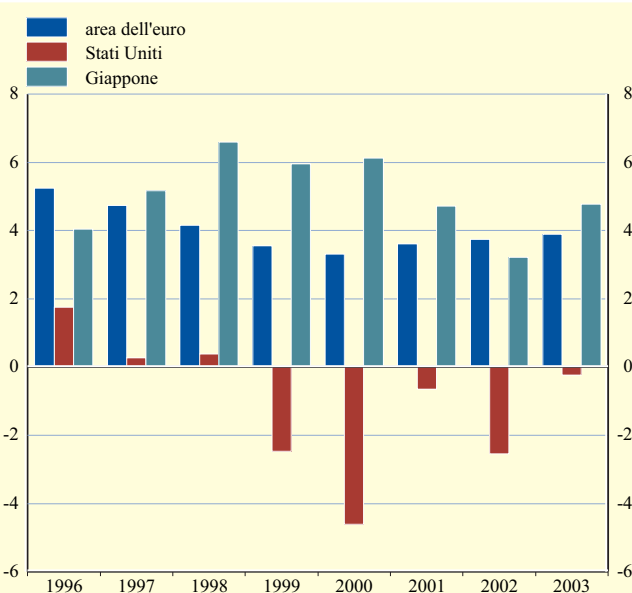
4) Per ulteriori informazioni, cfr. sezione 8.2.

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  $a_t^P$ , 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° marzo 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-carta e carta, chimico, della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

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

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

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

## 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 rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p./p.p.e. dell'area, 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'orien-

tamento 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 ri-

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.

finanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,0, al 3,0 e all'1,0 per cento, rispettivamente.

#### **I DICEMBRE 2005**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di 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 2005.

#### **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 ulteriormente 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.

#### **2 MARZO 2006**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 2,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 marzo 2006. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 3,50 e all'1,50 per cento, a decorrere dall'8 marzo 2006.

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

## I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET

Nel quarto trimestre del 2005 il sistema Target ha regolato in media giornaliera 320.888 pagamenti, per un valore di 1.977 miliardi di euro, il dato più elevato registrato dall'avvio di Target. Rispetto al trimestre precedente si è avuto un incremento del 7,5 per cento in termini di volume e dell'8 per cento in termini di valore. In tutti i segmenti si sono registrati incrementi sia in termini di volume che di valore, peraltro i più alti dal 1999. La quota di mercato complessiva di Target si è accresciuta dell'1 per cento raggiungendo livelli ancora più elevati sia in termini di valore (90 per cento) sia di volume (59 per cento). Rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente la quota di mercato è cresciuta del 2 per cento sia in termini di volume che di valore.

## PAGAMENTI ALL'INTERNO DEGLI STATI MEMBRI

Nel quarto trimestre del 2005 Target ha gestito un numero medio giornaliero di 249.136 pagamenti interni agli Stati membri, per un valore di

1.311 miliardi di euro, facendo segnare, rispetto al trimestre precedente, una crescita del 9 per cento in termini di volume e di valore. Nel confronto con lo stesso periodo del 2004, il volume dei pagamenti è aumentato del 20 per cento, il valore dell'11 per cento. Le operazioni interne agli Stati membri hanno rappresentato il 77,6 e il 66,3 per cento del totale regolato in Target, rispettivamente in volume e in valore. Nel quarto trimestre di quest'anno il loro valore medio è rimasto a 5,3 milioni di euro. Di tali pagamenti, il 63 per cento è stato di importo unitario inferiore ai 50.000 euro, mentre il 10 per cento è stato di importo superiore al milione. Su base media giornaliera, 156 pagamenti all'interno degli Stati membri hanno superato il valore di un miliardo di euro. Il giorno di maggiore traffico è stato il 15 dicembre, quando sono stati trattati in totale 328.812 pagamenti per un valore complessivo di 1.874 miliardi di euro.

## PAGAMENTI TRA STATI MEMBRI

Nel quarto trimestre del 2005 il numero medio giornaliero dei pagamenti fra Stati membri

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

(numero dei pagamenti)	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
volume totale	18.033.316	17.219.984	18.952.096	19.441.665	19.774.574
media giornaliera	273.232	277.741	291.541	295.161	320.888
Pagamenti Target tra Stati membri					
volume totale	4.305.815	4.183.482	4.518.137	4.389.389	4.592.102
media giornaliera	65.240	67.476	69.515	66.650	71.752
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
volume totale	13.727.501	13.036.502	14.433.959	15.052.276	15.944.755
media giornaliera	207.992	210.266	222.025	228.511	249.136
<b>Altri sistemi</b>					
Euro 1 (EBA)					
volume totale	11,382,418	10,883,591	11,856,745	11,590,400	12,132,235
media giornaliera	172,420	175,542	182,452	175,942	189,665
Paris Net Settlement (PNS)					
volume totale	1.766.831	1.681.581	1.760.484	1.677.545	1.716.063
media giornaliera	26.770	27.122	27.098	25.481	26.847
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järiestelmä (POPS)					
volume totale	119.693	127.802	183.226	148.838	135.414
media giornaliera	1.813	2.061	2.811	2.258	2.117

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

(miliardi di euro)					
	2004 4° trim.	2005 1° trim.	2005 2° trim.	2005 3° trim.	2005 4° trim.
<b>Target</b>					
Totale pagamenti Target					
ammontare totale	116.389	116.318	124.726	121.300	126.557
media giornaliera	1.763	1.876	1.919	1.841	1.977
Pagamenti Target tra Stati membri					
ammontare totale	38.226	39.152	41.846	41.140	42.675
media giornaliera	579	631	644	624	668
Pagamenti Target all'interno degli Stati membri					
ammontare totale	78.163	77.166	82.881	80.160	83.883
media giornaliera	1.184	1.245	1.275	1.217	1.311
<b>Altri sistemi</b>					
Euro 1 (EBA)					
ammontare totale	11.005	10.483	10.850	10.787	10.820
media giornaliera	167	169	167	164	169
Paris Net Settlement (PNS)					
ammontare totale	4.215	3.922	4.102	3.864	3.760
media giornaliera	64	63	63	59	59
Pankkien On-line Pikasiirrot ja Sekit-järjestelmä (POPS)					
ammontare totale	113	122	117	106	109
media giornaliera	2	2	2	2	2

regolati in Target è stato pari a 71.752, per un valore di 668 miliardi di euro; ciò rappresenta un incremento, rispetto al terzo trimestre, dell'8 per cento sia in termini di volume che di valore; il comparto interbancario si è accresciuto del 6 per cento, sia in volume sia in valore, mentre i pagamenti per conto della clientela hanno registrato un aumento del 10 per cento in termini di volume e del 18 per cento in valore. In rapporto al numero medio giornaliero dei pagamenti tra Stati membri la componente interbancaria ha rappresentato il 47 e il 95 per cento rispettivamente in termini di volume e di valore. Il valore medio dei pagamenti interbancari è aumentato, rispetto al trimestre precedente, da 18,6 a 18,7 milioni di euro, quello dei pagamenti per conto della clientela invece da 850.300 a 901.000 euro. Il 65 per cento dei pagamenti fra Stati membri è stato di importo inferiore a 50.000 euro, mentre il 14 per cento ha superato un milione di euro. In media giornaliera, circa 51 pagamenti tra Stati membri hanno oltrepassato il miliardo di euro. Il picco dell'attività si è osservato anche in questo caso il 20 dicembre, con un totale

di 94.587 pagamenti per complessivi 850 miliardi di euro.

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

Componenti di Target	Disponibilità 4° trim. 2005 (in percentuale)
Belgio	99,77
Danimarca	99,84
Germania	99,61
Grecia	100,00
Spagna	99,93
Francia	99,97
Irlanda	100,00
Italia	100,00
Lussemburgo	100,00
Paesi Bassi	100,00
Austria	100,00
Polonia	100,00
Portogallo	100,00
Finlandia	100,00
Svezia	100,00
Regno Unito	100,00
Meccanismo dei pagamenti della BCE	99,68
Disponibilità complessiva di Target	99,92

## DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET

Nel quarto trimestre del 2005 il sistema ha registrato una disponibilità complessiva del 99,32 per cento, rispetto a quella del 99,81 del terzo trimestre. Si sono verificati 16 “incidenti” con effetti sulla disponibilità di Target, 6 in meno rispetto al terzo trimestre. I malfunzionamenti presi in considerazione per calcolare la disponibilità di Target sono quelli che impediscono l'esecuzione di pagamenti per un periodo pari o superiore a dieci minuti. Nel periodo in esame si è verificato un solo incidente di durata

superiore a due ore. La tavola 3 riporta i valori della disponibilità per ciascuna componente nazionale di Target e del meccanismo dei pagamenti della BCE (*ECB payment mechanism – EPM*). Nel quarto trimestre il 96,68 per cento dei pagamenti tra Stati membri è stato regolato in meno di cinque minuti, il 2,80 per cento nell'intervallo compreso fra 5 e 15 minuti e lo 0,39 per cento ha richiesto un tempo fra i 15 e i 30 minuti. In media giornaliera, il tempo di regolamento è stato superiore ai 30 minuti soltanto per 96 pagamenti, una cifra che va valutata tenendo conto che ogni giorno sono stati regolati in media 71.752 pagamenti fra Stati membri.



## 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 dicembre 2005 e febbraio 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.



#### LEGAL WORKING PAPER SERIES

- 1 *The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments*, di K. M. Löber, febbraio 2006.

#### 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. Bè 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.

- 43 *The accumulation of foreign reserves*, a cura di una *task force* del Comitato per le Relazioni internazionali, febbraio 2006.

#### WORKING PAPERS SERIES

- 559 *When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?*, di B. Mojon, dicembre 2005.
- 560 *The determinants of 'domestic' original sin in emerging market economies*, di A. Mehl e J. Reynaud, dicembre 2005.
- 561 *Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data*, di H. Stahl, dicembre 2005.
- 562 *The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data*, di F. Martins, dicembre 2005.
- 563 *Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence*, di L. J. Álvarez, E. Dhyne, M.M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen e J. Vilmunen, dicembre 2005.
- 564 *Forecasting the central bank's inflation objective is a good rule of thumb*, di M. Diron e B. Mojon, dicembre 2005.
- 565 *The timing of central bank communication*, di M. Ehrmann e M. Fratzscher, dicembre 2005.
- 566 *Real versus financial frictions to capital investment*, di N. Bayraktar, P. Sakellaris e P. Vermeulen, dicembre 2005.
- 567 *Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation*, di M. Sánchez, dicembre 2005.
- 568 *Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis*, di S. Dées, 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.
- 585 *Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement*, di A. Lamo, J. Messina e E. Wasmer, febbraio 2006.
- 586 *A method to generate structural impulse-responses for measuring the effects of shocks in structural macro models*, di A. Beyer e R.E.A. Farmer, febbraio 2006.
- 587 *Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries*, di U. Böwer e C. Guillemineau, febbraio 2006.
- 588 *Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover*, di M. Ehrmann, febbraio 2006.
- 589 *Forecasting economic aggregates by disaggregates*, di D. F. Hendry e K. Hubrich, febbraio 2006.
- 590 *The Pecking Order of Cross-Border Investment*, di C. Daude e M. Fratzscher, febbraio 2006.
- 591 *Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence*, di A. Banerjee e J. L. Carrion-i-Silvestre, febbraio 2006.
- 592 *Non-linear dynamics in the euro area demand for M1*, di A. Calza e A. Zaghini, febbraio 2006.
- 593 *Robustifying Learnability*, di R.J. Tetlow e P. von zur Muehlen, febbraio 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 – Statistical tables*, gennaio 2006.  
*Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling*, gennaio 2006.  
*Euro Money Market Survey 2005*, gennaio 2006.  
*Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, febbraio 2006.  
*Towards a Single Euro Payments Area – Objectives and Deadlines (4th Progress Report)*, febbraio 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 si 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'an-

damento 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.