



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

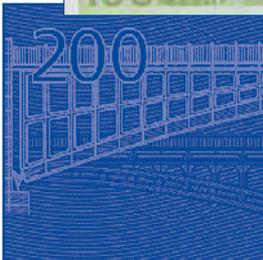
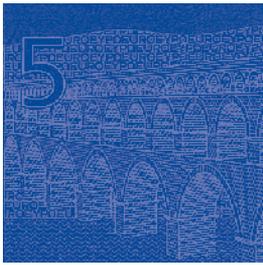
BOLLETTINO MENSILE GENNAIO





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE GENNAIO 2011

Nel 2011 tutte
le pubblicazioni della BCE
saranno caratterizzate
da un motivo tratto
dalla banconota
da 100 euro

© Banca centrale europea, 2011

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

<http://www.ecb.europa.eu>

Fax

+49 69 1344 6000

*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 12 gennaio 2011.*

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

*Stampato nel mese di gennaio 2011
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

Riquadri:

- 1 Andamenti recenti dei prezzi
delle materie prime alimentari **13**
- 2 L'adozione dell'euro da parte
dell'Estonia **17**
- 3 Il trasferimento di attività alle *bad bank*:
analisi aggiornata dell'impatto
sul credito delle IFM al settore
privato dell'area dell'euro **22**
- 4 Le determinanti dei differenziali
di inflazione nell'area dell'euro **41**
- 5 La capacità previsiva delle indagini
condotte presso gli esperti **49**

ARTICOLI

Andamenti recenti dei prestiti
al settore privato **59**

Tendenze del prodotto potenziale **77**

La crisi finanziaria e il rafforzamento
della cooperazione mondiale sul piano
delle politiche **91**

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

- 9 Cronologia delle misure di politica
monetaria dell'Eurosistema **I**
- 20 Pubblicazioni prodotte dalla Banca
centrale europea **V**
- 39 Glossario **VII**

SI

I

V

VII

SIGLARIO

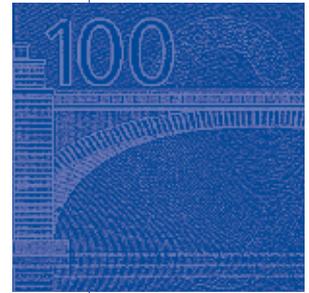
PAESI

BE	Belgio	HU	Ungheria
BG	Bulgaria	MT	Malta
CZ	Repubblica Ceca	NL	Paesi Bassi
DK	Danimarca	AT	Austria
DE	Germania	PL	Polonia
EE	Estonia	PT	Portogallo
IE	Irlanda	RO	Romania
GR	Grecia	SI	Slovenia
ES	Spagna	SK	Slovacchia
FR	Francia	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
HWWI	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	classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea
OCSE	Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico
PIL	Prodotto interno lordo
SEBC	Sistema europeo di banche centrali
SEC 95	Sistema europeo dei conti nazionali 1995
SITC rev. 4	Standard International Trade Classification (4ª revisione)
TCE	Tasso di cambio effettivo
UE	Unione europea
UEM	Unione economica e monetaria

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



EDITORIALE

Nella riunione del 13 gennaio, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha confermato che i livelli correnti dei tassi d'interesse di riferimento della BCE permangono ancora adeguati e ha pertanto deciso di lasciarli invariati. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni e analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 2 dicembre, il Consiglio direttivo ritiene che vi siano evidenze di pressioni al rialzo di breve periodo sull'inflazione complessiva, derivanti principalmente dalle quotazioni dei beni energetici; tuttavia, ciò non ha influito finora sulla sua valutazione che l'evoluzione dei prezzi resterà in linea con la loro stabilità nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Nel contempo, è necessario seguire gli sviluppi con molta attenzione. I recenti dati economici sono coerenti con una positiva dinamica di fondo dell'attività economica, a fronte del perdurare di un'elevata incertezza. L'analisi monetaria indica uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio termine, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento a medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione risulta essenziale.

Nel complesso l'attuale orientamento della politica monetaria rimane accomodante. Tale orientamento, nonché l'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione saranno adeguati secondo opportunità, tenendo presente che tutte le misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie sono, per come strutturate, di natura temporanea. Il Consiglio direttivo continuerà dunque a seguire con molta attenzione tutti gli andamenti nel prossimo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi economica, dopo l'aumento dello 0,3 per cento sul periodo precedente registrato dal PIL in termini reali

dell'area dell'euro nel terzo trimestre del 2010, i recenti dati statistici e i risultati delle ultime indagini congiunturali confermano che la positiva dinamica di fondo dell'attività economica dell'area è proseguita verso la fine dello scorso anno. Guardando al 2011, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero beneficiare del perdurante recupero dell'economia mondiale. Allo stesso tempo, tenendo conto in particolare del grado relativamente elevato della fiducia delle imprese nell'area, la domanda interna del settore privato, sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario, dovrebbe fornire un contributo sempre più consistente alla crescita. Ci si attende tuttavia che la ripresa dell'attività sia frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in corso in diversi comparti.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo i rischi per queste prospettive economiche restano orientati lievemente verso il basso, a fronte di un livello di incertezza persistentemente elevato. Da un lato, il commercio mondiale potrebbe continuare a crescere più rapidamente delle attese, sostenendo le esportazioni dell'area dell'euro. Inoltre, il clima di fiducia positivo delle imprese potrebbe fornire un contributo maggiore all'attività economica dell'area rispetto a quanto atteso al momento. Dall'altro lato vi sono rischi verso il basso connessi alle tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e alla loro potenziale trasmissione all'economia reale dell'area dell'euro. Ulteriori rischi al ribasso riguardano rinnovati rincari del petrolio e di altre materie prime, spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne i prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica che nell'area dell'euro il tasso di inflazione sui 12 mesi misurato sullo IAPC è stato pari al 2,2 per cento a dicembre, dopo l'1,9 di novembre. Questo valore, in qualche modo superiore alle attese, riflette ampiamente prezzi dell'energia più elevati. Per quanto riguarda i prossimi mesi, il tasso di inflazione potrebbe registrare ulteriori tem-

poranei aumenti, collocandosi verosimilmente poco al di sopra del 2 per cento, soprattutto a causa degli andamenti delle quotazioni delle materie prime, per poi tornare a moderarsi sul finire dell'anno. Nel complesso, il Consiglio direttivo ritiene che vi siano evidenze di pressioni al rialzo di breve periodo sull'inflazione complessiva, derivanti soprattutto dai corsi internazionali delle materie prime. Ciò non ha influito finora sulla sua valutazione che l'evoluzione dei prezzi resterà in linea con la loro stabilità nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria, tuttavia è necessario seguire l'andamento dei prezzi con molta attenzione. Le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo continuano a essere saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di preservare tassi di inflazione inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine.

I rischi per le prospettive di medio periodo circa l'andamento dei prezzi permangono sostanzialmente bilanciati, ma potrebbero orientarsi verso l'alto. I rischi al rialzo sono connessi, in particolare, all'evoluzione delle quotazioni dell'energia e delle materie prime non energetiche. Inoltre gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero superare le attese correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni, e le pressioni sui prezzi nella catena produttiva potrebbero accentuarsi ulteriormente. I rischi al ribasso sono legati principalmente all'impatto sull'inflazione di una crescita potenzialmente più contenuta, data la presenza di incertezze.

Passando all'analisi monetaria, il tasso di crescita sui 12 mesi di M3 ha subito un netto incremento, connesso in parte a effetti base e fattori variabili, passando dallo 0,9 per cento di ottobre all'1,9 di novembre. Anche il tasso di espansione sui 12 mesi dei prestiti al settore privato è aumentato, collocandosi al 2,0 per cento a novembre dopo l'1,5 di ottobre. Al di là dei fattori straordinari che si sono manifestati a novembre, l'aggregato monetario ampio e i prestiti hanno continuato a registrare una crescita modesta, confortando la valu-

tazione di un ritmo moderato dell'espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo.

La configurazione dei tassi di interesse seguita a esercitare un impatto significativo sulla crescita degli aggregati monetari. Per quanto riguarda le componenti di M3, i tassi di interesse corrisposti sui depositi a termine a breve scadenza permangono più elevati rispetto a quelli sui depositi a vista. Il tasso di incremento sui 12 mesi di M1 è quindi sceso ulteriormente, collocandosi a novembre al 4,6 per cento, mentre quello degli altri depositi a breve termine ha continuato a procedere verso valori meno negativi. Nel contempo, l'inclinazione della curva dei rendimenti è tornata ad accentuarsi di recente; questo implica che l'appetibilità dei depositi a breve termine inclusi in M3 si sia in qualche misura ridotta rispetto alle attività a più lungo termine meglio remunerate non comprese nell'aggregato.

Per quanto concerne i prestiti bancari al settore privato, il tasso di variazione sui 12 mesi ha continuato ad aumentare a novembre, in parte a causa di fattori straordinari. A livello settoriale, questo rafforzamento riflette sempre più l'andamento meno negativo della crescita dei prestiti alle società non finanziarie (pari a novembre al -0,1 per cento dopo il -0,5 di ottobre), a ulteriore conferma che è stato raggiunto un punto di svolta nel corso del 2010. L'espansione dei prestiti alle famiglie è rimasta più sostenuta (al 2,7 per cento a novembre dopo il 2,9 di ottobre), ma i dati più recenti mostrano segni di stabilizzazione.

Negli ultimi mesi le banche hanno ampliato l'offerta di credito al settore privato in un contesto in cui le dimensioni complessive dei loro bilanci sono rimaste sostanzialmente stabili. Dovranno ancora dimostrarsi capaci di incrementare la disponibilità di tali finanziamenti a fronte di un ulteriore aumento della domanda. Ove necessario, per raccogliere questa sfida è indispensabile che le banche trattengano gli utili, ricorrano al mercato per rafforzare maggiormente la propria componente patrimoniale

oppure sfruttino appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione.

In sintesi, i livelli correnti dei tassi d'interesse di riferimento della BCE permangono ancora adeguati. Il Consiglio direttivo ha pertanto deciso di lasciarli invariati. Tenuto conto dell'insieme delle nuove informazioni e analisi che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 2 dicembre, il Consiglio direttivo ritiene che vi siano evidenze di pressioni al rialzo di breve periodo sull'inflazione complessiva, derivanti principalmente dalle quotazioni dei beni energetici; tuttavia, ciò non ha influito finora sulla sua valutazione che l'evoluzione dei prezzi resterà in linea con la loro stabilità nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Nel contempo, è necessario seguire gli sviluppi con molta attenzione. I recenti dati economici sono coerenti con una positiva dinamica di fondo dell'attività economica, a fronte del perdurare di un'elevata incertezza. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria indica uno scenario di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. Nel complesso, il Consiglio direttivo si attende che la stabilità dei prezzi sia preservata nel medio termine, sostenendo così il potere di acquisto delle famiglie nell'area dell'euro. Le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento a medio termine. Il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione risulta essenziale.

Per quanto riguarda i conti pubblici, vista la perdurante vulnerabilità alle reazioni avverse del mercato, i paesi devono impegnarsi al massimo al fine di conseguire i propri obiettivi di disavanzo e condurre saldamente il rapporto debito pubblico/PIL verso un percorso discendente. A tale riguardo, il Consiglio direttivo prende atto delle misure annunciate di recente da alcuni paesi dell'area dell'euro per ridurre gli squilibri di bilancio molto ampi. Ove necessario, occorre definire e attuare prontamente ulteriori misure correttive, preferibilmente dal lato della spesa. Al tempo

stesso tutti i paesi dell'area dell'euro devono portare avanti strategie di risanamento pluriennali che siano ambiziose e credibili. Ciò contribuirà a rafforzare la fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici, a ridurre i premi al rischio nei tassi di interesse e a migliorare le condizioni per una crescita solida e sostenibile. Ogni evoluzione positiva delle finanze pubbliche, che possa verificarsi sulla scorta di fattori quale un contesto economico più favorevole delle attese, deve essere sfruttata per accelerare il processo di riequilibrio dei conti.

Occorre attuare con tempestività riforme strutturali consistenti e di ampia portata a integrazione del risanamento dei conti pubblici per migliorare le prospettive di una maggiore crescita sostenibile. Profonde riforme risultano particolarmente necessarie nei paesi che in passato hanno subito una perdita di competitività o che al momento risentono di disavanzi di bilancio e disavanzi esterni elevati. L'eliminazione delle rigidità dal mercato del lavoro favorirebbe ulteriormente il processo di aggiustamento di tali economie. Inoltre, una maggiore concorrenza nei mercati dei beni e soprattutto dei servizi agevolerebbe la ristrutturazione dell'economia e incoraggerebbe l'innovazione. Tali misure sono fondamentali per stimolare l'incremento della produttività, una delle principali determinanti della crescita a lungo termine. L'insieme di queste riforme strutturali dovrebbe essere supportato dai necessari miglioramenti della struttura del settore bancario. Situazioni patrimoniali sane, un'efficace gestione del rischio e l'adozione di modelli imprenditoriali solidi e trasparenti restano indispensabili per rafforzare la capacità di tenuta delle banche agli shock e assicurare un accesso adeguato ai finanziamenti, gettando le basi per la crescita sostenibile e la stabilità finanziaria.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli: il primo passa in rassegna gli andamenti recenti dei prestiti al settore privato; il secondo analizza le tendenze del prodotto potenziale nell'area dell'euro; il terzo, infine, esamina le misure adottate per rafforzare la sorveglianza macroeconomica e finanziaria su scala internazionale a seguito della crisi finanziaria.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

Benché la ripresa dell'attività economica mondiale sia proseguita per gran parte della seconda metà del 2010 a ritmi più moderati rispetto a quelli vivaci della prima, le ultime statistiche disponibili confermano un rinnovato slancio nel quarto trimestre. Le spinte inflazionistiche restano contenute nei paesi avanzati, nonostante l'aumento dei prezzi degli input che ha fatto seguito ai rincari dei beni alimentari e delle materie prime. Nelle economie emergenti più dinamiche, invece, l'inflazione ha continuato a crescere per l'effetto congiunto dei suddetti aumenti dei prezzi degli input e del vigore dell'attività.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

La ripresa dell'attività economica mondiale è sempre più in grado di autosostenersi. Nelle principali economie avanzate, gli ultimi dati disponibili segnalano un aumento della domanda privata. Le tensioni sui bilanci del settore privato, le condizioni di credito restrittive e la debolezza del mercato del lavoro continuano tuttavia a determinare tassi di crescita modesti. I paesi emergenti registrano un'espansione ancora vigorosa, anche se le statistiche più recenti evidenziano un moderato rallentamento dell'attività economica verso la fine dello scorso anno. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è salito a 57,1 in dicembre, da 54,6 in novembre (cfr. figura 1), sorretto dal rafforzamento sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi. L'incremento dell'attività è stato inoltre accompagnato da una crescita sostenuta della componente del PMI relativa ai nuovi ordinativi.

Nonostante l'aumento dei prezzi degli input che ha fatto seguito ai rincari dei beni alimentari e delle materie prime, le spinte inflazionistiche restano contenute nelle economie avanzate, riflettendo gli ampi margini di capacità inutilizzata. In quelle emergenti più dinamiche l'inflazione ha invece continuato a crescere, per l'effetto congiunto dei suddetti aumenti dei prezzi degli input e del vigore dell'attività economica. Nei paesi dell'OCSE l'inflazione al consumo sui 12 mesi è stata pari all'1,8 per cento in novembre, lievemente inferiore all'1,9 per cento di ottobre (cfr. figura 2). Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è leggermente aumentato, all'1,2 per cento, dall'1,1 di ottobre.

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

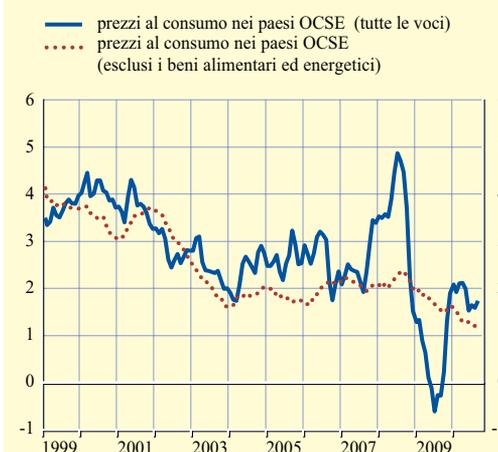
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



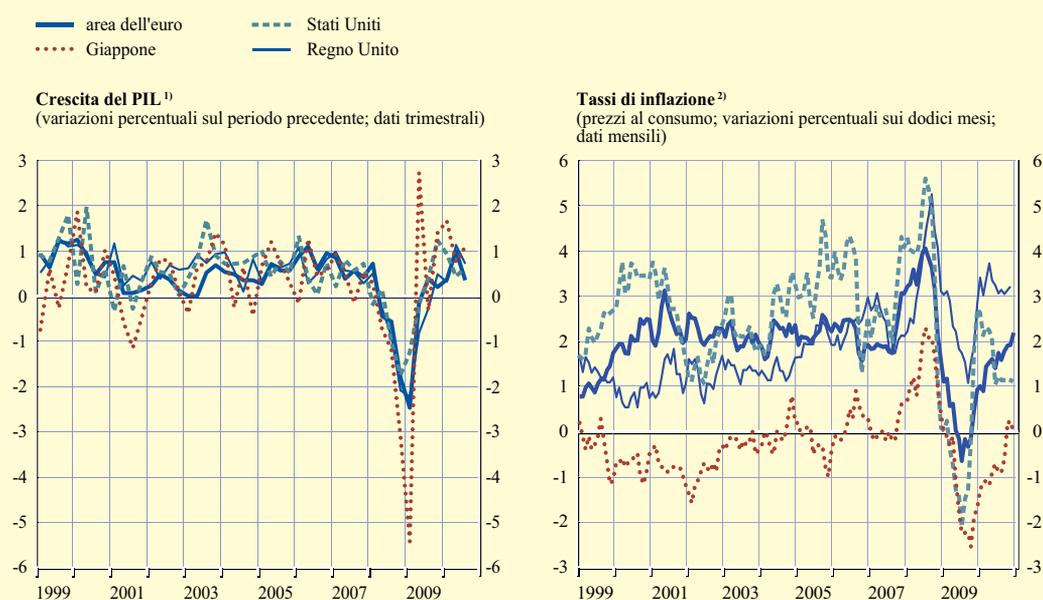
Fonte: OCSE.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la ripresa dell'attività economica si è stabilizzata nel terzo trimestre del 2010, dopo l'indebolimento del periodo precedente. La terza stima del Bureau of Economic Analysis segnala che la crescita del PIL in termini reali è salita allo 0,6 per cento sul trimestre precedente (2,6 per cento in ragione d'anno), dallo 0,4 del secondo trimestre (cfr. figura 3). L'attività economica è stata sorretta dagli aumenti della spesa per consumi personali, degli investimenti delle imprese e della spesa pubblica e dal forte contributo positivo dell'accumulo delle scorte, cui è riconducibile oltre la metà della crescita trimestrale del PIL in termini reali. Hanno invece agito da freno il contributo fortemente negativo dell'interscambio netto, per l'aumento delle importazioni superiore a quello delle esportazioni, e il nuovo indebolimento degli investimenti in edilizia residenziale per il venir meno di alcune iniziative a sostegno del mercato immobiliare. I dati ad alta frequenza mostrano una prosecuzione della ripresa economica nel quarto trimestre, nel contesto di una lieve accelerazione della spesa per consumi e di una stabilizzazione della crescita dell'attività manifatturiera verso la fine del 2010. In prospettiva, la ripresa dovrebbe restare moderata nel medio periodo.

Le pressioni sui prezzi restano contenute negli Stati Uniti, in un contesto di ampi margini di capacità inutilizzata. L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è stata pari all'1,1 per cento in novembre, mantenendosi entro un intervallo molto ristretto dell'1,1-1,2 per cento da giugno 2010. Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è salito allo 0,8 per cento, recuperando rispetto al minimo registrato in ottobre. Il 21 dicembre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di estendere fino al 1° agosto 2011 gli accordi temporanei di *swap* in dollari statunitensi conclusi con le principali banche centrali estere al fine di migliorare le condizioni di liquidità nei mercati monetari mondiali.

Figura 3 | 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 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.

GIAPPONE

In Giappone l'attività economica si è indebolita nel quarto trimestre del 2010, nonostante l'accelerazione del PIL in termini reali osservata nel terzo. In base alla seconda stima preliminare del Cabinet Office, nel terzo trimestre il PIL in termini reali è aumentato dell'1,1 per cento sul periodo precedente. Questa revisione al rialzo rispetto allo 0,9 per cento della prima stima preliminare va ricondotta a un rafforzamento maggiore del previsto della spesa per investimenti e per consumi privati. Nel quarto trimestre la dinamica dell'attività economica è stata contenuta, poiché il ritiro delle misure di stimolo adottate dal governo ha indebolito i consumi privati e la produzione industriale. L'indagine Tankan di dicembre ha evidenziato un deterioramento nella valutazione delle attuali condizioni di mercato da parte delle imprese, soprattutto quelle appartenenti al settore manifatturiero. Le statistiche più recenti indicano tuttavia che la moderazione dell'attività osservata nel quarto trimestre potrebbe essere temporanea. In novembre le esportazioni, piuttosto deboli ultimamente, sono salite in termini nominali per la maggiore domanda delle economie emergenti dell'Asia e in particolare della Cina.

L'inflazione generale al consumo sui 12 mesi è stata positiva, 0,1 per cento in novembre, per il secondo mese consecutivo, dato l'aumento dei costi degli alimentari freschi, dei tabacchi e dei servizi di pubblica utilità. Il tasso misurato sull'IPC al netto degli alimentari freschi è rimasto negativo a -0,5 per cento e quello ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici si è collocato a -0,9 per cento.

Il 21 dicembre la Banca del Giappone ha deciso di mantenere l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale invariato entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito la ripresa economica è proseguita. Il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato pari allo 0,7 per cento nel terzo trimestre del 2010, contro l'1,1 per cento del secondo (cfr. figura 3). La crescita è stata trainata principalmente dagli investimenti delle imprese e dall'accumulo delle scorte. I prezzi delle abitazioni hanno continuato a evidenziare un andamento discendente negli ultimi mesi, sullo sfondo della dinamica modesta del mercato immobiliare. Il processo di correzione delle scorte, le azioni di stimolo della politica monetaria, la domanda estera e il precedente deprezzamento della sterlina dovrebbero, in prospettiva, sorreggere l'attività economica. Si prevede d'altra parte che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno sulla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui 12 mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata in novembre, al 3,3 per cento (contro il 3,2 di ottobre). Gli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina, il rincaro delle materie prime e l'incremento dell'aliquota IVA a decorrere da gennaio 2011 dovrebbero in prospettiva esercitare ulteriori spinte al rialzo sui prezzi al consumo. Negli ultimi trimestri il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali.

ALTRI PAESI EUROPEI

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la situazione economica ha continuato complessivamente a migliorare nel terzo trimestre del 2010, mentre gli andamenti dell'inflazione hanno evidenziato un quadro contrastante. In Svezia e Danimarca l'incremento del PIL in termini reali sul periodo precedente è stato rispettivamente pari al 2,1 e 1,0 per



cento nel terzo trimestre, a indicare un rafforzamento della crescita in entrambe le economie. La ripresa sembra particolarmente robusta in Svezia, sostenuta sia dalla domanda estera sia dai consumi interni sulla scia del forte aumento dell'occupazione. L'inflazione sui 12 mesi è salita lievemente sia in Danimarca sia in Svezia in novembre, rispettivamente al 2,5 e 1,7 per cento, pur restando inferiore rispetto agli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale la ripresa è proseguita nel terzo trimestre, sorretta principalmente dalla domanda estera e dal processo di ricostituzione delle scorte. La domanda interna è rimasta piuttosto moderata in gran parte delle economie per le deboli condizioni dei mercati del lavoro e del credito, il basso livello di capacità utilizzata e le misure di restrizione fiscale adottate da alcuni paesi. Nel terzo trimestre solo la Romania ha registrato tassi di crescita negativi, riconducibili all'impatto di breve periodo esercitato dalle azioni di risanamento dei conti pubblici attualmente in corso e dal deterioramento della situazione nel mercato del lavoro. La Polonia ha per contro evidenziato una dinamica economica particolarmente robusta, sostenuta sia dalla domanda estera sia dal miglioramento della situazione del mercato del lavoro. A novembre l'inflazione sui 12 mesi misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è lievemente aumentata nella Repubblica Ceca ed è invece diminuita in Polonia, Ungheria e Romania. Tra questi paesi, la Romania continua a registrare il livello di inflazione più elevato (7,7 per cento a novembre), riflettendo principalmente l'impatto del recente aumento dell'aliquota IVA a decorrere da luglio 2010.

CINA

In Cina l'attività economica è rimasta vigorosa a novembre, come evidenziato dalla crescita superiore al previsto della produzione industriale, degli investimenti fissi e dell'interscambio. I prezzi al consumo hanno registrato l'aumento più consistente degli ultimi due anni e l'inflazione in novembre è stata pari al 5,1 per cento sui 12 mesi, soprattutto a causa dei rincari dei beni alimentari. Anche i prezzi alla produzione sono cresciuti (del 6,1 per cento, dal 5 in ottobre), per motivi riconducibili principalmente all'ascesa dei corsi delle materie prime. Inoltre, nonostante le misure amministrative introdotte ad aprile e settembre 2010 per contrastare la speculazione nel mercato immobiliare, i prezzi degli immobili hanno continuato a crescere nei tre mesi fino a novembre. Poiché l'abbondante liquidità interna e la vigorosa attività economica contribuiscono altresì all'aumento delle pressioni inflazionistiche, la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha continuato a inasprire il proprio orientamento monetario. Per la seconda volta nel 2010, i tassi di riferimento sui depositi e i prestiti sono stati aumentati di 25 punti base (rispettivamente al 2,75 e 5,81 per cento) a decorrere dal 26 dicembre. La banca centrale della Repubblica popolare cinese ha inoltre innalzato di altri 50 punti base l'obbligo di riserva, portandolo a un massimo storico del 19 per cento per le principali banche commerciali, al fine di assorbire la liquidità in eccesso. In aggiunta, per gestire in modo più flessibile le spinte inflazionistiche, le autorità hanno annunciato l'introduzione di un nuovo sistema di gestione del regime di riserva obbligatoria, che valuterà le singole istituzioni principalmente in base ai loro risultati specifici in termini di concessioni di prestiti, liquidità e coefficienti di adeguatezza patrimoniale.

I.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono aumentati in dicembre e agli inizi di gennaio. Il 12 gennaio il greggio di qualità Brent veniva quotato a 96,7 dollari per barile, un livello superiore del 23,7 per cento rispetto agli inizi del 2010 e dell'11,7 per cento nel confronto con i primi di dicembre (cfr. figura 4).

In prospettiva, gli operatori si attendono ancora una lieve crescita dei prezzi nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza nel dicembre 2012 che si collocano a circa 96,9 dollari per barile.

Per quanto riguarda i fondamentali, la domanda rimane robusta e l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) ne ha rivisto al rialzo le stime per il 2010. Dal lato dell'offerta, la reazione all'aumento della domanda e dei prezzi è stata tuttavia più modesta e nella sua ultima riunione l'OPEC ha deciso di non modificare le quote di produzione. Ciò si è tradotto in un sostanziale decumulo delle scorte che, tenuto conto dell'attesa da parte dell'AIE di un aumento dell'1,5 per cento della domanda mondiale nel 2011, potrebbe segnalare condizioni di mercato più tese nel prossimo futuro.

Anche i prezzi delle materie prime non energetiche sono aumentati sensibilmente in dicembre. Le quotazioni delle derrate alimentari hanno continuato a salire notevolmente, trainate soprattutto dal frumento, dal granturco e dallo zucchero. Ai rincari hanno concorso il vigore della domanda e i timori dal lato dell'offerta connessi alle condizioni meteorologiche avverse nell'emisfero meridionale. Per un approfondimento, si veda anche il riquadro 1 sugli andamenti recenti dei prezzi dei prodotti alimentari. I corsi dei metalli sono anch'essi aumentati, sospinti soprattutto dal rame, per le pressioni derivanti dai vincoli dal lato dell'offerta. Nei primi giorni del 2011 l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore del 29 per cento rispetto agli inizi del 2010 e del 7,5 per cento nel confronto con i primi di dicembre dello stesso anno.

Riquadro 1

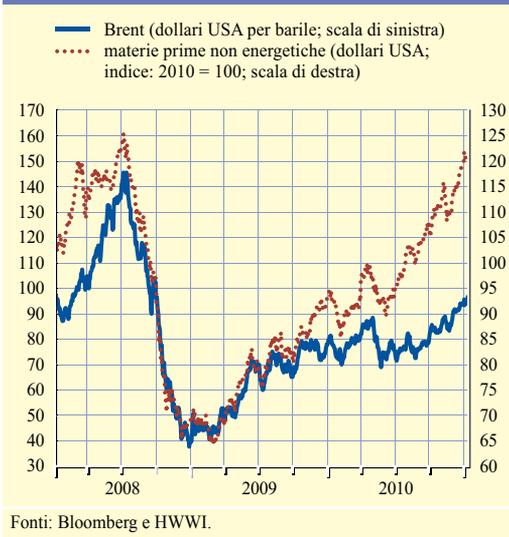
ANDAMENTI RECENTI DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME ALIMENTARI

Le ampie oscillazioni dei prezzi delle materie prime alimentari hanno suscitato notevole interesse negli ultimi anni. I corsi hanno registrato forti aumenti nel 2007 e nella prima metà dell'anno successivo, fino a raggiungere un massimo a luglio 2008, per poi scendere e tornare successivamente a risalire. Poiché le quotazioni delle derrate alimentari possono avere effetti di vasta portata sulla dinamica dei prezzi al consumo, in termini di prospettive di inflazione è essenziale sia monitorarne gli andamenti e le determinanti sia verificare l'adeguato funzionamento dei relativi mercati. Questo riquadro esamina l'ascesa dei corsi dei beni alimentari dal 2009 e contribuisce a chiarirne le cause principali.

I prezzi delle materie prime alimentari sono aumentati notevolmente nel 2010. I tempi e l'intensità dell'aumento sono stati tuttavia diversi a seconda dei prodotti interessati, risentendo anche di fattori idiosincratici.

– Dopo l'eccezionale raccolto agricolo seguito al picco delle quotazioni del 2007-2008, i corsi del frumento hanno inizialmente registrato una dinamica modesta per gli elevati livelli delle scorte.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



L'effetto congiunto delle interruzioni dell'offerta, delle condizioni meteorologiche avverse e delle minacce protezionistiche ha tuttavia favorito un nuovo rincaro nella seconda metà dello scorso anno. Alla fine del 2010, i prezzi erano saliti del 91 per cento rispetto agli inizi dello stesso anno (cfr. la figura).

– Le quotazioni del granturco non hanno evidenziato alcuna tendenza significativa nel 2009 e nella prima metà dell'anno successivo, frenate dalle attese di un raccolto molto abbondante nel 2010. La recente revisione al ribasso delle stime di produzione e i segnali di importazioni da parte della Cina a livelli record hanno tuttavia esercitato pressioni al rialzo sui prezzi, che alla fine del 2010 erano cresciuti del 57 per cento rispetto agli inizi dello stesso anno.

– I corsi della soia hanno mostrato di recente un andamento più debole rispetto a quelli del frumento e del granturco. Il raccolto 2009-2010 è stato particolarmente favorevole e quello relativo al 2010-2011 si prospetta anch'esso positivo, il che ha concorso ad attenuare le spinte dal lato della domanda provenienti dall'aumento delle importazioni cinesi. Ciò nonostante, alla fine del 2010 le quotazioni della soia erano superiori del 33 per cento nel confronto con i livelli dei primi dell'anno.

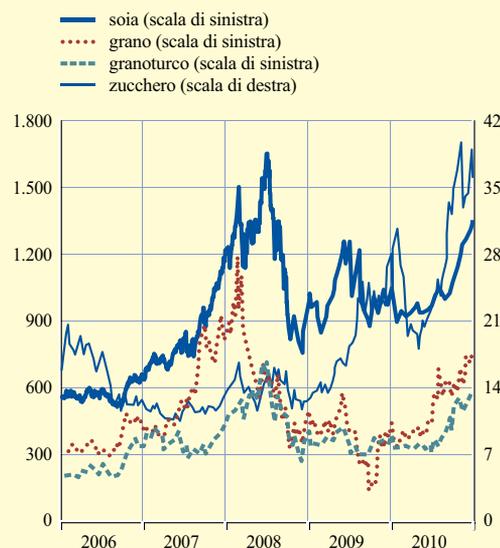
– I prezzi dello zucchero hanno invece espresso una certa volatilità nel periodo recente. Nel 2009 sono quasi raddoppiati, per le condizioni meteorologiche avverse. Successivamente hanno continuato a essere volatili, nonostante le buone prospettive per il raccolto, in presenza di una scarsità delle scorte. Alla fine del 2010, i prezzi erano superiori del 32 per cento rispetto agli inizi dello stesso anno.

Sebbene le recenti pressioni sui prezzi delle derrate agricole siano riconducibili a fattori idiosincratici, esistono altresì alcuni fattori comuni che influiscono sulle tendenze della domanda nel medio-lungo periodo. Anzitutto, la domanda dei paesi emergenti è in costante crescita, in linea con l'aumento dei livelli di reddito, destinata a proseguire anche in futuro. Oltre ai maggiori redditi nelle economie emergenti, l'urbanizzazione e il mutamento delle preferenze alimentari contribuiscono all'aumento della domanda interna di consumi per prodotti ad alto valore. Rispetto al totale della spesa alimentare, sta crescendo la quota di pesce, carne e prodotti caseari. Poiché la produzione di queste ultime due categorie di beni richiede l'utilizzo di foraggio, le diverse preferenze alimentari faranno salire la richiesta di colture foraggere quali la soia, il granturco e in generale le granaglie.

Un'ulteriore determinante strutturale della domanda è costituita dal fatto che le derrate alimentari (in particolare zucchero e granturco) vengono utilizzate anche per la produzione di biocarburanti. Prezzi del petrolio persistentemente elevati e sussidi consistenti per la produzione di carburanti

Prezzi di alcune materie prime agricole

(in centesimi di dollaro USA per *bushel* di granturco, soia e grano; in centesimi di dollaro USA per libbra di zucchero)



Fonte: Bloomberg.

Nota: l'ultima osservazione è relativa al 31 dicembre 2010.

biologici dovrebbero sostenere la domanda di tali derrate. Assieme al mutamento delle preferenze alimentari, questo favorirà una forte crescita della domanda di materie prime alimentari.

Tuttavia, le prospettive per i prezzi dipendono in misura fondamentale anche dalla reazione dell'offerta. In primo luogo, per quanto concerne la velocità di risposta, occorre rilevare che l'elasticità rispetto a variazioni del prezzo delle singole colture è elevata e l'offerta si adegua in modo relativamente rapido (tenuto conto dei vincoli del ciclo biologico). Lo conferma ad esempio il raccolto eccezionale di frumento del 2008, dopo il forte aumento dei corsi nel periodo 2007-2008. L'offerta agricola aggregata mostra invece una reattività ridotta. Un motivo di tale differenza va ricercato nel fatto che la reazione dell'offerta alle variazioni di prezzo delle singole derrate alimentari è determinata soprattutto dalla rotazione delle colture (nel senso che i terreni agricoli sono impiegati per quelle più remunerative). Nel caso di aumenti generalizzati delle quotazioni, invece, la reazione proviene di norma da un'estensione delle superfici coltivabili o delle rese, più che dalla rotazione delle colture.

Per quanto concerne le superfici coltivabili, la loro disponibilità resta sufficiente a livello mondiale. Un rapporto dell'organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO)¹⁾ segnala che, mentre l'estensione delle superfici coltivabili ha concorso ad accrescere la produzione in modo costante, negli ultimi decenni l'aumento delle rese – ottenuto grazie ai progressi tecnologici o all'utilizzo di fertilizzanti e macchinari – ha fornito un contributo molto più importante (negli ultimi trent'anni, 70 per cento dell'incremento di produzione nei paesi in via di sviluppo e la quasi totalità in quelli avanzati). Tuttavia, poiché nell'ultimo ventennio le tecnologie agricole sono rimaste sostanzialmente invariate, in assenza di ulteriori progressi non sarà possibile migliorare ulteriormente le rese. La stabilità dei prezzi delle derrate alimentari in questo periodo ha attenuato in qualche misura i timori a livello mondiale e determinato un calo dei finanziamenti per le attività di ricerca e sviluppo. Quotazioni elevate potrebbero modificare la situazione e promuovere la ricerca di nuove tecnologie tese ad accrescere le rese agricole con fondi sia pubblici sia privati come alternativa alla riduzione dei costi, che è invece prevalsa nel decennio trascorso²⁾.

Le suddette considerazioni segnalano nell'insieme il persistere di alcune spinte al rialzo sui prezzi dei beni alimentari nel lungo periodo, come conseguenza della robusta crescita della domanda mondiale. Benché esista la possibilità che effetti dal lato dell'offerta controbilancino l'aumento della domanda, perdurano incertezze significative circa la capacità dell'offerta di rispondere – in termini di entità e tempi di reazione – all'aumento atteso della domanda e quindi di contribuire a limitare l'ascesa dei corsi dei beni alimentari.

1) OCSE-FAO (2008), *Agricultural Outlook 2008-2017*.

2) Trostle, R. (2008), *Global Agricultural Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices*, USDA Economic Research Service WRS-0801.

1.3 TASSI DI CAMBIO

Nel quarto trimestre del 2010 l'euro si è deprezzato in termini effettivi nominali, scendendo al di sotto della sua media per l'anno. Il 12 gennaio 2011 il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – era inferiore del 4,3 per cento rispetto alla fine di settembre e del 4,0 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 5).

Figura 5 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti ¹⁾

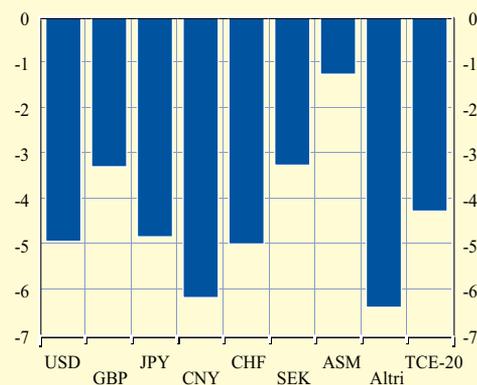
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999=100



Contributi alle variazioni del TCE-20²⁾

Dal 30 settembre 2010 al 12 gennaio 2011
(in punti percentuali)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 20 dei più importanti partner commerciali dell'area che includono tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.
2) I contributi alle variazioni del TCE-20 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-20. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

In termini bilaterali, nel quarto trimestre 2010 l'euro si è deprezzato nei confronti di tutte le principali valute, perdendo, fra il 30 settembre 2010 e il 12 gennaio 2011, il 5,0 per cento sul franco svizzero, il 4,8 per cento sullo yen giapponese e il 4,9 per cento sul dollaro statunitense. L'indebolimento sul dollaro, assieme a quello sulle valute ad esso ancorate, spiega per quasi la metà il deprezzamento complessivo in termini effettivi (cfr. figura 5). La moneta unica ha inoltre perso notevole terreno nei confronti sia delle divise dei principali produttori di materie prime (dollaro australiano, dollaro canadese e corona norvegese) sia della sterlina britannica (cfr. tavola 1).

Tavola 1 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro ¹⁾

(dati giornalieri; unità di valuta nazionale per euro; variazioni percentuali)

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 12 gennaio 2011	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 12 gennaio 2011		
			da: 30 settembre 2010	1° gennaio 2010	rispetto a: media del 2010
Dollaro statunitense	19,4	1,30	-4,9	-9,8	-2,1
Sterlina britannica	17,8	0,832	-3,3	-6,7	-3,1
Renminbi cinese	13,6	8,57	-6,2	-12,8	-4,5
Yen giapponese	8,3	108,2	-4,8	-19,0	-6,9
Franco svizzero	6,4	1,26	-5,0	-15,1	-8,6
Zloty polacco	4,9	3,84	-3,6	-6,3	-3,8
Corona svedese	4,9	8,84	-3,3	-13,2	-7,3
Corona ceca	4,1	24,39	-0,9	-7,2	-3,5
Won sudcoreano	3,9	1.445,89	-6,8	-13,0	-5,6
Fiorino ungherese	3,1	275,57	-0,1	2,1	0,0
TCEN ²⁾		100,5	-4,3	-10,3	-4,0

Fonte: BCE.

1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente calcolati utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

2) Tasso di cambio effettivo nominale dell'euro misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro (TCE-20).

Fra il 30 settembre 2010 e il 12 gennaio 2011 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone è rimasto nell'area di deprezzamento del corridoio di oscillazione del ± 1 per cento fissato unilateralmente. Il 1° gennaio 2011 l'Estonia ha adottato la moneta unica ed è diventata il 17° membro dell'area dell'euro. Il tasso di conversione fra la corona estone e l'euro è stato fissato irrevocabilmente a 15,6466, invariato rispetto alla parità centrale all'interno degli AEC II (cfr. anche il riquadro 2, *L'adozione dell'euro da parte dell'Estonia*).

Riquadro 2
L'ADOZIONE DELL'EURO DA PARTE DELL'ESTONIA

Il 1° gennaio 2011 l'Estonia ha adottato la moneta unica ed è diventata il 17° membro dell'area dell'euro. Il tasso di conversione fra la corona estone e l'euro è stato fissato irrevocabilmente a 15,6466, un livello corrispondente alla parità centrale della corona fin dalla sua adesione ai Nuovi accordi europei di cambio (AEC II).

L'Estonia è un'economia molto piccola rispetto al resto dell'area dell'euro e il suo ingresso non modifica in misura significativa i dati macroeconomici di quest'ultima (cfr. la tavola).

Principali indicatori economici

	Periodo di riferimento	Unità di misura	Area dell'euro esclusa l'Estonia	Area dell'euro inclusa l'Estonia	Estonia
Popolazione e attività economica					
Popolazione totale ¹⁾	2010	milioni	330,0	331,3	1,3
PIL	2009	miliardi di euro	8.955,7	8.969,6	13,9
PIL pro capite	2009	migliaia di euro	27,2	27,1	10,3
PIL pro capite (PPA)	2009	UE-16 = 100	100,0	99,8	57,9
PIL (quota del PIL mondiale) ²⁾	2009	%	15,1	15,1	0,0
Valore aggiunto per branca di attività economica³⁾					
Agricoltura, pesca e silvicoltura	2009	% del totale	1,6	1,6	2,6
Industria (incluse le costruzioni)	2009	% del totale	24,2	24,2	26,4
Servizi (inclusi i servizi non-market)	2009	% del totale	74,2	74,2	71,0
Indicatori monetari e finanziari					
Credito al settore privato ⁴⁾	2009	% del PIL	146,1	146,0	107,2
Capitalizzazione del mercato azionario ⁵⁾	2009	% del PIL	49,3	49,2	2,6
Commercio estero					
Esportazioni di beni e servizi ⁶⁾	2009	% del PIL	19,7	19,7	69,9
Importazioni di beni e servizi ⁶⁾	2009	% del PIL	18,9	18,8	64,3
Saldo del conto corrente ⁶⁾	2009	% del PIL	-0,6	-0,5	4,5
Mercato del lavoro⁷⁾					
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro ⁸⁾	3° trim. 2010	%	71,4	71,4	73,7
Tasso di disoccupazione	3° trim. 2010	%	9,8	9,8	15,7
Tasso di occupazione ⁸⁾	3° trim. 2010	%	64,4	64,4	62,1
Amministrazioni pubbliche					
Avanzo (+) o disavanzo (-)	2009	% del PIL	-6,3	-6,3	-1,7
Entrate	2009	% del PIL	44,5	44,5	43,4
Spese	2009	% del PIL	50,8	50,8	45,1
Debito lordo	2009	% del PIL	79,2	79,1	7,2

Fonti: Eurostat, FMI, Commissione europea, BCE ed elaborazioni della BCE.

1) Media annua stimata.

2) Le quote del PIL sono basate su una valutazione del PIL dei paesi in termini di parità di potere d'acquisto (PPA).

3) Sulla base del valore aggiunto in termini nominali a prezzi all'origine.

4) Il credito comprende prestiti e titoli detenuti, nonché azioni e altri titoli di capitale.

5) La capitalizzazione del mercato è data dalle consistenze totali di azioni (escluse le quote di fondi d'investimento e del mercato monetario) emesse dai residenti in Estonia/area dell'euro al valore di mercato.

6) Dati di bilancia dei pagamenti. I dati per l'area dell'euro sono compilati sulla base delle transazioni con residenti di paesi esterni all'area (sono quindi esclusi gli scambi intra-area). I dati per l'Estonia includono le transazioni con residenti nel resto del mondo (pertanto anche quelle con l'area dell'euro).

7) I dati si riferiscono alla popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni). Informazioni provenienti dall'indagine sulle forze di lavoro (*Labour Force Survey*).

8) Quota della popolazione in età lavorativa (età compresa tra i 15 e i 64 anni).

Il PIL estone è appena lo 0,2 per cento circa di quello dell'area dell'euro allargata. Nel 2009, il PIL pro capite in termini di parità di potere di acquisto (PPA) era leggermente inferiore al 60 per cento della media dell'area. Per diversi anni, il tasso di crescita del paese è stato tra i più elevati dell'UE. La forte espansione, accompagnata da chiari segnali di surriscaldamento tra il 2005 e il 2007, si è tuttavia dimostrata insostenibile e nel 2009 l'economia estone ha registrato una marcata inversione di tendenza e una forte contrazione. La correzione economica ha concorso al riassorbimento di alcuni degli squilibri esterni e interni accumulatisi negli anni di crescita molto elevata. Più di recente, l'attività ha iniziato a riprendersi: il tasso di variazione del PIL in termini reali sul trimestre corrispondente dell'anno precedente è diventato positivo nel secondo trimestre del 2010 ed è stato pari al 5,1 per cento nel terzo.

La struttura produttiva in Estonia è sostanzialmente simile a quella dell'area dell'euro. Il settore dei servizi contribuisce per il 71 per cento al valore aggiunto totale, l'industria (comprese le costruzioni) per il 26,4 per cento e l'agricoltura per una percentuale lievemente superiore rispetto al resto dell'area. L'Estonia è inoltre un'economia molto aperta e il resto dell'area dell'euro ne costituisce il partner commerciale più importante, rappresentando la destinazione del 34,2 per cento delle esportazioni totali e la provenienza del 38,5 per cento delle importazioni totali del paese. Altri partner commerciali di rilievo sono la Lettonia, la Lituania, la Russia e la Svezia.

Le banche svolgono un ruolo preponderante nel settore finanziario estone. Il credito bancario ai residenti diversi dalle amministrazioni pubbliche è stato pari al 107,2 per cento del PIL nel 2009. I gruppi dei paesi nordici europei dominano il comparto bancario. Il settore finanziario non bancario svolge un ruolo più limitato che nel resto dell'area dell'euro. Ciò trova ad esempio riflesso nella capitalizzazione di borsa, bassa rispetto al resto dell'area. Inoltre, il sistema finanziario dell'Estonia è contraddistinto dall'assenza di un mercato sviluppato dei titoli di debito a lunga scadenza denominati in corone estoni e questo riflette principalmente il basso livello del debito pubblico.

Rispecchiando la forte correzione economica degli ultimi anni, il tasso di disoccupazione del paese è elevato e pari in media al 15,7 per cento nel terzo trimestre del 2010 (contro il 9,8 per cento dell'area dell'euro). Mentre il tasso di partecipazione alle forze di lavoro è rimasto superiore al livello del resto dell'area, quello di occupazione è oggi inferiore alla media dell'area.

Il saldo di bilancio, in avanzo o prossimo al pareggio tra il 2000 e il 2007, è successivamente passato in disavanzo. Politiche fiscali rigorose lo hanno tuttavia mantenuto su un livello contenuto e pari all'1,7 per cento del PIL nel 2009 (terzultimo in ordine di grandezza tra gli Stati membri dell'UE e ben inferiore alla media del 6,3 per cento relativa all'area dell'euro). Nello stesso anno l'incidenza del debito pubblico sul PIL è salita al 7,2 per cento. L'Estonia è uno dei pochi paesi dell'UE attualmente non sottoposti alla procedura per i disavanzi eccessivi.

Per poter cogliere appieno i vantaggi offerti dall'euro e favorire un funzionamento efficiente dei meccanismi di aggiustamento all'interno dell'area valutaria allargata, l'Estonia deve condurre delle politiche economiche interamente orientate a garantire la sostenibilità del processo di convergenza. Dal punto di vista della BCE, è essenziale che le autorità estoni sostengano un contesto di bassa inflazione negli anni a venire e attuino interventi incisivi ove necessario. Nel breve periodo, dopo il passaggio all'euro, occorre fare in modo che la conversione dei prezzi dalla corona alla nuova moneta non influisca sul livello degli stessi.

In prospettiva, è importante che l'economia estone continui ad assicurare una convergenza sostenibile. A tale scopo, le politiche condotte in settori diversi da quello monetario devono consentire all'economia di rispondere agli shock specifici del paese e prevenire il riemergere di squilibri macroeconomici. È significativo che le autorità estoni abbiano rimarcato il loro impegno ad assicurare un contesto economico favorevole a una crescita sostenibile del prodotto e dell'occupazione, con condizioni macroeconomiche equilibrate, inclusa la stabilità dei prezzi. Ciò implica, in maniera specifica: i) il mantenimento di politiche fiscali prudenti; ii) il proseguimento di riforme strutturali tese ad accrescere la competitività di costo e la produttività; iii) l'attuazione di politiche appropriate per il settore finanziario volte ad assicurare la stabilità e a evitare la creazione di squilibri. Il rispetto di questo impegno, sostenuto dalla politica monetaria orientata verso la stabilità attuata dalla BCE, costituisce il modo migliore per garantire all'Estonia una crescita economica sostenibile, la creazione di posti di lavoro e la coesione sociale.

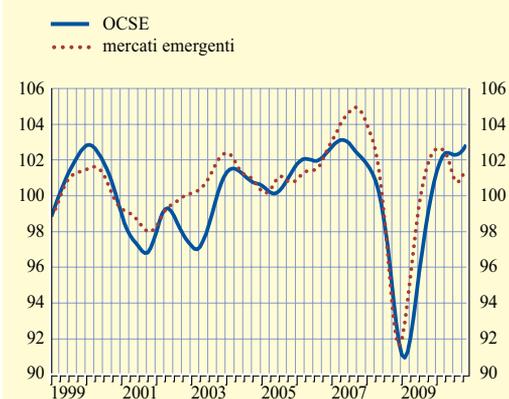
I.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Le informazioni fornite dalle indagini congiunturali più recenti confermano il consolidamento della ripresa dell'economia mondiale nell'ultimo trimestre del 2010. In novembre l'indicatore anticipatore composito (CLI) dell'OCSE è aumentato rispetto al mese precedente, a indicare una ripresa di slancio dell'economia nei paesi appartenenti all'organizzazione (cfr. figura 6). In prospettiva, la crescita mondiale dovrebbe rafforzarsi gradualmente, sorretta da un'ulteriore normalizzazione delle condizioni di finanziamento in un contesto di condizioni monetarie accomodanti.

I rischi per l'attività mondiale sono lievemente sbilanciati verso il basso, in presenza di incertezze ancora elevate. Per quel che riguarda i fattori di rischio orientati verso l'alto, l'interscambio potrebbe continuare a segnare una crescita più rapida del previsto. Per quanto concerne i fattori di rischio orientati verso il basso, sussistono timori connessi alla possibilità di tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, di nuovi aumenti dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, di spinte protezionistiche e di una correzione disordinata degli squilibri globali.

Figura 6 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili; corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

Nota: l'indicatore relativo ai mercati emergenti è la media ponderata dell'indicatore anticipatore composito relativo al Brasile, alla Cina e alla Russia.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

I tassi di crescita sui 12 mesi di M3 e dei prestiti delle IFM al settore privato sono aumentati in novembre. Ciò ha riflesso in larga misura marcati, ma probabilmente transitori afflussi dei contratti pronti contro termine, che a loro volta sono stati ascrivibili principalmente a transazioni interbancarie condotte tramite piattaforme di negoziazione considerate parte del settore detentore di moneta. Al di là di tale effetto, i dati più recenti indicano una perdurante, ma moderata, ripresa della crescita della moneta e dei prestiti. Ciò conferma la valutazione di una modesta espansione monetaria di fondo e di pressioni inflazionistiche contenute nel medio periodo. Gli andamenti settoriali suggeriscono che la crescita dei prestiti al settore privato è sempre più supportata da una ripresa del tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti alle società non finanziarie. Infine, le principali attività delle IFM si sono ampliate lievemente in novembre, in particolare il credito al settore privato dell'area dell'euro è stato caratterizzato da afflussi significativi.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

Il tasso di crescita sui 12 mesi di M3 è nettamente aumentato portandosi all'1,9 per cento in novembre, dallo 0,9 di ottobre (cfr. figura 7). Metà di tale incremento è riconducibile a effetti base, mentre l'altra metà ha riflesso una forte crescita mensile dello 0,5 per cento. Tale sostenuta espansione mensile è in gran parte ascrivibile a un aumento dell'attività di negoziazione interbancaria garantita condotta tramite controparti centrali, operazioni che sono registrate come contratti pronti contro termine dagli intermediari finanziari non monetari diversi da società di assicurazione e fondi pensione (AIF). Escludendo queste operazioni pronti contro termine, la crescita mensile di M3 non sarebbe stata 0,5 per cento ma solo leggermente positiva. Pertanto, i dati più recenti sovrastimano il ritmo della recente ripresa della crescita monetaria nell'area dell'euro.

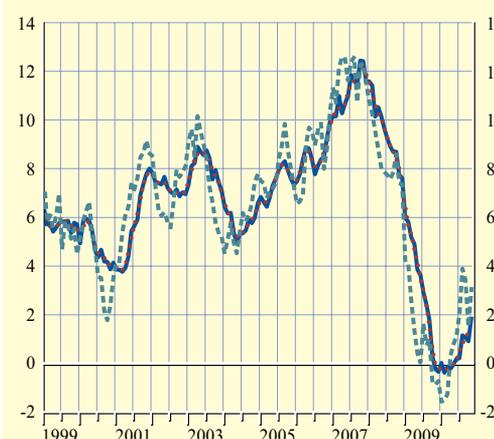
Gli andamenti di M3 e delle sue principali componenti continuano a riflettere la configurazione dei tassi di interesse. Di recente l'inclinazione della curva dei rendimenti si è di nuovo accentuata, implicando che le attività monetarie incluse in M3 hanno perso parte della propria attrattiva rispetto alle attività a più lungo termine a maggiore remunerazione non comprese in M3. Nel contempo, il perdurante differenziale positivo fra i tassi di interesse corrisposti sui depositi a termine a breve scadenza e quelli sui depositi a vista, ha concorso a restringere ulteriormente il divario fra il tasso di crescita sui 12 mesi di M1, che è diventato meno positivo, e il tasso di crescita sui 12 mesi dei depositi a breve termine diversi dai depositi a vista (ossia M2 meno M1), che è divenuto meno negativo.

Dal lato delle contropartite, il marcato rafforzamento osservato in novembre della crescita sui 12 mesi di M3 si è riflesso in un significativo aumento del tasso di variazione dei prestiti al settore privato. In gran parte ciò ha rispecchiato

Figura 7 Crescita di M3

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

- M3 (tasso di crescita sui dodici mesi)
- ... M3 (media mobile centrata di tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi)
- - - M3 (tasso di crescita semestrale annualizzato)



Fonte: BCE.

un incremento del contributo dei prestiti agli AIF, ma i dati più recenti forniscono altresì ulteriori evidenze di un graduale recupero della crescita sui 12 mesi dei prestiti alle società non finanziarie (seppur con tassi di espansione ancora negativi) e una stabilizzazione della crescita sui 12 mesi dei prestiti alle famiglie su tassi moderatamente positivi.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro sono aumentate leggermente in novembre. Tuttavia, al di là della volatilità degli andamenti mensili, le dimensioni dei bilanci delle IFM sono state sostanzialmente stabili nel 2010. Tale stabilità ha celato netti cali dei prestiti tra le IFM e delle disponibilità di attività estere, mentre il credito al settore privato ha continuato ad ampliarsi.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

Gli andamenti di M3 hanno continuato a essere caratterizzati da un restringimento del differenziale tra, da un lato, il tasso di crescita sui 12 mesi di M1, positivo ma in calo, e dall'altro i tassi di espansione degli altri depositi a breve termine e strumenti negoziabili, negativi ma in aumento.

In particolare, il tasso di incremento sui 12 mesi degli strumenti negoziabili è salito considerevolmente tra ottobre e novembre, portandosi dal -7,6 al -0,9 per cento. Ciò è in larga misura riconducibile a un aumento dell'attività di negoziazione interbancaria garantita condotta tramite controparti centrali, operazioni che sono registrate come contratti pronti contro termine dal settore degli AIF. Tuttavia, la dinamica rialzista del tasso di crescita sui 12 mesi degli strumenti negoziabili è ancora riscontrabile se si corregge per tale effetto, poiché in novembre questo tasso di crescita ha anche riflesso rinnovati acquisti di quote in fondi del mercato monetario e titoli di debito a breve termine delle IFM, dopo i deflussi degli ultimi mesi.

In novembre il tasso di crescita sui 12 mesi di M1 ha registrato un ulteriore lieve calo, collocandosi al 4,6 per cento dopo il 4,9 di ottobre. Tale diminuzione è stata modesta rispetto ai mesi precedenti, ma contiene un significativo deflusso mensile per i depositi a vista. La flessione della crescita di M1 è stata determinata in larga misura dalla configurazione dei tassi di interesse: la remunerazione dei depositi a vista è rimasta relativamente stabile, mentre quella di altri depositi a breve termine e dei depositi a più lungo termine è aumentata, accrescendo pertanto il costo opportunità di detenere depositi a vista.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli a vista è salito al -0,4 per cento in novembre, dal -1,2 di ottobre. Ciò ha rispecchiato un incremento del tasso di crescita sui 12 mesi dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni); mentre quello dei depositi a risparmio (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) è rimasto invariato. Il miglioramento del tasso di crescita sui 12 mesi dei depositi a termine a breve scadenza ha riflesso un effetto base: in novembre, infatti, si è registrato un significativo deflusso mensile per questa categoria di depositi. Tale deflusso è stato generalizzato in tutti i paesi e settori e potrebbe riflettere la riallocazione di fondi a sfavore di quest'attività monetaria dopo il recente ampliamento del differenziale tra la sua remunerazione e quella delle attività finanziarie a più lungo termine. Gli afflussi per i depositi a risparmio a breve termine sono lievemente diminuiti in novembre, ma sono rimasti sostenuti.

Il tasso di crescita sui 12 mesi dei depositi di M3, che comprendono depositi a breve termine e contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni tempestive per settore, è significativamente aumentato, portandosi dal 2,9 per cento di ottobre al 3,5 per cento in novembre. Ciò riflette essenzialmente, anche in questo caso, un forte aumento del contributo degli AIF a causa del già menzionato incremento delle operazioni

Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 ott.	2010 nov.
M1	49,1	12,3	11,3	10,3	7,9	4,9	4,6
Banconote e monete in circolazione	8,4	7,5	6,2	6,4	6,6	5,8	5,7
Depositi <i>overnight</i>	40,8	13,3	12,4	11,1	8,1	4,7	4,4
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,0	-7,6	-8,2	-8,0	-5,1	-1,2	-0,4
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,9	-22,0	-22,7	-21,5	-16,1	-8,8	-7,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,1	15,8	13,3	10,3	8,3	7,3	7,3
M2	88,2	2,2	1,7	1,4	1,8	2,1	2,3
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,8	-11,4	-11,7	-9,8	-6,6	-7,6	-0,9
M3	100,0	0,3	-0,2	-0,1	0,7	0,9	1,9
Credito a residenti nell'area dell'euro		3,0	1,9	1,8	2,1	3,1	3,8
Credito alle amministrazioni pubbliche		14,2	9,9	9,2	7,8	12,0	12,7
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		3,1	3,7	6,7	6,5	13,3	19,2
Credito al settore privato		0,9	0,3	0,2	0,8	1,2	1,9
Prestiti al settore privato		-0,6	-0,4	0,2	1,0	1,5	2,0
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		0,3	-0,2	0,2	1,0	1,7	2,4
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		6,7	5,5	4,4	2,6	2,6	2,9

Fonte: BCE.

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

pronti contro termine. Gli AIF continuano a rappresentare la maggior parte del rialzo della crescita di M3 e le operazioni pronti contro termine sono state una determinante fondamentale dell'aumento delle consistenze di depositi di M3 degli AIF. I contributi dei settori delle famiglie e delle società non finanziarie sono stati stabili su livelli positivi in novembre. Tuttavia, mentre il contributo del settore delle società non finanziarie è stato sostanzialmente costante sin da giugno, quello delle famiglie è significativamente aumentato in tale periodo.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è ulteriormente aumentato, passando in novembre al 3,8 per cento dal 3,1 di ottobre (cfr. tavola 2). In relazione a ciò, il tasso di incremento sui 12 mesi del credito alle amministrazioni pubbliche, è aumentato ulteriormente al 12,7 per cento in novembre, dopo un deciso incremento in ottobre per effetto delle operazioni relative al trasferimento di attività delle IFM a una *bad bank* tedesca (per una descrizione dell'impatto di questi trasferimenti sul credito delle IFM al settore privato dell'area dell'euro, cfr. riquadro 3).

Riquadro 3

IL TRASFERIMENTO DI ATTIVITÀ ALLE *BAD BANK*: ANALISI AGGIORNATA DELL'IMPATTO SUL CREDITO DELLE IFM AL SETTORE PRIVATO DELL'AREA DELL'EURO

La crisi finanziaria ha indotto alcuni paesi dell'area dell'euro ad adottare specifici schemi di *bad bank* in modo da consentire agli istituti di credito di rimuovere dai propri bilanci le attività passibili di gravi svalutazioni o difficili da valutare. Un precedente riquadro del Bollettino mensile

pubblicato in vista dell'adozione di siffatti schemi presentava una descrizione stilizzata dei loro effetti attesi sulle statistiche riferite ai bilanci delle IFM¹⁾. Da allora hanno avuto luogo ingenti trasferimenti, sia di prestiti sia di titoli, verso tre schemi di *bad bank*, le cui entità destinatarie non appartengono al settore delle IFM. Il presente riquadro sintetizza i principali effetti prodotti dai trasferimenti, con particolare riferimento al credito al settore privato dell'area dell'euro²⁾.

L'importanza di un'attenta analisi del credito delle IFM al settore privato

L'attenzione dedicata al credito delle IFM al settore privato scaturisce dal fatto che gli andamenti del credito bancario forniscono un contributo significativo alla valutazione della natura dell'espansione monetaria. L'analisi della crescita del credito delle IFM offre anche elementi conoscitivi riguardo al funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e alle condizioni finanziarie dell'economia. Di conseguenza, durante la crisi finanziaria tale analisi ha rivestito particolare importanza dal punto di vista della politica monetaria.

Fatte queste premesse, è importante individuare quali variazioni della crescita del credito delle IFM al settore privato riflettano semplici transazioni di gestione dell'attivo/passivo (*asset/liability management*) da parte di singole IFM che, nel complesso, esulano dal flusso effettivo di credito erogato al settore privato (la cartolarizzazione *pro soluto* di portafogli prestiti rappresenta un importante esempio al riguardo)³⁾. Il quadro statistico dell'Eurosistema consente di quantificare l'effetto che le cartolarizzazioni *pro soluto* e altre cessioni di prestiti hanno sulla crescita dei prestiti delle IFM; periodicamente viene inoltre pubblicata una serie statistica al netto di tale effetto⁴⁾. Poiché i trasferimenti dei portafogli prestiti alle *bad bank* rappresentano una tipologia di cessione prestiti, il loro impatto è rimosso dai dati pubblici di riferimento sui prestiti delle IFM depurati delle cessioni e delle cartolarizzazioni. Tuttavia, considerata la specificità e l'unicità di questi trasferimenti, nella seguente sezione si analizza l'impatto che i trasferimenti alle *bad bank* hanno prodotto sui prestiti erogati dalle IFM alle società non finanziarie, ossia sulla principale categoria di prestiti presi in considerazione dagli attuali schemi⁵⁾.

Impatto sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie

Si stima che a fine novembre 2010 il trasferimento di prestiti dai portafogli delle IFM alle *bad bank* avesse ridotto di circa 0,5 punti percentuali il tasso di crescita annua dei prestiti del-

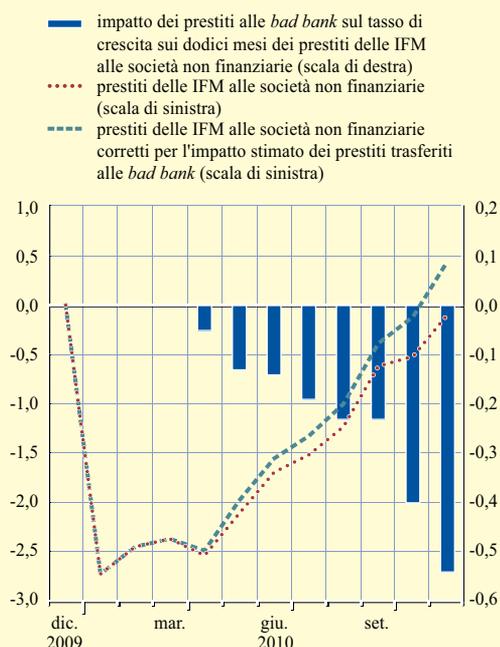
- 1) Cfr. il riquadro intitolato "L'impatto delle "bad bank" sulle statistiche relative ai bilanci delle IFM" nel numero di marzo 2010 di questo Bollettino.
- 2) Ai fini della presente trattazione, il "settore privato dell'area dell'euro" comprende tutti i settori residenti ad eccezione di quelli delle IFM e delle amministrazioni pubbliche, mentre per "credito" si intendono i finanziamenti accordati a tali settori sotto forma di prestiti o titoli di debito.
- 3) In senso stretto, ciò richiede che la cartolarizzazione dia luogo all'eliminazione di questi prestiti dal bilancio della IFM *originator*, il che non avviene necessariamente. Per maggiori informazioni, cfr. i riquadri intitolati "Impatto della cartolarizzazione dei prestiti delle IFM sull'analisi monetaria nell'area dell'euro" e "L'importanza degli standard contabili per l'interpretazione delle statistiche sui prestiti delle IFM", apparsi rispettivamente nei numeri di settembre 2005 e marzo 2008 di questo Bollettino.
- 4) Cfr. il riquadro intitolato "La pubblicazione dei dati sui prestiti delle IFM al settore privato corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni", nel numero di febbraio 2009 di questo Bollettino. Più di recente, è stata messa a disposizione nella Statistical Data Warehouse della BCE una scomposizione che distingue l'effetto delle cessioni e delle cartolarizzazioni di prestiti alle famiglie da quello delle medesime operazioni sui prestiti alle società non finanziarie (<http://sdw.ecb.europa.eu/>).
- 5) Nel 2010 l'attuazione di tre programmi di *bad bank* ha avuto un impatto sul bilancio aggregato e consolidato del settore delle IFM dell'area dell'euro. Due di questi sono stati istituiti nel quadro della legge di stabilizzazione del mercato finanziario tedesco del 2008 e il terzo nel quadro della legge sulla National Asset Management Agency irlandese del 2009. Informazioni dettagliate sono disponibili sul sito Internet <http://www.soffin.de> per i programmi tedeschi e sul sito <http://www.nama.ie> per quello irlandese.

le IFM alle società non finanziarie dell'area dell'euro (cfr. figura A)⁶⁾. Si tratta di una cifra leggermente inferiore all'impatto massimo di 0,75 punti percentuali stimato nel precedente riquadro sulla base delle informazioni disponibili riguardo agli schemi di *bad bank* nell'area dell'euro agli inizi del 2010. La differenza riflette principalmente il fatto che l'attuazione dei trasferimenti è stata avviata più tardi di quanto inizialmente previsto. Tuttavia, dal momento che ulteriori trasferimenti di prestiti sono stati annunciati ma non effettuati, ci si attende che l'effetto massimo stimato finirà per essere sostanzialmente confermato.

Come si può vedere nella figura A, il tasso di crescita annua dei prestiti delle IFM al settore delle società non finanziarie ha toccato un punto di svolta agli inizi del 2010, a prescindere dal fatto che si consideri o meno l'effetto dei trasferimenti alle *bad banks*. Al tempo stesso, il vigore della graduale ripresa dei prestiti delle IFM a tale settore è parzialmente sottostimata dal dato non corretto, per cui una crescita positiva è osservabile, a fine novembre 2010, solo nella serie corretta.

Figura A Impatto dei trasferimenti alle *bad bank* sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali)



Fonti: BCE e stime della BCE.

Impatto sullo stock di titoli di debito del settore privato dell'area dell'euro detenuti dalle IFM

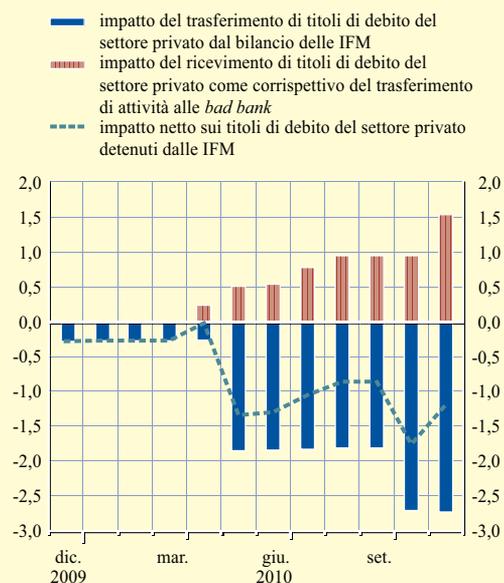
I trasferimenti di attività alle *bad bank* hanno avuto un effetto significativo anche sullo stock di titoli di debito detenuti dalle IFM ed emessi dal settore privato dell'area dell'euro, che rappresenta la seconda componente in ordine di grandezza del credito delle IFM a tale settore. Per la maggior parte, i titoli trasferiti erano emessi da intermediari finanziari non monetari diversi dalle compagnie di assicurazione e dai fondi pensione (AFI) e consistevano di prodotti della finanza strutturata come *asset-backed securities* e *collateralised debt obligation*, mentre il trasferimento di titoli di debito emessi dalle società non finanziarie dell'area dell'euro è stato significativamente minore. I trasferimenti di titoli di debito del settore privato alle *bad bank* ha ridotto considerevolmente il tasso di crescita annua della relativa serie statistica delle IFM, con un impatto stimato a circa 2,75 punti percentuali a fine novembre 2010 (cfr. figura B)⁷⁾.

- 6) I trasferimenti hanno avuto un impatto maggiore sull'ammontare di prestiti in essere delle IFM nei confronti delle società non finanziarie. Ciò si deve al fatto che gran parte dei prestiti trasferiti erano stati considerevolmente svalutati prima del trasferimento. Poiché le svalutazioni non sono considerate essere transazioni finanziarie in senso statistico, esse non incidono sui tassi di crescita annui, i quali sono calcolati al netto degli effetti delle variazioni degli importi di prestiti in essere non collegate a transazioni. Le svalutazioni riducono tuttavia lo stock di prestiti in essere nei bilanci delle IFM.
- 7) Diversamente dai prestiti al settore privato, per i titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM non viene pubblicata nessuna serie statistica periodica al netto delle cessioni e delle cartolarizzazioni, considerata la natura intrinseca di trasferibilità di questi impieghi.

Un ulteriore impatto scaturisce dal fatto che, in un particolare schema di *bad bank*, il corrispettivo ricevuto dalla banca trasferente a fronte dei prestiti ceduti prende la forma di titoli di debito emessi dalla *bad bank* acquirente. Poiché in questo particolare schema la *bad bank* è classificata a fini statistici all'interno del settore AIF, che fa parte del settore privato, a seguito dei trasferimenti i titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM sono cresciuti⁸⁾. Tenendo conto di tale impatto, l'effetto netto sul tasso di crescita annua dei titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM a fine novembre 2010 risulta ridotto di circa 1,25 punti percentuali (cfr. figura B). Ove si addiziona l'effetto netto alla serie rilevata statisticamente, il tasso di crescita annua di tali titoli risulta sempre significativamente positivo a partire da metà 2010. Tuttavia, come nel caso dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie, tale correzione non altera la direzione degli andamenti del tasso di crescita annua né il momento del punto di svolta.

Figura B L'impatto dei trasferimenti alle *bad bank* sul tasso di crescita dei titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM

(punti percentuali)



Fonte: stime della BCE.

Benché questo riquadro esamini unicamente l'impatto che i trasferimenti di attività alle *bad bank* hanno avuto sul credito delle IFM al settore privato dell'area dell'euro, va notato che essi hanno prodotto un effetto considerevole anche su altre elementi del bilancio statistico delle IFM. Ad esempio, molte delle attività trasferite rappresentavano impieghi (sotto forma sia di prestiti sia di titoli di debito detenuti) nei confronti di entità non residenti nell'area dell'euro. Ciò ha esercitato un effetto frenante significativo sulle attività sull'estero detenute dalle IFM dell'area dell'euro. In aggiunta, i trasferimenti riguardavano in alcuni casi impieghi verso il settore delle amministrazioni pubbliche dell'area. Una quota ancora maggiore delle contropartite era tuttavia sotto forma di attività di qualità più elevata nei confronti di questo stesso settore, principalmente titoli di debito emessi dalle *bad bank* acquirenti, il che ha dato luogo nel complesso a un incremento netto del credito delle IFM verso le amministrazioni pubbliche. Alcune delle operazioni con le *bad bank* presentano inoltre implicazioni sui bilanci delle IFM che si estendono a vari paesi dell'area e producono un impatto sui bilanci aggregati delle IFM di più di un paese dell'area⁹⁾. Ciò sottolinea l'importanza di considerare l'area dell'euro nel suo insieme in sede di valutazione degli effetti dei trasferimenti di attività alle *bad bank*.

Conclusioni

L'analisi dettagliata degli andamenti del credito delle IFM al settore privato dell'area dell'euro è una parte importante dell'analisi monetaria di ampio respiro. Questo riquadro ha mostrato

8) Negli altri casi la *bad bank* è classificata all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche.

9) Per le statistiche sui bilanci aggregati nazionali delle IFM, cfr. la sezione "Statistics" sul sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/>).

come i trasferimenti di attività alle *bad bank* abbiano avuto un impatto significativo su due delle principali componenti del credito al settore privato, ossia i prestiti alle società non finanziarie e lo stock di titoli di debito del settore privato detenuti dalle IFM, ma non abbiano alterato la valutazione generale delle dinamiche del credito effettuata sulla base dei dati non corretti. In prospettiva, il volume relativamente esiguo dei trasferimenti attesi nel quadro degli schemi esistenti di *bad bank* ma non ancora completati a fine novembre 2010 fa ritenere che nei prossimi mesi sarà osservabile un ulteriore moderato impatto sui bilanci delle IFM.

Il tasso di crescita sui 12 mesi del credito al settore privato dell'area dell'euro è aumentato significativamente portandosi all'1,9 per cento in novembre, dall'1,2 di ottobre. I prestiti e i titoli hanno contribuito maggiormente a tale incremento. Il tasso di incremento dei prestiti al settore privato è salito al 2,0 per cento dall'1,5 di ottobre, ma tale rialzo è stato, in certa misura, sovrastimato dalle summenzionate operazioni pronti contro termine, che generano un aumento dei prestiti agli AIF. Nel contempo, in novembre si è registrato un aumento relativamente forte dell'attività di cartolarizzazione, che ha affievolito il flusso mensile di prestiti al settore privato. Il fatto che i titoli generati in tale processo sono quasi interamente trattenuti dalle IFM che li hanno generati spiega altresì in larga parte l'incremento registrato in novembre nelle consistenze delle IFM di titoli del settore privato.

In aggiunta all'aumento dei prestiti agli AIF, l'incremento di novembre del tasso di crescita sui 12 mesi dei prestiti al settore privato ha rispecchiato anche la perdurante ripresa del tasso di variazione dei prestiti alle società non finanziarie. Quest'ultimo è aumentato al -0,1 per cento in novembre, dal -0,5 di ottobre (cfr. tavola 3). Il flusso mensile dei prestiti alle società non finanziarie è stato positivo in novembre e il suo incremento rispetto a ottobre è stato generalizzato su tutte le scadenze. Il recupero della crescita dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto sinora modesto, di riflesso forse alla disuguale ripresa economica nei vari paesi e settori economici dell'area dell'euro, nonché alle differenze nella misura in cui i singoli settori devono – o possono – fare ricorso ai prestiti bancari anziché ricorrere all'autofinanziamento tramite fondi generati internamente o finanziamento sul mercato.

Per quanto riguarda i prestiti alle famiglie, il tasso di crescita sui 12 mesi è calato lievemente, portandosi al 2,7 per cento in novembre (dal 2,9 per cento di ottobre), a causa principalmente di una crescita leggermente più debole dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Nel complesso, i dati degli ultimi mesi segnalano una stabilizzazione della crescita dei prestiti alle famiglie, ma se si tiene conto della rimozione dei prestiti dai bilanci nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione, il tasso di incremento mantiene una modesta tendenza al rialzo. In novembre anche il tasso di variazione di altre tipologie di prestiti alle famiglie è diminuito lievemente, al 2,3 per cento, mentre quello del credito al consumo è divenuto meno negativo portandosi al -0,4 per cento. Queste due categorie di prestiti hanno alternato flussi mensili positivi e negativi negli ultimi mesi e non segnalano attualmente una chiara tendenza.

Tra le altre contropartite di M3, il tasso di crescita sui 12 mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è salito leggermente per il terzo mese consecutivo in novembre. Tale progressione riflette un consistente afflusso dei depositi con durata prestabilita superiore a due anni, riconducibile in larga misura all'aggiustamento associato all'attività di cartolarizzazione in cui i prestiti non vengono cancellati dai bilanci. Il tasso di crescita dei titoli di debito delle IFM a lungo termine del settore detentore di moneta è rimasto sostanzialmente stabile, malgrado un flusso mensile positivo. Il tasso di variazione di capitale e riserve è aumentato solo

leggermente, collocandosi al 7,2 per cento in novembre (dal 6,9 di ottobre), poiché l'impatto della ricapitalizzazione su vasta scala delle banche in alcuni paesi dell'area dell'euro di novembre è stato in gran parte controbilanciato da un effetto base.

I deflussi nell'anno registrati nella posizione netta verso l'estero delle IFM sono stati pari a 92 miliardi di euro in novembre, a fronte di un deflusso di 98 miliardi di euro in ottobre (cfr. figura 8). Il flusso annuale negativo nella posizione netta sull'estero riflette persistenti deflussi delle attività sull'estero (in particolare titoli diversi dalle azioni), mentre il flusso annuale delle passività verso l'estero è divenuto lievemente positivo negli ultimi mesi.

Nel complesso, al di là dei fattori speciali connessi ai contratti pronti contro termine, i dati più recenti indicano il perdurare della modesta ripresa della crescita della moneta e dei prestiti nell'area dell'euro. Rimane valida la valutazione secondo cui il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è moderato e le pressioni inflazionistiche a medio termine derivanti dagli andamenti monetari sono contenute.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

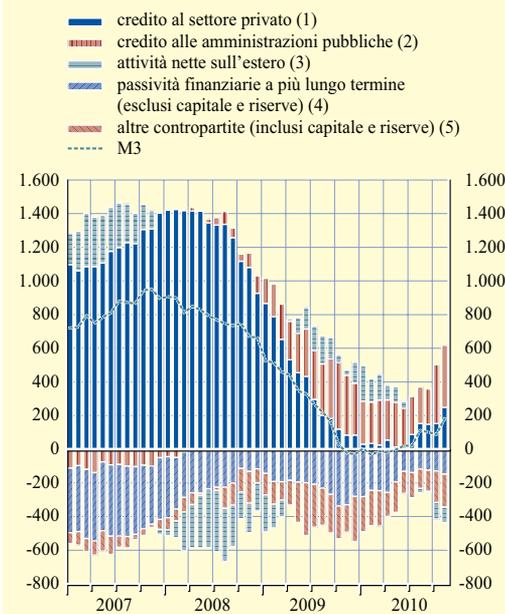
Il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile nell'ottobre 2010, poiché una pausa nella contrazione delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM ha compensato la moderazione della crescita in altri settori. In particolare, le emissioni persistentemente moderate da parte del settore delle società non finanziarie potrebbe riflettere la normalizzazione in atto della domanda di prestiti bancari osservata negli ultimi mesi. Il tasso di crescita sui 12 mesi delle emissioni di azioni quotate è aumentato leggermente, seppur mantenendosi su livelli contenuti.

TITOLI DI DEBITO

In ottobre il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al mese precedente, al 3,2 per cento (cfr. tavola 4). Mentre le emissioni dei titoli di debito a breve termine hanno mostrato una ripresa negli ultimi mesi, quelle dei titoli a lungo termine si sono mantenute essenzialmente invariate. In particolare, il ritmo del calo delle emissioni di titoli a breve termine ha continuato ad attenuarsi e il tasso di crescita si è collocato al -3,9 per cento in ottobre, con un rialzo di circa un punto percentuale rispetto a settembre. Nel contempo, il tasso di incremento delle emissioni di titoli di debito a lungo termine è rimasto attorno al 4,1 per cento. Il tasso di crescita sui 6 mesi espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, che meglio coglie gli andamenti tendenziali nel breve periodo, è diminuito al 3,3

Figura 8 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente					
		2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 ott.	2010 nov.
Società non finanziarie	42,5	-1,4	-2,5	-2,2	-1,3	-0,5	-0,1
Fino a 1 anno	24,2	-11,9	-12,3	-10,8	-8,3	-5,6	-4,3
Oltre 1 anno e fino a 5 anni	19,4	-0,2	-3,4	-4,6	-3,4	-2,1	-1,9
Oltre 5 anni	56,5	3,9	3,2	3,1	2,9	2,5	2,5
Famiglie ²⁾	46,5	0,3	1,7	2,6	2,8	2,9	2,7
Credito al consumo ³⁾	12,5	-1,0	-0,6	-0,4	-0,6	0,8	-0,4
Mutui per l'acquisto di abitazioni ³⁾	71,6	0,2	2,0	3,0	3,4	3,6	3,4
Altri prestiti	15,9	1,9	2,6	3,2	2,9	2,6	2,3
Società di assicurazione e fondi pensione	0,9	-12,4	-9,3	-9,1	-0,8	5,2	14,2
Altri intermediari finanziari non monetari	10,2	0,1	0,2	0,9	2,7	3,6	7,1

Fonte: BCE.

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

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

2) In base alla definizione SEC 95.

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

per cento in ottobre, dal 3,6 di settembre, per effetto di una contrazione in tutti i settori tranne quello delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 9). In particolare, le emissioni delle amministrazioni pubbliche sono aumentate al 7,9 per cento in ottobre, guadagnando più di un punto percentuale rispetto al mese precedente.

Per quanto riguarda la struttura per scadenze, il tasso di incremento sui 12 mesi delle emissioni di titoli di debito a tasso fisso a lungo termine ha mantenuto l'andamento calante dell'ultimo anno, collocandosi al di sotto del 7,0 per cento in ottobre. Il tasso di crescita delle emissioni di titoli a tasso variabile a lungo termine è salito leggermente al -0,5 per cento in ottobre. Analogamente, il tasso di crescita sui dodici mesi delle emissioni di titoli a breve termine, seppur mantenendosi

Tavola 4 Emissione di titoli da parte di residenti nell'area dell'euro

Settore emittente	Consistenze (miliardi di euro) 2010 ott.	Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾					
		2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 set.	2010 ott.
Emissione di titoli di debito:	15.784	9,9	6,5	4,7	3,4	3,1	3,2
IFM	5.267	2,9	1,6	0,5	-0,5	-0,3	0,1
Società finanziarie non monetarie	3.229	19,5	7,6	2,9	0,8	0,6	0,4
Società non finanziarie	853	16,5	14,8	15,1	10,3	8,7	8,5
Amministrazioni pubbliche	6.436	12,7	9,9	8,3	7,6	6,9	6,8
di cui:							
Amministrazioni centrali	5.995	12,9	9,9	8,1	7,1	6,2	6,2
Altre amministrazioni pubbliche	441	10,5	10,5	11,4	15,3	16,6	16,0
Emissione di azioni quotate:	4.530	2,8	2,9	2,5	1,8	1,7	1,8
IFM	514	8,9	8,3	6,6	5,2	5,1	7,3
Società finanziarie non monetarie	332	2,7	5,4	5,2	4,2	4,0	4,0
Società non finanziarie	3.683	1,9	1,9	1,5	1,0	0,9	0,8

Fonte: BCE.

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

anch'esso negativo come lo scorso anno, è cresciuto di un punto percentuale rispetto a settembre e si è situato al -3,9 per cento in ottobre.

In un'ottica settoriale, le emissioni di titoli di debito da parte di società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche hanno continuato ad attenuarsi leggermente dagli elevati livelli registrati di recente. In ottobre l'aumento sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da società non finanziarie nell'area dell'euro è diminuito leggermente all'8,5 per cento; il calo delle emissioni nette di titoli a lungo termine è stato in parte controbilanciato dall'incremento delle emissioni nette a breve termine. La moderazione in atto delle emissioni delle società non finanziarie potrebbe riflettere in parte la normalizzazione della domanda di prestiti bancari osservata negli ultimi mesi.

In ottobre l'indebitamento del settore pubblico è rimasto sostenuto. Il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi dal settore delle amministrazioni pubbliche è sceso solo lievemente al 6,8 per cento in ottobre, dal 6,9 del mese precedente. L'elevata attività di emissione da parte delle amministrazioni pubbliche rispecchia il fatto che il fabbisogno finanziario del settore pubblico resta elevato nell'area dell'euro.

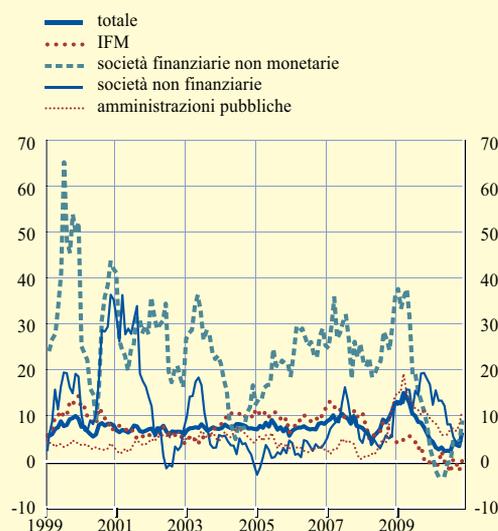
Passando al settore finanziario, i dati disponibili mostrano che le consistenze di debito di mercato delle IFM sono restате pressoché invariate su base annua rispetto a settembre, dopo la contrazione registrata da maggio. Infine, il tasso di crescita sui 12 mesi dei titoli di debito emessi da società finanziarie non monetarie è sceso dallo 0,6 per cento di settembre allo 0,4 in ottobre.

AZIONI QUOTATE

In ottobre, il tasso di crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è aumentato all'1,9 per cento circa, dall'1,7 del mese precedente, principalmente per effetto

Figura 9 Scomposizione per settore dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro

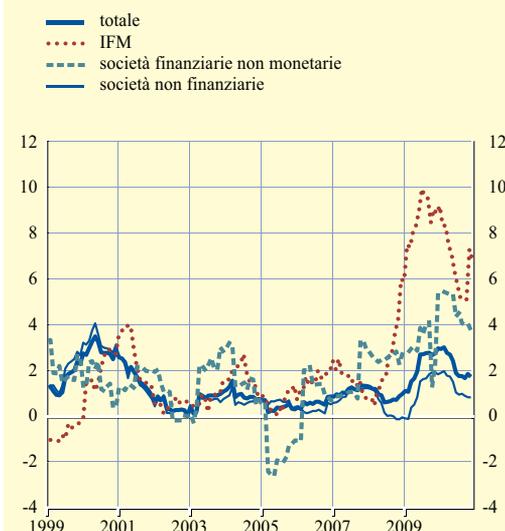
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

Figura 10 Scomposizione per settore delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

della sostenuta attività di emissione di azioni da parte delle IFM (cfr. figura 10). Di fatto, rispetto a settembre, in ottobre il tasso di incremento dell'emissione di azioni da parte delle IFM è cresciuto di oltre due punti percentuali al 7,3 per cento. La forte attività di emissione di azioni delle IFM rispecchia i perduranti sforzi di molte banche dell'area dell'euro volti a rafforzare i propri bilanci attraverso la componente patrimoniale. Nel contempo, la crescita sui 12 mesi delle azioni quotate emesse da società non finanziarie e da società finanziarie non monetarie è rimasta sostanzialmente invariata, rispettivamente allo 0,8 e 4,0 per cento.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

Tra gli inizi di dicembre 2010 e i primi di gennaio 2011 i tassi del mercato monetario sono diminuiti lievemente, pur rimanendo relativamente elevati rispetto ai livelli osservati nel 2010. Nel periodo di mantenimento iniziato l'8 dicembre l'Eonia ha mantenuto la tendenza a collocarsi su un livello superiore nella fase iniziale del periodo, per poi gradualmente diminuire verso la sua fine.

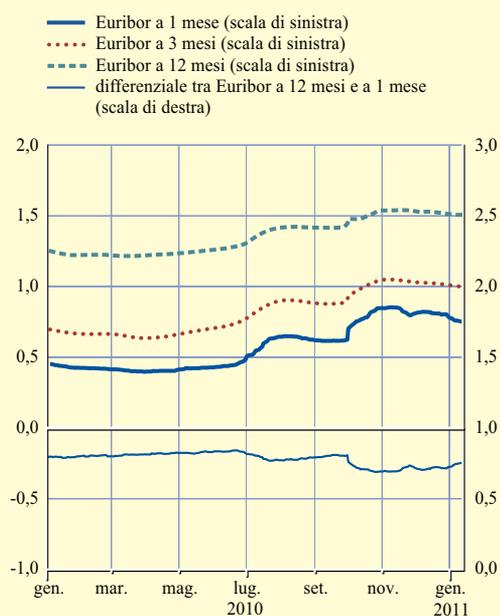
Tra inizio dicembre 2010 e inizio gennaio 2011 i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono lievemente diminuiti, sebbene mostrando una relativa stabilità nel periodo. Il 12 gennaio i tassi Euribor a 1, 3, 6 e 12 mesi si collocavano rispettivamente allo 0,75, 1,00, 1,23 e 1,51 per cento, livelli inferiori di 6, 3, 3 e 2 punti base circa rispetto a quelli osservati il 1° dicembre. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a 12 mesi e quello a 1 mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è aumentato di circa 4 punti base nel periodo (cfr. figura 11).

Il tasso del mercato monetario ricavato dall'indice degli *swap* sull'Eonia per la scadenza a 3 mesi è diminuito in misura maggiore del corrispondente tasso sui depositi non garantiti tra il 1° dicembre e il 12 gennaio. In quest'ultima data il tasso *swap* sull'Eonia a 3 mesi si è collocato allo 0,63 per cento, evidenziando un calo di circa 7 punti base rispetto al 1° dicembre. Di conseguenza, il 12 gennaio il differenziale tra questo tasso del mercato monetario e il corrispondente tasso Euribor su depositi privi di garanzia è salito a circa 37 punti base, in aumento di circa 4 punti base rispetto al 1° dicembre.

Il 12 gennaio i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a 3 mesi con scadenza a marzo, giugno, settembre e dicembre 2011 si collocavano rispettivamente all'1,08, 1,22, 1,36 e 1,52 per cento, con una diminuzione di circa 7 e 2 punti base per le prime due tipologie di contratti e un rialzo di 3 e 7 punti base per le altre due rispetto ai livelli osservati il 1° dicembre. Ciò implica che l'inclinazione della curva dei tassi a termine si è accentuata.

Figura 11 Tassi di interesse del mercato monetario

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



Fonti: BCE e Reuters.

Durante il dodicesimo periodo di mantenimento dell'anno, iniziato l'8 dicembre, l'Eonia ha tenuto un comportamento analogo a quello osservato nei due periodi di mantenimento precedenti: ha registrato livelli più elevati nella fase iniziale per poi scendere verso la fine del periodo. Questo profilo è ascrivibile al desiderio degli operatori di mercato di dotarsi di liquidità al principio del periodo ed è diventato più evidente a partire da quando a fine settembre 2010 è giunta a scadenza la seconda operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a 1 anno, determinando un calo della liquidità in eccesso. Più precisamente, l'Eonia è aumentato dallo 0,47 per cento del 1° dicembre allo 0,74 per cento della data di inizio del periodo di mantenimento, l'8 dicembre, per poi scendere gradualmente e collocarsi allo 0,38 per cento il 12 gennaio (il periodo di mantenimento si è concluso il 18 gennaio). Il 31 dicembre questo profilo è stato interrotto da una temporanea impennata allo 0,82 per cento dovuta a un effetto di fine anno (cfr. figura 12).

Nelle operazioni di rifinanziamento principali del 7, 14, 21 e 28 dicembre e del 4 e 11 gennaio, la BCE ha aggiudicato rispettivamente 197,3, 187,8, 193,5, 227,9, 195,7 e 180,1 miliardi di euro. La BCE ha condotto anche due ORLT in dicembre, entrambe mediante asta fissa con piena aggiudicazione dell'importo: il 7 dicembre un'operazione con scadenza speciale della durata di 1 periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 68,1 miliardi di euro) e il 22 dicembre un'ORLT a 3 mesi (con aggiudicazione di 149,5 miliardi di euro). Sempre il 22 dicembre la BCE ha effettuato anche un'operazione di regolazione puntuale (*fine tuning*) sotto forma di operazione ponte a 13 giorni, in cui sono stati assegnati 20,6 miliardi di euro. La BCE ha inoltre condotto sei operazioni di assorbimento della liquidità a 1 settimana il 7, 14, 21 e 28 dicembre nonché il 4 e 11 gennaio mediante aste variabili con tasso massimo di offerta dell'1,00 per cento. Nell'ultima di queste operazioni la BCE ha assorbito 74 miliardi di euro, corrispondenti al valore degli acquisti nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari, tenuto conto delle transazioni condotte fino al 7 gennaio compreso.

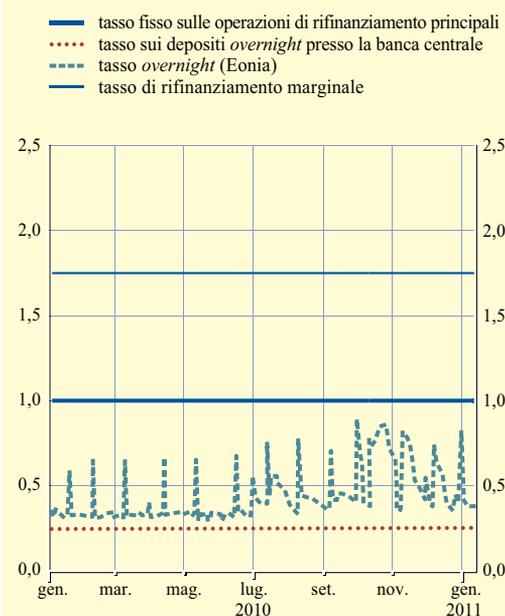
In linea con i livelli in qualche misura più elevati della liquidità in eccesso durante il periodo di mantenimento più recente, tra l'8 dicembre e il 12 gennaio il ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato a 61,6 miliardi di euro, dal livello di 44,7 miliardi osservato nel periodo di mantenimento precedente.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In dicembre e agli inizi di gennaio i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA e sui titoli di Stato statunitensi a lungo termine sono aumentati in seguito sia a notizie economiche positive sia ad annunci di politica economica negli Stati Uniti. I differenziali

Figura 12 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Reuters.

di rendimento tra obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono lievemente ridotti in tutti i paesi partecipanti, ad eccezione della Grecia. In dicembre, tuttavia, le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro sono rimaste elevate e non si sono limitate solo a Grecia, Irlanda e Portogallo. Sempre nello stesso mese i dati sui tassi di inflazione di pareggio a lungo termine indicano un lieve incremento dell'inflazione attesa dagli operatori di mercato (e dei premi connessi) sugli orizzonti più lunghi. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è rimasta su livelli in qualche misura elevati su entrambe le sponde dell'Atlantico.

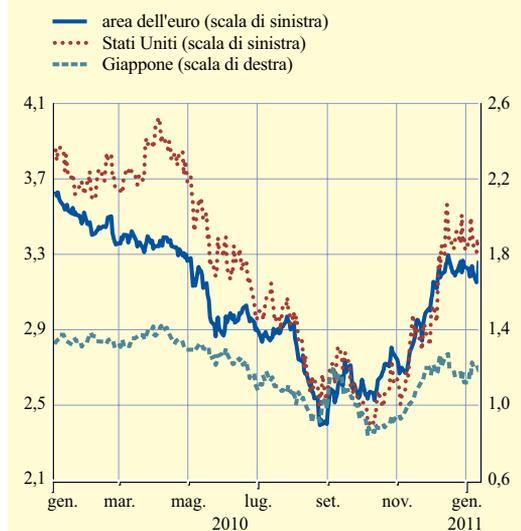
Rispetto ai livelli di fine novembre, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA sono aumentati di 30 punti base, portandosi il 12 gennaio al 3,3 per cento e proseguendo così la tendenza al rialzo iniziata in settembre. Nello stesso periodo i rendimenti sui titoli di Stato negli Stati Uniti sono aumentati di 60 punti base, collocandosi al 3,4 per cento il 12 gennaio (cfr. figura 13). Di conseguenza, il differenziale dei tassi di interesse nominali tra i titoli di Stato a 10 anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro è diventato positivo, salendo da -20 punti base alla fine di novembre a 10 punti base circa il 12 gennaio. Alla stessa data in Giappone i rendimenti sui titoli di Stato decennali sono rimasti sostanzialmente invariati all'1,2 per cento. La volatilità implicita nei mercati dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, tuttavia, è rimasta significativamente superiore a quella di fine 2009 e su livelli analoghi a quelli registrati durante le turbolenze nei mercati finanziari agli inizi di maggio 2010. Altri indicatori di tensioni nei mercati obbligazionari, come le stime dei premi di liquidità comprese nei prezzi dei titoli sicuri e più scambiati dell'area dell'euro, mostrano che la domanda di obbligazioni liquide e sicure è aumentata in dicembre, sebbene sia rimasta inferiore rispetto agli episodi di fuga verso la liquidità rilevati in maggio.

L'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA è riconducibile principalmente alla diffusione di dati macroeconomici positivi che hanno evidenziato come la ripresa nell'area dell'euro sia ben avviata. Negli Stati Uniti la pubblicazione dei dati economici ha inciso in misura minore sull'evoluzione dei mercati, poiché la dinamica dei rendimenti è stata principalmente riconducibile a una serie di annunci di politica economica. In particolare, la manovra fiscale annunciata dal governo Obama agli inizi di dicembre è consistita principalmente in una proroga delle esenzioni fiscali introdotte dal governo Bush e in un'estensione dei sussidi di disoccupazione. L'impatto atteso di tali politiche sull'attività economica è positivo, ma l'aumento dei rendimenti potrebbe anche rispecchiare un peggioramento delle prospettive per il debito statunitense a lungo termine.

In dicembre e all'inizio di gennaio i differenziali di rendimento dei titoli di Stato a 10 anni dei paesi dell'area dell'euro rispetto ai titoli tedeschi si sono lievemente ristretti, tranne che nel caso della Grecia. Nel mese, tuttavia, le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area sono rimaste elevate e, come in novembre, non si

Figura 13 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 disponibile più vicina a 10 anni.

sono limitate soltanto a Grecia, Irlanda e Portogallo, ma si sono manifestate anche in altri paesi dell'area dell'euro quali Spagna, Italia e Belgio. Il modesto restringimento dei differenziali è attribuito dagli operatori di mercato all'accresciuta attività associata al Programma per il mercato dei titoli finanziari condotto dalla BCE. Le informazioni provenienti dai mercati dei *credit default swap* (CDS) hanno continuato ad indicare tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. A causa di queste i CDS dell'area dell'euro si collocano attualmente su un livello di 20 punti base superiore a quello medio dei CDS dei paesi nell'area orientale dell'Unione europea.

Dopo l'annuncio del pacchetto di interventi a favore dell'Irlanda e l'accordo raggiunto a fine novembre sull'istituzione di un Meccanismo europeo di stabilità a carattere permanente, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato a 10 anni dell'area dell'euro si sono in parte ristretti rispetto alla Germania. Tale flessione non è stata compensata dal declassamento dell'Irlanda da parte delle agenzie di *rating* all'inizio di dicembre, suggerendo che i rendimenti sui titoli di Stato irlandesi a lungo termine ne tenevano già conto. Nella seconda metà di dicembre, tuttavia, l'attenzione dei mercati si è concentrata sull'annuncio di un riesame del merito di credito del Portogallo e sulla pubblicazione di un rapporto dell'FMI in cui non solo si ventilava la possibilità di un mancato rispetto da parte dell'Irlanda degli obiettivi fissati per la riduzione del disavanzo, ma si indicava anche che il rischio di contagio a partire da questo paese era considerevole. Di conseguenza, il calo dei differenziali di rendimento sui titoli di Stato a 10 anni osservato a inizio dicembre ha subito un'inversione pressoché completa. I differenziali dei titoli sovrani rispetto alla Germania si sono ristretti agli inizi di gennaio, di seguito a voci di mercato che riportavano di un ruolo attivo negli acquisti su questo mercato da parte dell'Eurosistema.

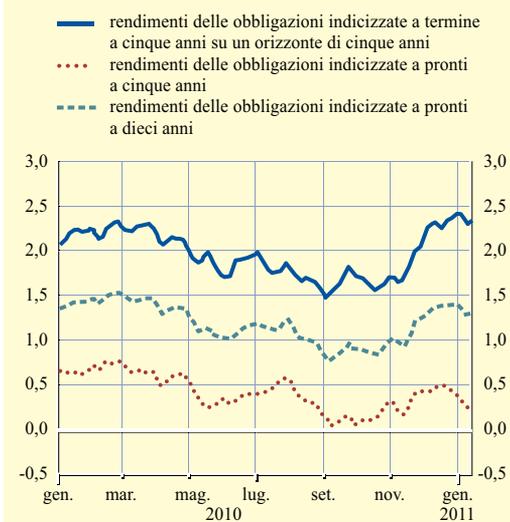
I rendimenti sui titoli di Stato a 10 anni indicizzati all'inflazione sono rimasti sostanzialmente invariati in dicembre, mentre i rendimenti reali sui titoli corrispondenti a 5 anni sono diminuiti di 10 punti base (cfr. figura 14). Il 12 gennaio i rendimenti reali a pronti a 5 e 10 anni si sono situati allo 0,3 e all'1,4 per cento, rispettivamente. Dopo aver raggiunto livelli storicamente bassi alla fine del terzo trimestre del 2010, i rendimenti reali nell'area dell'euro hanno mostrato un protrato andamento al rialzo sulla scorta di un miglioramento dei dati economici per la maggior parte del quarto trimestre.

Nel periodo in esame i tassi di inflazione di pareggio impliciti a termine (a 5 anni su un orizzonte quinquennale) sono aumentati di circa 20 punti base nell'area dell'euro, collocandosi il 12 gennaio al 2,2 per cento (cfr. figura 15). Questo andamento suggerisce un lieve incremento dell'inflazione attesa dagli operatori di mercato (e dei premi connessi) sugli orizzonti più lunghi.

L'evoluzione della struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo nell'area dell'euro mostra come l'andamento complessivo dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area

Figura 14 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)

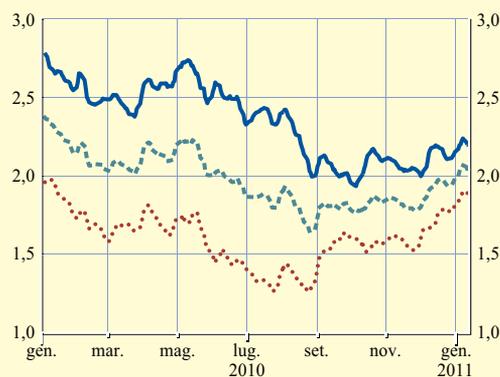


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 15 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* nell'area dell'euro

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)

- tasso di inflazione di pareggio a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni
- tasso di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni
- - - tasso di inflazione di pareggio a pronti a dieci anni

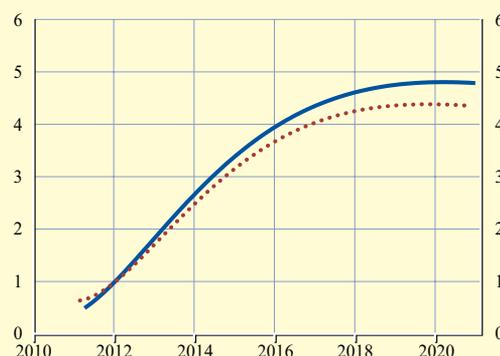


Fonti: Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 16 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

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

- 12 gennaio 2011
- 30 novembre 2010



Fonti: BCE, su dati EuroMTS e *rating* di Fitch Ratings.

Note: 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 descritto nella sezione *Euro area yield curve* del sito Internet della BCE. I dati utilizzati per le stime sono rendimenti di titoli di stato con *rating* AAA.

dell'euro possa essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) a diversi orizzonti (cfr. figura 16). L'accresciuto livello dei rendimenti dei titoli a lungo termine rispetto a quello di fine novembre, riconducibile con ogni probabilità al miglioramento delle condizioni economiche, ha spostato verso l'alto di 50 punti base la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo sugli orizzonti di scadenza superiori a tre anni.

In dicembre e a inizio gennaio i differenziali riguardanti le obbligazioni societarie di qualità *investment grade* sono aumentati lievemente per la maggior parte delle categorie di *rating* dei titoli di debito emessi dalle società sia finanziarie sia non finanziarie. Il maggiore incremento è stato registrato dai titoli emessi da società finanziarie con *rating* BBB. A livello dell'area dell'euro, gli attuali differenziali sono rimasti nettamente inferiori ai massimi raggiunti in maggio e sono stati lievemente al di sotto di quelli rilevati agli inizi del 2010. Ancora una volta, l'attività di emissione delle società finanziarie e non finanziarie è rimasta dinamica a livello dell'area dell'euro in dicembre. Tuttavia, i differenziali relativi alle obbligazioni emesse da società finanziarie in Grecia, Irlanda e Portogallo si collocano attualmente su livelli decisamente superiori a quelli registrati durante le turbolenze dei primi di maggio, e l'attività di emissione in questi paesi rimane contenuta.

2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In novembre la maggior parte dei tassi di interesse sui prestiti delle IFM alle società non finanziarie ha continuato ad aumentare, per le scadenze sia a breve sia a lungo termine, in linea con gli andamenti dei tassi di interesse di mercato. La maggioranza dei tassi sui prestiti delle IFM alle famiglie è lievemente salita per le scadenze brevi, mentre è rimasta invariata per quelle lunghe.

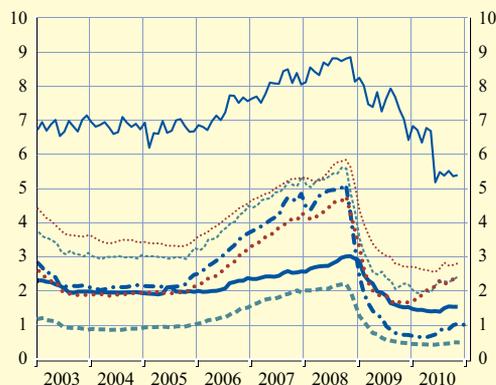
In novembre quasi tutti i tassi di interesse a breve termine applicati dalle IFM ai depositi sono rimasti sostanzialmente invariati sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. La maggioranza dei tassi a breve sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie ha evidenziato un certo incremento (cfr. figura 17). Più precisamente, i tassi di interesse a breve termine sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono lievemente aumentati al 2,8 per cento, mentre i tassi più volatili sul credito al consumo sono rimasti stabili al 5,4 per cento circa. Per contro, i tassi medi sugli scoperti di conto concessi alle famiglie sono diminuiti marginalmente all'8,6 per cento. Quanto alle società non finanziarie, i tassi bancari a breve termine sia sui prestiti di piccola entità (fino a 1 milione di euro) sia su quelli di grande entità (superiori a 1 milione) sono aumentati di circa 10 punti base, collocandosi rispettivamente al 3,5 e al 2,4 per cento, mentre i tassi di interesse sugli scoperti di conto sono rimasti sostanzialmente invariati al 3,8 per cento. Poiché in novembre l'Euribor è lievemente salito di 4 punti base, il differenziale tra i tassi sui prestiti delle IFM a breve termine e il tasso del mercato monetario a 3 mesi è rimasto costante per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre è aumentato marginalmente per i prestiti alle società non finanziarie (cfr. figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, tra fine settembre 2008 (ossia all'immediata vigilia del ciclo di allentamento della politica monetaria seguito al fallimento di Lehman Brothers) e fine

Figura 17 Tassi di interesse delle IFM a breve termine e tasso di mercato a breve termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)

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



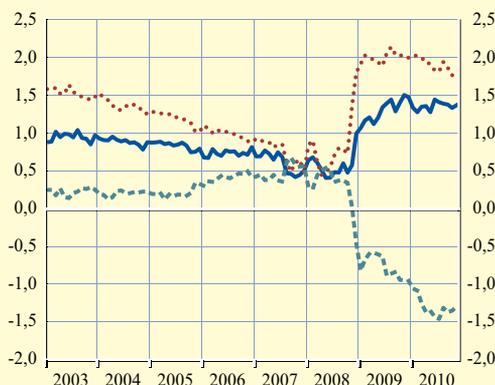
Fonte: BCE.

Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

Figura 18 Differenziali fra i tassi di interesse a breve termine delle IFM e il tasso del mercato monetario a tre mesi

(differenziali in punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)

- prestiti a società non finanziarie superiori a un milione di euro, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, a tasso variabile e periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- - - depositi delle famiglie con durata prestabilita fino a un anno



Fonte: BCE.

Nota: per i prestiti, i differenziali sono calcolati sottraendo al tasso sui prestiti il tasso del mercato monetario a tre mesi; per i depositi, sottraendo a quest'ultimo il tasso sui depositi. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

novembre 2010 i tassi a breve sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e sui prestiti alle società non finanziarie sono diminuiti rispettivamente di 300 e 320 punti base, contro un calo di 400 punti base dell'Euribor a 3 mesi. Ciò indica che la trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari è stata significativa. La tendenza complessiva al rialzo dei tassi sui prestiti a breve termine concessi alle famiglie e alle società non finanziarie, mostrata negli ultimi mesi, indicherebbe che la graduale trasmissione delle scorse riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE si sia conclusa.

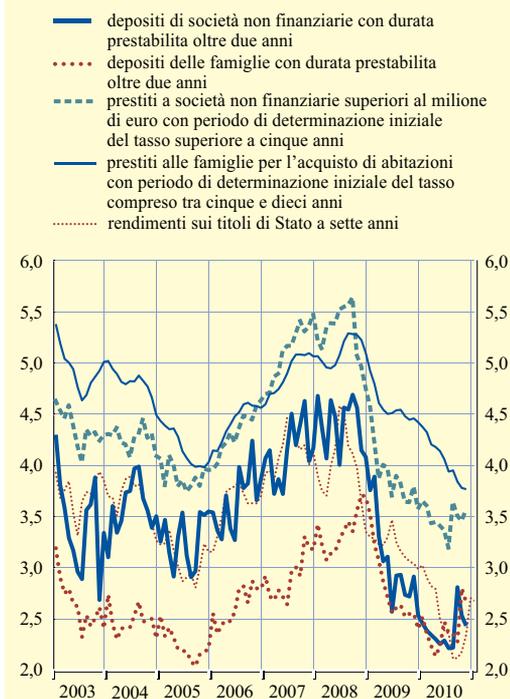
Quanto alle scadenze più lunghe, i tassi di interesse applicati dalle IFM ai depositi a lungo termine sia delle famiglie sia delle società non finanziarie sono diminuiti. Per contro, i tassi di interesse sui prestiti a più lungo termine alle società non finanziarie hanno continuato ad aumentare, mentre quelli sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente stabili (cfr. figura 19). Nello specifico, i tassi sui mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso da 5 e 10 anni, al 3,8 per cento, sono rimasti sostanzialmente invariati attorno ai minimi storici. Per quanto concerne le società non finanziarie, i tassi medi sui prestiti di piccola entità con periodo di determinazione iniziale del tasso da 1 a 5 anni e quelli con periodo di determinazione iniziale superiore a 5 anni sono in qualche misura aumentati, rispettivamente al 4,3 e al 3,8 per cento. I tassi medi sui prestiti di grande entità con determinazione iniziale di media e lunga durata sono aumentati di circa 10 punti base, rispettivamente al 3,0 e al 3,6 per cento.

In una prospettiva di più lungo periodo, dal settembre 2008 le banche dell'area dell'euro hanno modificato i propri tassi sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie in maniera pressoché coerente con il calo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. I tassi sui prestiti a lungo termine alle famiglie non sono diminuiti in pari misura nello stesso periodo, rispecchiando una trasmissione più incompleta e lenta per questo settore. Nei mesi recenti i tassi di interesse sui prestiti a più lungo termine alle famiglie hanno continuato a calare e il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA si è andato riducendo da agosto. Per contro, i tassi di interesse sui prestiti a lungo termine alle società non finanziarie hanno seguito una tendenza al rialzo nei mesi recenti, dando luogo a un ampliamento del differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato a lungo termine.

Poiché i tassi di interesse sui depositi sono rimasti sostanzialmente invariati mentre la grande maggioranza dei tassi sui prestiti sono in qualche misura aumentati, in novembre i margini di interme-

Figura 19 Tassi di interesse delle IFM a lungo termine e tasso di mercato a lungo termine

(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



Fonte: BCE.

Nota: i dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

diatazione tra le nuove operazioni di prestito e deposito hanno registrato un lieve incremento. I margini di intermediazione medi sulle consistenze in essere, dopo un calo graduale dai valori di inizio 2010, si sono stabilizzati nei mesi recenti attorno a livelli sostanzialmente analoghi a quelli rilevati nel periodo corrispondente del 2009. Margini relativamente stabili contribuiranno positivamente agli introiti per interessi attivi netti e alla redditività delle banche dell'area dell'euro.

2.6 MERCATI AZIONARI

Tra fine novembre 2010 e inizio gennaio 2011 i corsi azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono aumentati rispettivamente dell'8,0 e 8,3 per cento, per effetto di notizie economiche sostanzialmente positive su entrambe le sponde dell'Atlantico. Al contempo, l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, ha evidenziato in generale solo una lieve flessione. Le società quotate dell'area dell'euro hanno riportato una vigorosa crescita degli utili, parimenti diffusa in tutti i settori.

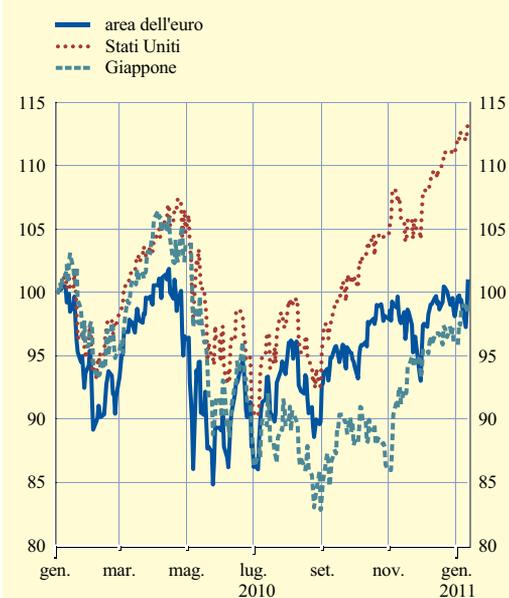
In dicembre e agli inizi di gennaio i corsi azionari mondiali sono considerevolmente aumentati. I corsi azionari dell'area dell'euro, misurati dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono aumentati nel complesso dell'8,0 per cento, mentre l'indice Standard & Poor's 500 negli Stati Uniti è salito dell'8,3 per cento tra la fine di novembre e il 12 gennaio (cfr. figura 20). Nello stesso periodo le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, sono cresciute del 3,8 per cento.

Gli andamenti dei mercati azionari dell'area dell'euro sono riconducibili, da un lato, a dati economici generalmente positivi e ad annunci di utili superiori alle attese e, dall'altro, alle tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area stessa, rimaste molto elevate in dicembre su livelli analoghi a quelli dei primi di maggio. A differenza dell'andamento di tale periodo, il recente riacutizzarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano non ha innescato una notevole fuga verso la liquidità da parte degli investitori, a indicazione del fatto che i timori circa le prospettive economiche potrebbero in larga misura essere venuti meno a livello dell'area dell'euro.

Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti l'incertezza dei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è diminuita per la maggior parte di dicembre dai livelli elevati registrati dopo l'acuirsi delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro in novembre, ma ha evidenziato un nuovo lieve incremento verso la fine del mese. Ciò nonostante, la volatilità dei mercati azionari ha concluso il periodo in esame su un livello inferiore di 6 e 4 punti percentuali rispettivamente nell'area dell'euro e

Figura 20 Indici dei corsi azionari

(indice: 1° gennaio 2010 = 100; dati giornalieri)



Fonti: Reuters e Thomson Financial Datastream.

Note: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

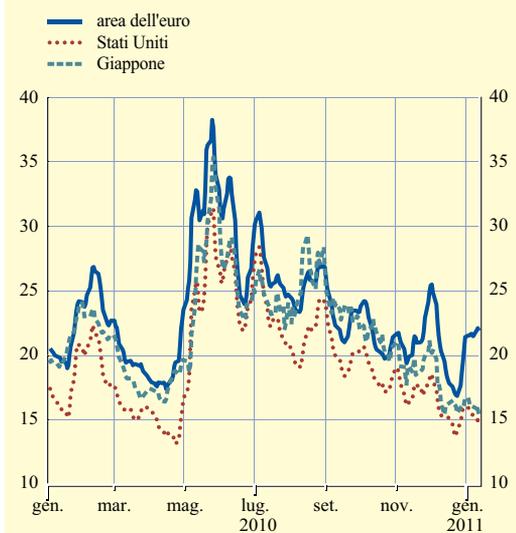
negli Stati Uniti (cfr. figura 21). Nonostante il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano negli ultimi mesi del 2010, la volatilità dei mercati azionari rimane nettamente più contenuta rispetto ai livelli rilevati in maggio.

In dicembre gli indici delle quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono aumentati in tutti i settori. I corsi azionari finanziari dell'area dell'euro sono aumentati del 7,2 per cento, invertendo in parte il calo registrato nei mesi precedenti, mentre quelli non finanziari hanno nel contempo proseguito la tendenza positiva mostrata per la maggior parte della seconda metà del 2010. In dicembre gli andamenti delle quotazioni nei mercati azionari sono stati positivi in tutti i paesi, sebbene con aumenti più contenuti in Grecia e Irlanda, dove le tensioni relative al debito sovrano sono rimaste elevate. Anche l'evoluzione dei corsi azionari statunitensi è stata positiva per tutti i settori.

La dinamica degli utili sia effettivi sia attesi ha fornito un quadro complessivamente positivo della redditività delle società quotate nell'area dell'euro. L'incremento sui 12 mesi degli utili effettivi per azione delle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx è stata del 35 per cento in dicembre, dopo il 31 per cento di novembre. Parimenti, secondo le previsioni, l'incremento degli utili per azione su un orizzonte di 12 mesi sarebbe relativamente vigoroso al 16 per cento. A livello di settore, sia in quello finanziario sia in quello industriale la crescita sui dodici mesi degli utili per azione è stata robusta in dicembre, intorno al 30 per cento. Nel complesso, gli utili hanno evidenziato in dicembre un elevato incremento; inoltre, gli utili riportati sono stati leggeremente superiori alle attese degli operatori di mercato.

Figura 21 Volatilità implicita dei mercati azionari

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni, calcolate su dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su 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.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 2,2 per cento, dall'1,9 nei due mesi precedenti. Tale incremento è lievemente superiore alle attese ed è riconducibile in ampia misura ai rincari dei prodotti energetici. Nei prossimi mesi l'inflazione potrebbe aumentare ancora temporaneamente, collocandosi poco al di sopra del 2 per cento, soprattutto a causa degli andamenti dei corsi delle materie prime, per poi tornare su livelli moderati verso la fine dell'anno. Secondo le attese l'evoluzione dei prezzi rimarrebbe in linea con gli obiettivi di stabilità sull'orizzonte rilevante ai fini della politica monetaria, ma deve essere seguita con molta attenzione. I rischi per le prospettive dell'inflazione nel medio periodo permangono sostanzialmente bilanciati, ma potrebbero orientarsi al rialzo.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

In base alla stima preliminare dell'Eurostat, in dicembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è salita al 2,2 per cento, dall'1,9 nei due mesi precedenti (cfr. tavola 5). Le stime ufficiali sulla scomposizione dell'indice per dicembre non sono ancora disponibili, ma l'incremento sarebbe per lo più riconducibile alla componente dei beni energetici. In dicembre i corsi petroliferi sono aumentati a 70 euro al barile, da circa 60 euro nei mesi precedenti.

In novembre, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, la variazione sui dodici mesi dell'inflazione misurata sullo IAPC complessivo si è attestata all'1,9 per cento, invariata rispetto a ottobre (cfr. figura 22). La stabilità dell'inflazione complessiva in novembre è il risultato del rallentamento dei prezzi della componente energetica e della lieve accelerazione delle altre componenti, ad eccezione dei prezzi dei servizi.

In novembre la dinamica tendenziale dei prezzi dei beni energetici è diminuita, riflettendo in parte il calo sui dodici mesi dei prezzi dei carburanti liquidi e della componente energetica connessa ai trasporti. Tale flessione è ascrivibile a un effetto base, che ha più che compensato il rialzo su base mensile dei prezzi dei prodotti energetici (0,8 per cento), imputabile all'aumento delle quotazioni petrolifere.

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2010 lug.	2010 ago.	2010 set.	2010 ott.	2010 nov.	2010 dic.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	0,3	.	1,7	1,6	1,8	1,9	1,9	2,2
Beni energetici	-8,1	.	8,1	6,1	7,7	8,5	7,9	.
Alimentari non trasformati	0,2	.	1,9	2,4	2,5	2,4	2,7	.
Alimentari trasformati	1,1	.	0,9	1,0	1,0	1,2	1,3	.
Beni industriali non energetici	0,6	.	0,5	0,4	0,6	0,7	0,8	.
Servizi	2,0	.	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	.	4,0	3,6	4,3	4,4	4,5	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	58,9	59,9	59,8	60,2	63,1	69,6
Prezzi delle materie prime non energetiche	-18,5	44,6	52,5	47,6	54,7	47,5	48,1	49,4

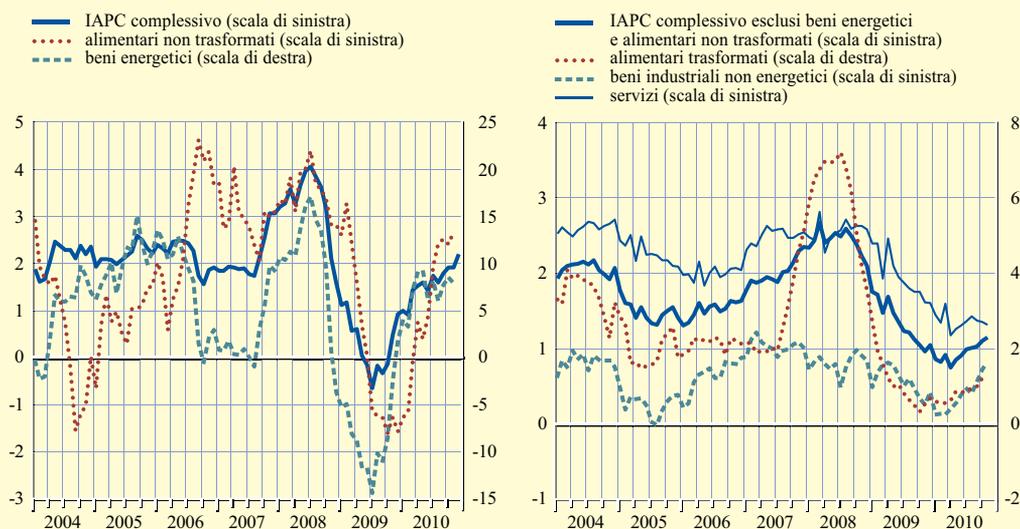
Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream.

Nota: l'indice dei prezzi delle materie prime non energetiche è ponderato in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-2006.

1) Il dato sullo IAPC di dicembre 2010 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

In novembre la variazione tendenziale dei prezzi degli alimentari totali (inclusi alcolici e tabacchi) è aumentata ancora, collocandosi all'1,8 per cento, in lieve rialzo rispetto a ottobre. Riguardo alle singole voci, il tasso di variazione dei prezzi degli alimentari freschi è salito da circa il 2,4 per cento nei mesi scorsi al 2,7, il valore più elevato dal marzo 2009, prevalentemente per effetto dei rincari di carne e ortaggi. La dinamica sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è salita ulteriormente all'1,3 per cento. Tale accelerazione è dovuta in parte ai forti rincari dei tabacchi, riconducibili all'aumento delle imposte in alcuni paesi dell'area. In novembre la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati al netto dei tabacchi, che dovrebbero risentire prevalentemente delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime alimentari, si è collocata allo 0,4 per cento, ben al di sotto del livello medio dell'1,8 per cento registrato dal 1999. Finora, quindi, sembrerebbe che nell'area dell'euro gli effetti dei rincari delle materie prime alimentari (cfr. riquadro 1) siano stati trasmessi in misura trascurabile ai prezzi al consumo.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta all'1,1 per cento in novembre, invariata rispetto al mese precedente. Delle due componenti dello IAPC al netto di alimentari ed energia, l'inflazione dei beni industriali non energetici ha registrato un nuovo lieve aumento allo 0,8 per cento, il tasso di variazione più elevato dal giugno 2009. Tale rialzo è stato determinato in larga misura dall'andamento in Germania, dove l'inflazione dei beni non energetici è aumentata sensibilmente in novembre, principalmente a seguito dei consistenti rincari dell'abbigliamento. Per contro, l'inflazione nei servizi è diminuita lievemente, pur rimanendo nell'intervallo fra l'1,3 e l'1,4 per cento osservato per gran parte del 2010.

Il riquadro 4 presenta i differenziali di inflazione nell'area dell'euro dall'introduzione della moneta unica. Discute le principali determinanti di tali differenziali e le relative sfide che devono essere affrontate in futuro.

Riquadro 4

LE DETERMINANTI DEI DIFFERENZIALI DI INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

Dopo essersi rapidamente e notevolmente ristretti nel periodo che ha portato all'avvio della Terza fase dell'UEM nel 1999, nell'ultimo decennio i differenziali d'inflazione nell'area dell'euro sono risultati relativamente ampi ma non in misura significativamente maggiore di quelli osservati in altre unioni monetarie. Nella conduzione della politica monetaria, che pure è formulata per l'area dell'euro nel suo insieme, è importante per la BCE tener conto delle informazioni regionali e settoriali riguardanti la fonte e la natura degli shock economici, nonché monitorare e individuare le ragioni di fondo dei differenziali d'inflazione. Questo riquadro analizza le principali determinanti dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro a partire dall'introduzione dell'euro e le connesse problematiche che occorrerà affrontare in futuro.

La tavola riporta i tassi di inflazione sui dodici mesi dei paesi dell'area dell'euro a partire dal 1999. Si possono fare in merito tre osservazioni principali. In primo luogo, essendosi collocato

Tassi d'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; 1999-2010)

	area dell'euro	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY
1999	1,1	1,1	0,6	2,5	2,1	2,2	0,6	1,7	1,1
2000	2,1	2,7	1,4	5,3	2,9	3,5	1,8	2,6	4,9
2001	2,3	2,4	1,9	4,0	3,7	2,8	1,8	2,3	2,0
2002	2,2	1,6	1,4	4,7	3,9	3,6	1,9	2,6	2,8
2003	2,1	1,5	1,0	4,0	3,4	3,1	2,2	2,8	4,0
2004	2,1	1,9	1,8	2,3	3,0	3,1	2,3	2,3	1,9
2005	2,2	2,5	1,9	2,2	3,5	3,4	1,9	2,2	2,0
2006	2,2	2,3	1,8	2,7	3,3	3,6	1,9	2,2	2,2
2007	2,1	1,8	2,3	2,9	3,0	2,8	1,6	2,0	2,2
2008	3,3	4,5	2,8	3,1	4,2	4,1	3,2	3,5	4,4
2009	0,3	0,0	0,2	-1,7	1,3	-0,2	0,1	0,8	0,2
2010	1,5	2,2	1,1	-1,7	4,7	1,7	1,7	1,6	2,6
media	2,0	2,0	1,5	2,5	3,4	2,8	1,7	2,2	2,4
	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	deviazione standard
1999	1,0	2,3	2,0	0,5	2,2	6,1	10,4	1,3	0,7
2000	3,8	3,0	2,3	2,0	2,8	8,9	12,2	2,9	1,1
2001	2,4	2,5	5,1	2,3	4,4	8,6	7,2	2,7	1,1
2002	2,1	2,6	3,9	1,7	3,7	7,5	3,5	2,0	1,1
2003	2,5	1,9	2,2	1,3	3,3	5,7	8,4	1,3	1,0
2004	3,2	2,7	1,4	2,0	2,5	3,7	7,5	0,1	0,8
2005	3,8	2,5	1,5	2,1	2,1	2,5	2,8	0,8	0,9
2006	3,0	2,6	1,7	1,7	3,0	2,5	4,3	1,3	0,7
2007	2,7	0,7	1,6	2,2	2,4	3,8	1,9	1,6	0,7
2008	4,1	4,7	2,2	3,2	2,7	5,5	3,9	3,9	0,9
2009	0,0	1,8	1,0	0,4	-0,9	0,9	0,9	1,6	0,9
2010	2,8	1,9	0,8	1,6	1,3	2,1	0,6	1,6	1,3
media	2,6	2,8	2,1	1,7	2,5	3,1	0,8	1,8	

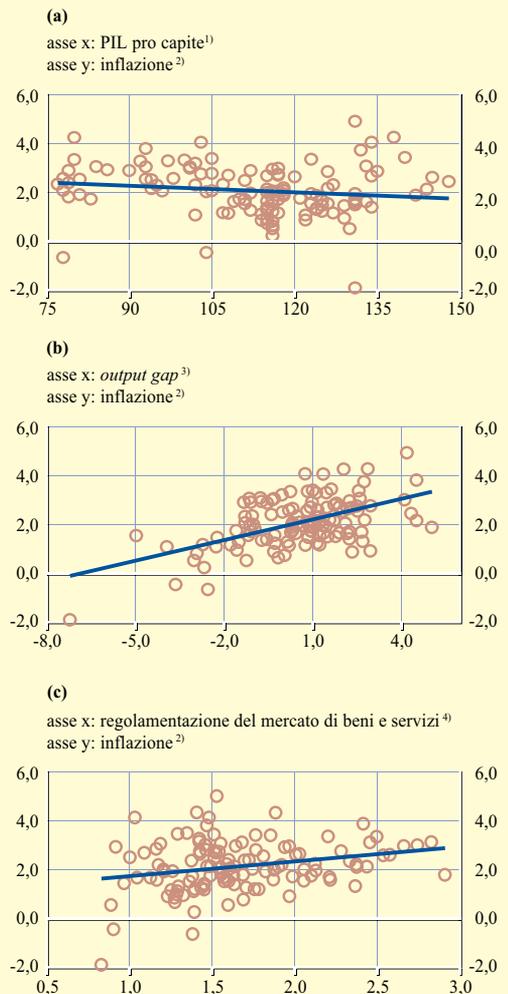
Note: la deviazione standard è calcolata come deviazione standard non ponderata dei tassi d'inflazione dei paesi dell'area dell'euro. Per il 2010 i calcoli si basano sui dati disponibili fino al mese di novembre. I numeri in corsivo indicano i dati relativi agli anni precedenti l'ingresso nell'area dell'euro. Le medie sono calcolate sul periodo che inizia dall'anno di adesione del paese all'area dell'euro.

in media all'1,97 per cento durante questo periodo, il tasso di inflazione dell'area dell'euro è risultato molto vicino all'obiettivo della BCE di mantenere l'inflazione a un livello inferiore ma prossimo al 2 per cento nel medio periodo. In secondo luogo, in alcuni paesi i tassi di inflazione hanno superato pressoché costantemente la media dell'area, mentre in altri paesi si sono avuti periodi prolungati di inflazione inferiore alla media. In terzo luogo, i differenziali di inflazione sono marcatamente cresciuti a partire dal 2010, soprattutto per effetto delle misure adottate in alcuni paesi al fine di ripristinare la competitività e risanare i conti pubblici. Ad esempio, i tagli salariali e gli aumenti delle imposte indirette in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno indotto uno scostamento significativo dei rispettivi tassi di inflazione dalla media dell'area¹⁾.

La dispersione dell'inflazione nell'arco dell'ultimo decennio è teoricamente ascrivibile a vari fattori, fra cui la convergenza dei prezzi dovuta al processo di recupero economico in atto in alcuni paesi e le differenze nei cicli economici da un paese all'altro. Il nesso fra questi fattori e i tassi di inflazione sui dodici mesi nei vari paesi dell'area dell'euro fra il 1999 e il 2009 è riportato nei diagrammi a) e b) della figura.

Per quanto concerne la convergenza dei prezzi dovuta al processo di recupero economico, la teoria economica indica che il livello medio dei prezzi di un paese è generalmente correlato con il suo livello di sviluppo economico: i prezzi dei beni e dei servizi sia *tradable* sia *non-tradable* tendono a essere inferiori nei paesi con un minore PIL pro capite e viceversa. Man mano che il reddito dei paesi relativamente meno prosperi converge verso quello dei paesi più prosperi, ci si può attendere che i prezzi nel primo gruppo di paesi registrino aumenti più pronunciati. Nel diagramma a) della figura emerge il legame negativo fra i tassi di inflazione dei paesi dell'area dell'euro e il loro livello di reddito pro capite. Tale nesso appare tuttavia più-

Determinanti dell'inflazione nell'area dell'euro fra il 1999 e il 2009



Fonti: banca dati AMECO; Eurostat; OCSE; *World Development Indicators* della Banca Mondiale; Conway, P., Janod, V. e Nicoletti, G. (2005); elaborazioni della BCE.

- 1) PIL pro capite in potere d'acquisto standardizzato in base alla media degli UE27.
- 2) Inflazione sui dodici mesi calcolata sullo IAPC dei paesi dell'area dell'euro al netto dei contributi derivanti da imposte indirette e prezzi amministrati, espressa come percentuale annua.
- 3) L'*output gap* è definito come il rapporto fra PIL effettivo e PIL potenziale. Il PIL potenziale è ottenuto mediante una funzione di produzione Cobb-Douglas che include lavoro, capitale e la produttività totale tendenziale dei fattori.
- 4) Indicatore sintetico su una scala che va 0 (minima restrizione) a 6 (massima restrizione).

1) Al riguardo è degno di nota il fatto che vi sia un'elevata correlazione fra le variazioni dello IAPC e gli andamenti dei costi unitari del lavoro nei vari paesi.

tosto debole, a indicare che i fenomeni di recupero hanno svolto un ruolo solo di secondo piano nello spiegare i differenziali di inflazione nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda invece le differenze nelle posizioni cicliche dei vari paesi, è risaputo che le oscillazioni della domanda aggregata spiegano una parte sostanziale degli andamenti dell'inflazione e dei differenziali di inflazione nell'area dell'euro²⁾. Le pressioni inflazionistiche derivanti da tali oscillazioni sono solitamente collegate all'*output gap*, definito come deviazione del prodotto effettivo dal suo livello di equilibrio. Il nesso fra *output gap* e andamenti dell'inflazione è noto come curva di Phillips. Nel diagramma b) della figura viene misurato l'*output gap* in percentuale del PIL potenziale ai prezzi di mercato, stimato dalla Commissione europea utilizzando una funzione di produzione Cobb-Douglas che include la produttività totale tendenziale dei fattori. La figura mostra che bassi tassi di inflazione si associano generalmente ad *output gap* negativi, dal momento che il prodotto effettivo è inferiore al potenziale, con l'economia che si muove lungo una curva di Phillips di breve periodo³⁾. In tale contesto è importante notare che le differenze cicliche nell'inflazione osservate nell'ultimo decennio sono in parte scaturite dal fatto che non in tutti i paesi le politiche di bilancio, macroprudenziali e strutturali hanno rispettato i requisiti dell'unione monetaria. In alcuni paesi la conduzione della politica di bilancio è stata fin troppo spesso oltremodo accomodante e non in linea con il Patto di stabilità e crescita. In aggiunta, le pressioni inflazionistiche sono state alimentate dalle rigidità dei mercati del lavoro e dei prodotti. Le aspettative insostenibili ed eccessivamente ottimistiche riguardo alle prospettive di crescita in alcuni paesi, inoltre, hanno innescato un boom dei prezzi delle attività e degli immobili. Pertanto, in conseguenza della crescita eccessiva della domanda interna, all'interno di questi paesi i prezzi e i costi sono cresciuti in misura maggiore rispetto alla media dell'area dell'euro, provocando perdite di competitività.

Oltre ai fattori menzionati, anche le rigidità dei mercati del lavoro e dei prodotti potrebbero concorrere ai differenziali d'inflazione. In effetti, sussistono notevoli differenze fra i paesi dell'area per quanto riguarda il grado di flessibilità di questi mercati, differenze che possono influire sia sull'origine di pressioni dal lato dei costi sia sulla loro trasmissione ai prezzi al consumo. Vi sono varie possibilità per misurare il grado di regolamentazione nei vari paesi. In questo riquadro si usa un indice della regolamentazione dei mercati dei prodotti elaborato dall'OCSE⁴⁾. Il diagramma c) della figura mostra che nel periodo in rassegna i paesi con i mercati dei prodotti più protetti (contraddistinti da un valore relativamente elevato sull'asse delle ascisse) hanno registrato in media tassi di inflazione superiori a quelli con mercati meno protetti (una relazione analoga si riscontra per vari indici della regolamentazione dei mercati del lavoro).

La quantificazione dell'impatto relativo fornito da ciascuno di questi fattori è ardua e richiede una formale analisi econometrica. Nondimeno, a prima vista le differenze cicliche e quelle riguardanti la regolamentazione dei mercati dei prodotti sembrano aver avuto un ruolo importante nello spiegare i differenziali di inflazione nell'area dell'euro.

L'esperienza degli ultimi dieci anni può fornire alcuni insegnamenti per il futuro. Vari paesi hanno subito negli anni recenti perdite di competitività significative a causa di politiche di bilancio, macroeconomiche e strutturali poco oculate. Tali problemi erano evidenti ben prima della crisi

2) Cfr. *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, BCE, settembre 2003.

3) Cfr. il riquadro intitolato "Il legame tra attività economica e inflazione nell'area dell'euro" nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino.

4) Cfr. Conway, P., Janod, V. e Nicoletti, G., "Product market regulation in OECD countries: 1998 to 2003", *OECD Economics Department Working Papers*, n. 419, 2005, OCSE.

finanziaria, ma quest'ultima ha posto drasticamente in rilievo le conseguenze della mancata piena osservanza da parte dei paesi delle loro responsabilità in quanto membri dell'UEM. Le politiche che hanno incoraggiato aspettative eccessivamente ottimistiche non andrebbero reiterate, così come è essenziale che i paesi ripristinino e mantengano solide posizioni di bilancio. Inoltre, come accennato in questo riquadro, le riforme strutturali potrebbero dare un contributo sostanziale nel restringere i differenziali di inflazione nell'area dell'euro, il che renderebbe a sua volta più ordinato il funzionamento della politica monetaria nell'area nel suo complesso. Particolarmente rilevanti a questo riguardo sono l'eliminazione dei sistemi di indicizzazione dei salari, la creazione di meccanismi sufficientemente flessibili per la loro determinazione che consentano una differenziazione settoriale e regionale delle retribuzioni e il rafforzamento della concorrenza nei mercati dei prodotti, specie in quelli più protetti dei prodotti *non-tradable*. L'introduzione di riforme di questo tipo avrebbe l'ulteriore vantaggio di restringere le differenze di competitività messe in luce dalla crisi finanziaria e di promuovere una più stretta convergenza economica nell'area dell'euro.

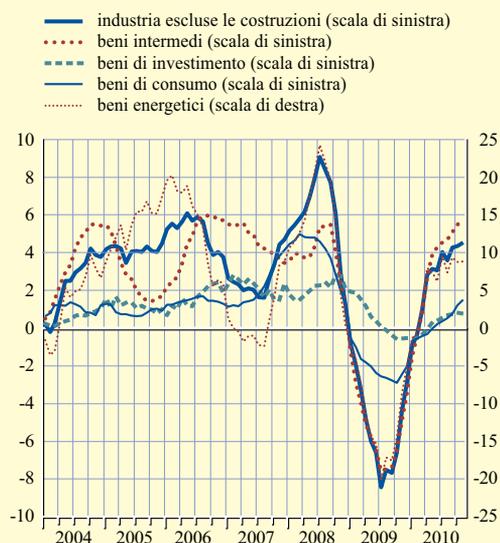
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Fra ottobre e novembre l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è salita dal 4,4 al 4,5 per cento, dopo aver oscillato intorno al 4 per cento dall'estate del 2010. La scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria (cfr. figura 23) rivela che la variazione tendenziale della componente energetica è rimasta invariata all'8,8 per cento, in quanto un effetto base al ribasso è stato controbilanciato da un incremento sul mese precedente dovuto ai rincari dei prodotti petroliferi. L'inflazione alla produzione al netto dei beni energetici è aumentata di 0,1 punti percentuali, al 3,0 per cento, sospinta dalle variazioni al rialzo dei prezzi dei beni intermedi e di consumo, che hanno rispecchiato i rincari delle materie prime. In particolare, l'inflazione alla produzione dei beni di consumo è salita in novembre all'1,5 per cento, il tasso più elevato dal novembre 2008, sospinta principalmente dall'andamento dei prezzi dei beni non durevoli. L'accelerazione di questi ultimi è imputabile principalmente ai prezzi dei prodotti alimentari. La variazione tendenziale di questa componente – sospinta dai forti rincari delle materie prime alimentari – è salita al 4,2 per cento dal 3,4 per cento di ottobre. Ciononostante, i tassi di crescita dei prezzi alla produzione dei prodotti alimentari sono rimasti finora al di sotto di quelli registrati nel 2007, quando segnarono incrementi a due cifre. La dinamica tendenziale dei prezzi alla produzione dei beni di consumo al netto di alimentari e tabacchi è aumentata ulteriormente allo 0,1 per cento, il primo tasso positivo dal maggio 2009. Nonostante i lievi incrementi registrati dal luglio scorso, tale valore indica che le pressioni all'origine sull'inflazione di fondo rimangono contenute.

Gli indicatori tratti dalle indagini disponibili fino a dicembre segnalano una crescita delle

Figura 23 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

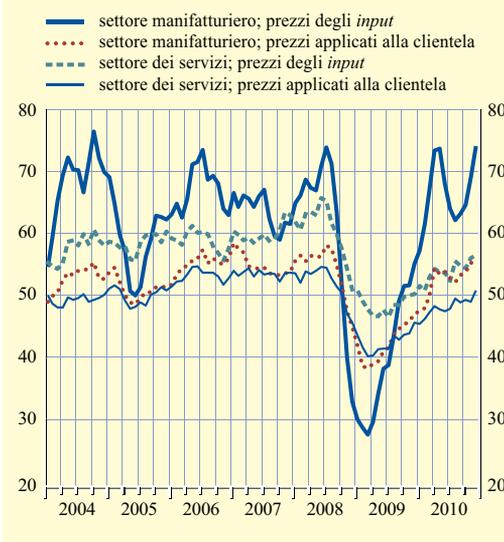


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

spinte inflazionistiche (cfr. figura 24). Riguardo all'indice dei responsabili degli acquisti, in dicembre gli indici dei prezzi degli *input* e dell'*output* per i settori manifatturiero e dei servizi sono aumentati e gli indici composti dei prezzi degli *input* e dell'*output* si sono situati, per il quinto mese consecutivo, su livelli superiori alle rispettive medie storiche. Fra novembre e dicembre l'indice dei prezzi degli *input* per il settore manifatturiero è aumentato bruscamente da 69,0 a 74,1, poco al di sopra del valore massimo registrato nel maggio 2010, mentre l'indice dei prezzi degli *input* per i servizi è aumentato in misura più contenuta. L'aumento dell'indice dei prezzi dell'*output* segnala che i rialzi dei costi degli *input*, dovuti ai rincari delle materie prime e dei prodotti base, sono stati trasferiti in parte sui consumatori. L'indice dei prezzi dell'*output* nel settore manifatturiero ha raggiunto il livello massimo dal settembre 2008, mentre nei servizi è salito, per la prima volta dall'ottobre 2008, poco al di sopra del livello di 50, che in teoria indica l'assenza di variazioni.

Figura 24 Indagini sui prezzi degli *input* e dell'*output*

(indici di diffusione; dati mensili)



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

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Gli indicatori del costo del lavoro per il terzo trimestre del 2010 hanno continuato a segnalare il contenimento delle pressioni salariali. Le informazioni preliminari sulla dinamica delle retribuzioni contrattuali nel primo mese del quarto trimestre suggeriscono che l'andamento contenuto della crescita salariale si è protratto nell'ultimo trimestre del 2010, in linea con la perdurante debolezza delle condizioni sul mercato del lavoro.

Nel terzo trimestre del 2010 la dinamica delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro è diminuita all'1,4 per cento sull'anno precedente, il livello minimo dall'inizio della serie nel 1991 (cfr. tavola 6 e figura 25). Il calo di 0,5 punti percentuali rispetto al trimestre precedente è riconducibile in particolare al rallentamento della dinamica dei salari fissati dai contratti collettivi in Germania

Tavola 6 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2008	2009	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.
Retribuzioni contrattuali	3,3	2,7	2,4	2,2	1,8	1,9	1,4
Costo orario complessivo del lavoro	3,4	2,9	2,9	2,0	2,0	1,6	0,8
Redditi per occupato	3,2	1,5	1,6	1,4	1,5	1,9	1,5
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	-0,3	-2,3	-1,9	0,0	2,1	2,5	2,1
Costo del lavoro per unità di prodotto	3,5	3,9	3,5	1,4	-0,5	-0,6	-0,5

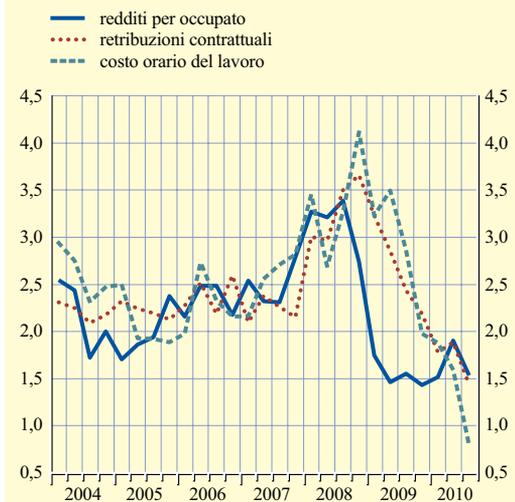
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

e in misura minore in Italia, mentre la crescita salariale in altri paesi per cui sono disponibili i dati non ha registrato variazioni di rilievo.

Fra il secondo e il terzo trimestre del 2010 anche il tasso di variazione annuale del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è sceso dall'1,6 allo 0,8 per cento. Anche in questo caso si tratta del valore minimo osservato dall'inizio della serie nel 2001. All'interno del costo orario complessivo del lavoro, la componente non salariale ha continuato ad aumentare nel terzo trimestre a un ritmo più sostenuto rispetto a quella salariale, benché entrambe abbiano registrato una flessione della crescita in misura analoga. Il tasso di variazione annuale del costo orario del lavoro non è diminuito in modo generalizzato. In alcuni paesi (come Cipro, Lussemburgo, Austria e Repubblica slovacca) si è osservato un forte incremento. Nel terzo trimestre del 2010 il tasso di crescita dei redditi per addetto è sceso all'1,5 per cento, dall'1,9 nel secondo trimestre. Questo rallentamento rispecchia una decelerazione non solo delle retribuzioni orarie, ma anche delle ore lavorate per addetto. Il calo ha interessato, con poche eccezioni, tutti i paesi dell'area. Nel terzo trimestre la dinamica annuale della produttività del lavoro, misurata su base pro capite, ha continuato ad aumentare a un ritmo sostenuto (2,1 per cento) e ha superato quella dei redditi per addetto,

Figura 25 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



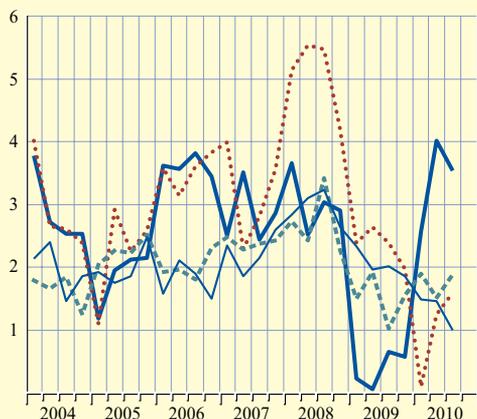
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

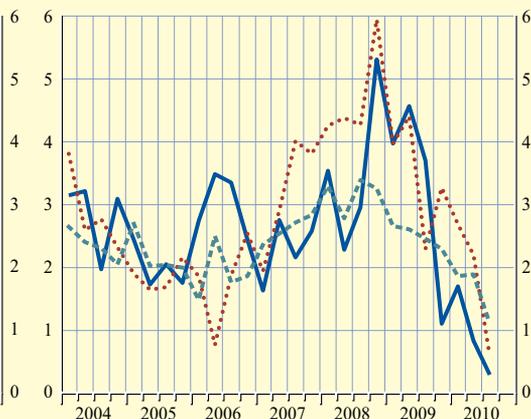
Redditi per occupato

- industria, escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato
- servizi



Indice del costo orario del lavoro

- industria, escluse le costruzioni
- ... costruzioni
- - - servizi di mercato



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

determinando un tasso di variazione tendenziale del costo del lavoro per unità di prodotto negativo per il terzo trimestre consecutivo.

Gli andamenti a livello settoriale mostrano che la decelerazione dell'indice del costo del lavoro nel terzo trimestre è stata generalizzata nei vari settori (cfr. figura 26). Il rallentamento è stato più pronunciato nel settore delle costruzioni. La decelerazione dei redditi per occupato nel terzo trimestre è riconducibile a un loro rallentamento nell'industria al netto dei servizi e delle costruzioni. I redditi hanno invece lievemente accelerato nei servizi di mercato e nelle costruzioni.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

Nei prossimi mesi l'inflazione misurata sullo IAPC potrebbe aumentare ancora temporaneamente. Essa dovrebbe collocarsi poco al di sopra del 2 per cento, soprattutto a causa degli andamenti dei corsi delle materie prime, per poi tornare su livelli più moderati verso la fine dell'anno. Nel complesso, vi è evidenza di pressioni al rialzo sull'inflazione complessiva nel breve periodo, derivanti in larga misura dalle quotazioni internazionali delle materie prime. Secondo le attese l'evoluzione dei prezzi rimarrebbe in linea con gli obiettivi di stabilità sull'orizzonte rilevante ai fini della politica monetaria, ma deve essere seguita con molta attenzione. Le aspettative di inflazione di medio-lungo termine rimangono saldamente ancorate in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo.

I rischi per le prospettive di andamento dei prezzi nel medio termine permangono sostanzialmente bilanciati, ma potrebbero orientarsi al rialzo. Essi sono connessi, in particolare, all'evoluzione dei corsi dell'energia e delle materie prime non energetiche. Inoltre, gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati potrebbero superare le attese correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Le pressioni inflative lungo la catena di produzione potrebbero inoltre aumentare ulteriormente. I rischi al ribasso sono connessi principalmente all'impatto sull'inflazione di un possibile indebolimento ciclico, date le incertezze esistenti.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Dalla metà del 2009 l'attività economica è andata espandendosi. Sulla base dei dati più recenti e delle informazioni provenienti dalle indagini qualitative, la ripresa sarebbe proseguita anche nello scorcio del 2010, facendo seguito ad una crescita del PIL dell'area dell'euro nel terzo trimestre pari allo 0,3 per cento in termini reali rispetto al periodo precedente.

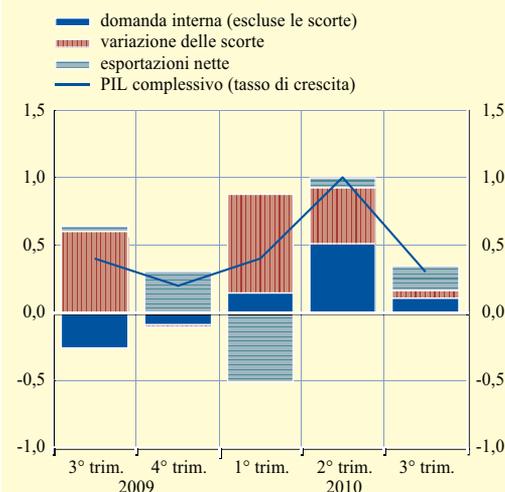
In prospettiva, la dinamica del PIL in termini reali dovrebbe essere sostenuta dalla ripresa dell'economia mondiale, con un effetto positivo sulla domanda di esportazioni dell'area. In aggiunta, e tenendo conto in particolare che l'indicatore della fiducia delle imprese è relativamente alto, la domanda interna del settore privato dovrebbe fornire un contributo sempre più consistente alla crescita, a riflesso dell'orientamento accomodante della politica monetaria e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, il processo di riaggiustamento dei bilanci in vari settori dovrebbe frenare il ritmo della ripresa. A fronte della perdurante elevata incertezza, i rischi sulle prospettive economiche rimangono orientati leggermente al ribasso.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

L'economia dell'area dell'euro è andata espandendosi a un ritmo moderato dalla metà del 2009, dopo cinque trimestri consecutivi di calo del PIL. In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel terzo trimestre del 2010 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,3 per cento su base trimestrale, a fronte di un marcato incremento dell'1,0 per cento nel trimestre precedente (cfr. figura 27). Gli indicatori disponibili suggeriscono che la crescita del PIL si è protratta nel quarto trimestre del

Figura 27 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 28 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.

Nota: a partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.

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

2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

2010. Tale andamento è in linea con le attese rilevate dalle indagini (cfr. riquadro 5 per una valutazione della *performance* previsiva delle attese desunte dalle indagini).

Nel terzo trimestre del 2010 la crescita del PIL in termini reali è stata sostenuta dal contributo positivo delle esportazioni nette, della domanda interna e delle scorte.

In riferimento alle componenti della domanda interna, nel terzo trimestre i consumi privati sono cresciuti dello 0,1 per cento sul periodo precedente, in lieve flessione rispetto ai tre trimestri precedenti. Tra gli indicatori disponibili per il quarto trimestre, il tasso di crescita sul mese precedente delle vendite al dettaglio è rimasto invariato in ottobre, mentre è diminuito in novembre. I dati sulle vendite al dettaglio fino a novembre e i risultati delle indagini per dicembre suggeriscono che il tasso di crescita trimestrale delle vendite al dettaglio potrebbe essere lievemente negativo nel quarto trimestre del 2010 (cfr. figura 28). L'indicatore della fiducia dei consumatori è aumentato nell'ultimo trimestre, collocandosi in dicembre su valori lievemente superiori alla media di lungo periodo. In base all'indagine svolta presso i consumatori della Commissione europea, le attese sugli acquisti di beni durevoli sono rimaste invariate nel quarto trimestre. Nel complesso, le informazioni recenti suggeriscono che i consumi privati hanno continuato a crescere nel quarto trimestre del 2010, seppur a tassi moderati e con differenze tra i paesi, ascrivibili in parte a misure fiscali.

Riquadro 5

LA CAPACITÀ PREVISIVA DELLE INDAGINI CONDOTTE PRESSO GLI ESPERTI

Le aspettative dei soggetti economici in merito all'andamento futuro delle principali variabili macroeconomiche sono essenziali nel determinare le loro decisioni economiche, come quelle concernenti consumi o investimenti, che incidono, a loro volta, sull'evoluzione macroeconomica. Data tale interdipendenza, riveste interesse esaminare l'effettiva capacità previsiva dei soggetti economici, soprattutto di coloro che nell'ambito della loro attività conducono un'analisi macroeconomica sistematica e producono previsioni economiche.

Sono disponibili varie indagini intese a valutare le attese dei soggetti privati. Alcune di queste chiedono in genere a gruppi di esperti, quali gli operatori di mercato o gli istituti di ricerca, le previsioni relative ai principali indicatori economici per uno o più paesi o regioni e su vari orizzonti temporali. Il presente riquadro analizza l'accuratezza delle previsioni per l'inflazione, la crescita del PIL e il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro fornite da tre indagini consolidate nel tempo, ossia la *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE, *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer*¹⁾.

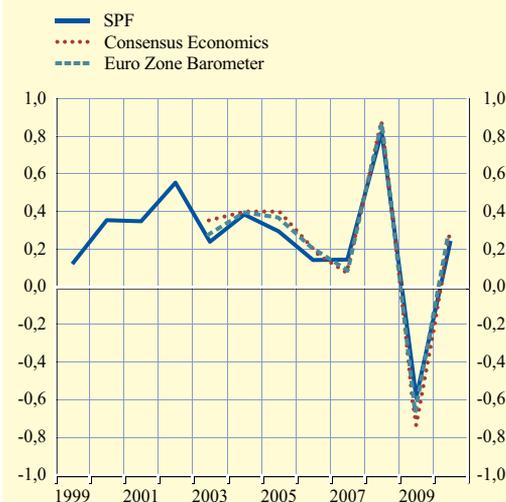
Le aspettative di inflazione

La figura A riporta gli errori di previsione (calcolati come differenza tra valori effettivi e previsti) relativi alle previsioni formulate dalle tre indagini ogni gennaio per l'anno entrante. Gli errori registrati dalle tre rilevazioni sono estremamente simili e sono positivi ogni anno, ad eccezione del 2009, quando i corsi petroliferi sono bruscamente diminuiti. I risultati sono sostanzialmente analoghi anche se si considerano le previsioni formulate nel gennaio di un dato anno per l'anno successivo, sebbene in questo caso gli errori per il 2008 e il 2009 si collocano attorno a 1,5 punti

1) Le indagini *Consensus Economics* e *Euro Zone Barometer* sono condotte su base mensile, mentre l'SPF su base trimestrale. Il presente riquadro esamina solo le edizioni raffrontabili in termini di informazioni disponibili al momento dell'indagine e dell'orizzonte di previsione.

Figura A Errori di previsione dell'inflazione (anno in corso)

(punti percentuale)



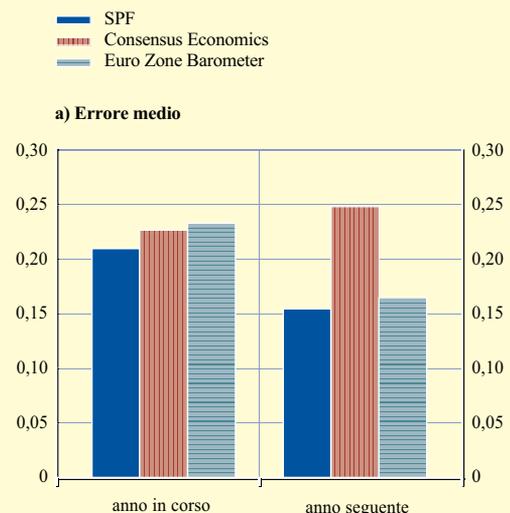
Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

percentuali, in valore assoluto, a fronte di 0,8 punti percentuali per l'anno corrente.

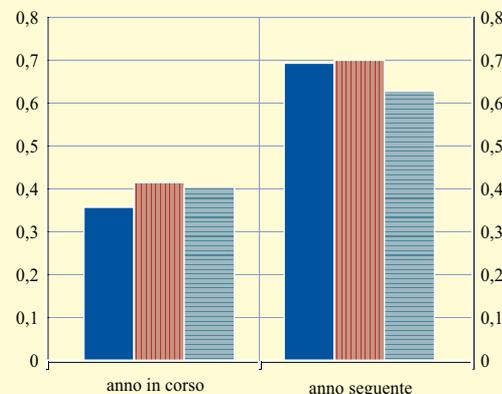
Il periodo per il quale sono disponibili gli errori di previsione per tutte e tre le indagini si estende dal 2003 al 2010 per l'anno corrente e dal 2004 al 2010 per l'anno successivo. In questi periodi l'errore medio è positivo e pari circa a 0,2 punti percentuali sia per l'anno corrente sia per quello successivo (cfr. figura B, riquadro a), ovvero le attese rilevate nell'SPF, in *Consensus Economics* e in *Euro Zone Barometer* per gli anni correnti e successivi hanno sottostimato, in media, l'inflazione effettiva negli ultimi sette-otto anni. Tale sottostima deve essere, tuttavia, valutata alla luce di vari fattori. Di fatto, dal 1999 l'inflazione misurata sullo IAPC ha subito diversi shock inattesi al rialzo. La principale causa di questa sottostima sistematica del tasso di inflazione sarebbe il prezzo del petrolio, risultato essere superiore al livello implicito nei contratti *future* per l'intero periodo, ad eccezione del 2009. Anche l'accelerazione dei prezzi dei beni alimentari in alcuni periodi contribuisce a spiegare gli errori di previsione positivi. Nel 2001,

Figura B Medie degli errori sulle previsioni di inflazione

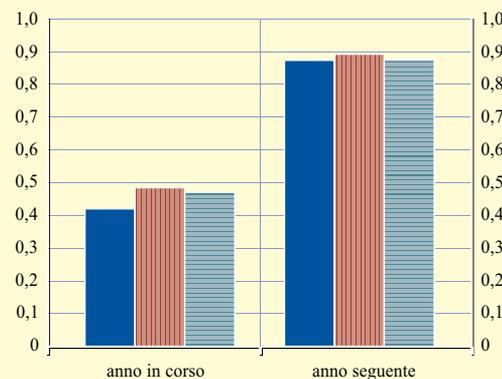
(punti percentuali; anno in corso: 2003-2010 media; anno seguente: 2004-2010 media)



b) Errore medio assoluto



c) Scarto quadratico medio



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

ad esempio, i prezzi degli alimentari non trasformati sono stati sospinti verso l'alto dall'encefalopatia spongiforme bovina e dall'afte epizootica e, nel 2008, quelli degli alimentari trasformati sono aumentati in seguito agli incrementi dei corsi delle materie prime osservati nell'anno precedente. Tali andamenti sono i più difficili da prevedere. Infatti, se si considera l'inflazione misurata sullo IAPC al netto dei beni energetici e degli alimentari freschi, la distorsione delle attese diminuisce, quanto meno per il periodo dal 1999 al 2006²⁾. Infine, anche eventi quali incrementi inattesi delle imposte indirette e gli effetti dell'introduzione del contante in euro nel 2002 hanno determinato errori positivi nelle previsioni di inflazione.

Nel calcolo della media statistica gli errori di segno positivo e quelli di segno negativo si compensano. Per confrontare la qualità delle previsioni, è quindi più appropriato fare riferimento all'errore medio assoluto (*mean absolute error*, MAE). Le *performance* delle indagini presentano differenze modeste anche quando si considera questo indicatore. I MAE calcolati per i periodi 2003-2010 e 2004-2010 sono compresi tra 0,3 e 0,4 punti percentuali per l'anno corrente e tra 0,6 e 0,7 punti percentuali per l'anno successivo (cfr. figura B, riquadro b). Il quadro è molto simile se si prende in esame la radice dell'errore quadratico medio (*root mean squared error*, RMSE), che fornisce un'altra misura dell'entità degli errori, attribuendo però un peso maggiore ai valori anomali (cfr. figura B, riquadro c). In generale, l'analogia della *performance* tra le varie indagini potrebbe anche rispecchiare il fatto che diversi soggetti interpellati partecipano a più d'una di esse.

Quanto agli orizzonti più lunghi, la figura C riporta le previsioni di *Consensus Economics* su un orizzonte da sei a dieci anni (indicato dai punti azzurri), nonché il corrispondente tasso di inflazione medio effettivo su un orizzonte da sei a dieci anni (rilevato dai punti rossi) e il tasso di inflazione al momento in cui le previsioni sono state formulate (segnalato dalla linea blu). In base alle previsioni formulate ad aprile 1991 relative al tasso di inflazione medio nel periodo 1996-2000, i partecipanti all'indagine si attendevano un'inflazione significativamente più elevata dei dati effettivi. Le aspettative di inflazione censite da *Consensus Economics* per l'area dell'euro su un orizzonte da sei a dieci anni sono costantemente diminuite da un valore superiore al 3 per cento nel 1991, quando l'inflazione si collocava al 4 per cento circa, a uno appena inferiore al 2 per cento nel 1999. Il calo dei livelli attesi probabilmente ha rispecchiato la riduzione dell'inflazione

Figura C Previsioni di *Consensus Economics* e tasso di inflazione misurata sullo IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: elaborazione degli esperti della BCE.

Note: le attese di inflazione dell'area dell'euro per periodi da sei a dieci anni in avanti negli anni dal 1990 al 2002 sono state costruite aggregando dati per paese forniti da *Consensus Economics* (cfr. Castelnuovo et al., 2003). Le previsioni per l'area dell'euro nel suo insieme sono state fornite da *Consensus Economics* a partire dal 2003. I dati sono desunti dalle indagini di aprile.

2) Questa analisi è stata condotta sulla base dei dati dell'SPF. Cfr. Bowles, C., R. Friz, V. Genre, G. Kenny, A. Meyler e T. Rautanen (2007), *The ECB survey of professional forecasters (SPF) – A review after eight years' experience*, Occasional Paper della BCE, n. 59.

effettiva nel periodo precedente la Terza fase dell'UEM. Va infatti ricordato che il 13 ottobre 1998 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la definizione quantitativa della 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". Da allora, l'inflazione attesa rilevata da *Consensus Economics* su un orizzonte da sei a dieci anni è rimasta su questo livello.

Le attese di crescita del PIL in termini reali

Se gli errori di previsione dell'inflazione si sono verificati in genere in un'unica direzione, quelli di previsione della crescita non mostrano un profilo sistematico. La figura D riporta gli errori di previsione per la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro, sulla base delle previsioni formulate ogni gennaio per l'anno entrante. Anche in questo caso le differenze tra le indagini sono contenute. La crescita è stata stimata in eccesso nel periodo 2001-2003 e durante la crisi finanziaria del 2008-2010, ma in difetto negli anni immediatamente precedenti alla crisi.

Il profilo degli errori di previsione per l'espansione del PIL indica che, a differenza dell'inflazione, la crescita ha subito shock più simmetrici. Nei primi anni 2000 gli attacchi terroristici dell'11 settembre, le tensioni generate dalla guerra in Iraq e lo scoppio della bolla tecnologica hanno inciso negativamente sulla dinamica dell'attività nell'area dell'euro, contribuendo a errori di previsione negativi. Successivamente, nel periodo cioè precedente alla crisi finanziaria, che è stato contraddistinto da una forte espansione mondiale e dal *boom* dei prezzi delle attività sulla scorta di un'impennata della leva finanziaria, la crescita del PIL è stata sottostimata. Quanto alla crisi finanziaria, tra i fattori cui si può imputare il notevole errore di previsione si annoverano:

- 1) il fallimento di Lehman Brothers, che è stato uno shock inaspettato di dimensioni planetarie;
- 2) il successivo crollo senza precedenti della fiducia, che ha indotto un brusco calo di consumi e investimenti;
- 3) l'inattesa diffusione della crisi a livello mondiale che ha accompagnato questa situazione, nonché il tracollo dell'interscambio mondiale associato a tale fenomeno;
- 4) le precedenti aspettative secondo cui l'area dell'euro avrebbe iniziato a sganciarsi dagli Stati Uniti, che inizialmente possono aver determinato una sottostima della velocità di trasmissione degli shock finanziari statunitensi e delle relative ripercussioni oltreoceano;
- 5) una possibile sottostima generale dell'impatto degli shock finanziari sull'attività economica.

Gli errori medi nei periodi 2003-2010 e 2004-2010 per le previsioni formulate ogni gennaio per l'anno entrante e quello successivo sono pari rispettivamente a -0,4 e -1 punti percentuali circa. Il risultato è determinato dagli ampi errori negativi nel 2008 e nel 2009. Quanto ai MAE e agli RMSE, le tre indagini sono ancora più simili fra loro di quanto non lo siano nel caso degli errori relativi all'inflazione e l'esito generale è una minor accuratezza delle previsioni sull'attività rispetto a quelle sull'inflazione. Di fatto, il MAE per le previsioni relative all'anno corrente è

Figura D Errori di previsione del PIL in termini reali (anno in corso)

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

lievemente inferiore a 0,9 punti percentuali, mentre è pari a circa 1,6 punti percentuali per le previsioni sull'anno successivo. Gli RMSE sono poco superiori a 1 punto percentuale e leggermente inferiori a 2,5 punti percentuali per quanto concerne le previsioni rispettivamente per l'anno corrente e quello successivo.

Le aspettative riguardanti il tasso di disoccupazione

La figura E mostra gli errori di previsione per il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro relativi alle previsioni di gennaio formulate per l'anno corrente. Nel periodo tra il 1999 e il 2002, quando erano disponibili unicamente le previsioni dell'SPF, il tasso di disoccupazione è stato sovrastimato, mentre negli anni seguenti fino al 2008 è stato lievemente sottostimato da tutte e tre le indagini.

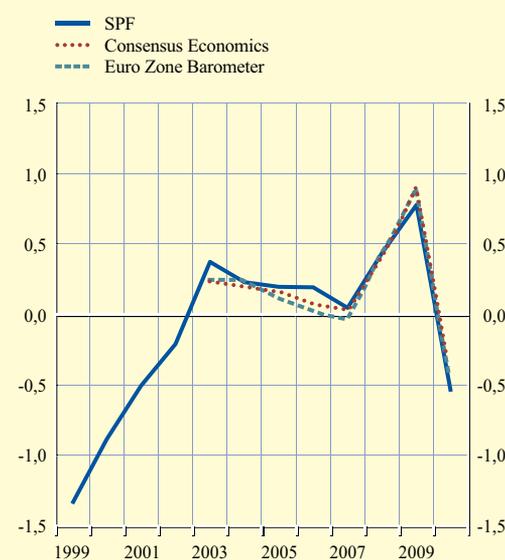
L'errore maggiore nelle previsioni del tasso di disoccupazione, connesso alla crisi finanziaria, è stato osservato nel 2009. Ciò è ampiamente riconducibile a una rapida reazione del mercato del lavoro nelle economie dell'area dell'euro che avevano in precedenza percentuali elevate di occupati a tempo determinato. Tuttavia, poiché ci si aspetterebbe che gli errori di previsione relativi alla disoccupazione rispecchino quelli dell'attività e dal momento che le previsioni hanno sovrastimato la crescita di circa 2,5 punti percentuali nel 2009, la sottostima del tasso di disoccupazione per il 2009 pari a 1 punto percentuale circa è stata di fatto modesta. Per contro, il tasso di disoccupazione è stato sovrastimato nel 2010. Ciò riflette una serie di sorprese positive nei mercati del lavoro, in particolare in quello tedesco che è riuscito a mantenere più lavoratori di quanto atteso.

Quanto alle statistiche sulla capacità di previsione, il MAE per le previsioni relative all'anno corrente è pari a 0,3 punti percentuali circa e per quelle relative all'anno successivo a 0,8 punti percentuali circa. Gli RMSE si situano a 0,4 punti percentuali per le previsioni relative all'anno corrente e a 1 punto percentuale per quelle riguardanti l'anno successivo.

In sintesi, le tre indagini in esame sono sostanzialmente paragonabili in termini di capacità di previsione. Nel complesso, l'analisi sull'accuratezza delle aspettative basate sulle indagini suggerisce che, negli ultimi dieci anni ad eccezione del 2009, gli esperti hanno sistematicamente sottostimato l'inflazione dell'area dell'euro. Ciò è ascrivibile al fatto che essa ha subito vari shock inattesi in un'unica direzione, soprattutto quelli provenienti dai mercati mondiali delle materie prime. Vi sono meno evidenze di errori sistematici di questo tipo per la crescita del PIL, che è stato stimato sia in eccesso sia in difetto nel periodo in esame. Infine, la disoccupazione non è stata sovrastimata dal 2003, con la notevole eccezione del 2010.

Figura E Errori di previsione della disoccupazione (anno in corso)

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni degli esperti della BCE.

Nel terzo trimestre del 2010 gli investimenti fissi lordi hanno registrato un calo dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo il forte incremento del 2,0 nel secondo, riflettendo in parte fattori temporanei. La scomposizione degli investimenti nel terzo trimestre mostra una flessione degli investimenti in costruzioni, dopo l'impennata nel trimestre precedente dovuta a elementi di natura temporanea. Tale riduzione è stata in parte controbilanciata da un aumento degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni.

Le informazioni disponibili suggeriscono che gli investimenti sono rimasti contenuti nel quarto trimestre. In ottobre la produzione nel settore delle costruzioni si è collocata al di sotto del livello raggiunto nel terzo trimestre. Gli indicatori delle indagini per il quarto trimestre segnalano altresì che gli andamenti nel settore edile rimangono negativi. In riferimento ai cespiti diversi dalle costruzioni, in novembre la produzione di beni di investimento, un indicatore dell'accumulazione futura, è aumentata più del 3 per cento rispetto al livello osservato nel terzo trimestre. I risultati delle indagini sul clima di fiducia delle imprese indicano altresì tassi di crescita positivi per gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, con un ulteriore incremento dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) e dell'indicatore della Commissione europea nel quarto trimestre rispetto al precedente. Nel complesso, considerando il dato lievemente negativo per gli investimenti in costruzioni e i tassi di crescita positivi per quelli in beni diversi dalle costruzioni, gli investimenti totali dovrebbero rimanere sottotono nel quarto trimestre e crescere moderatamente nel 2011.

Riguardo ai flussi commerciali, nel terzo trimestre del 2010 i volumi delle importazioni e delle esportazioni hanno segnato un rallentamento, crescendo rispettivamente dell'1,5 e dell'1,9 per cento sul periodo precedente. L'incremento maggiore delle esportazioni ha determinato un contributo positivo (0,2 punti percentuali) dell'interscambio netto alla crescita del PIL nel terzo trimestre. I dati e le indagini recenti suggeriscono che nel quarto trimestre l'interscambio dell'area dell'euro ha continuato a espandersi. Secondo i dati dell'Eurostat, nell'ottobre 2010 il valore totale delle esportazioni dell'area dell'euro è aumentato a un ritmo lievemente più sostenuto, mentre le importazioni sono cresciute più lentamente rispetto ai livelli medi nel terzo trimestre. Il protrarsi della ripresa dell'attività mondiale potrebbe determinare un lieve incremento delle esportazioni dell'area nel breve termine. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero, disponibile fino a dicembre, resta ben superiore al valore soglia di espansione fissato a 50 e segnala che la crescita dei nuovi ordinativi avanza ad un ritmo più sostenuto da sette mesi.

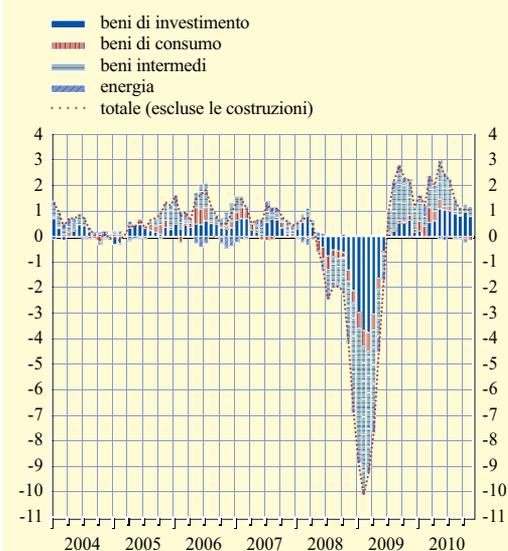
Nel terzo trimestre del 2010 le scorte hanno apportato un contributo lievemente positivo di 0,1 punti percentuali alla crescita del prodotto sul periodo precedente, dopo aver fornito un contributo più consistente nel primo e nel secondo trimestre dell'anno. Il livello attuale delle scorte suggerisce che dall'inizio del 2010 c'è stata una lieve ricostituzione, a seguito del decumulo osservato durante la recessione. In prospettiva, sia le indagini sia le evidenze aneddotiche indicano che il contributo delle scorte alla crescita del PIL dell'area dell'euro potrebbe essere leggermente negativo nella restante parte del 2010. Sussiste, tuttavia, un certo grado di incertezza statistica connesso al modo in cui queste sono stimate.

4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel terzo trimestre del 2010 il valore aggiunto in termini reali è cresciuto dello 0,3 per cento sul periodo precedente, a fronte dello 0,8 per cento nel secondo trimestre. La crescita è stata sostenuta dall'aumento dell'attività nel settore dei servizi, mentre il contributo dell'attività industriale al tasso di variazione trimestrale del prodotto è stato praticamente nullo.

Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi

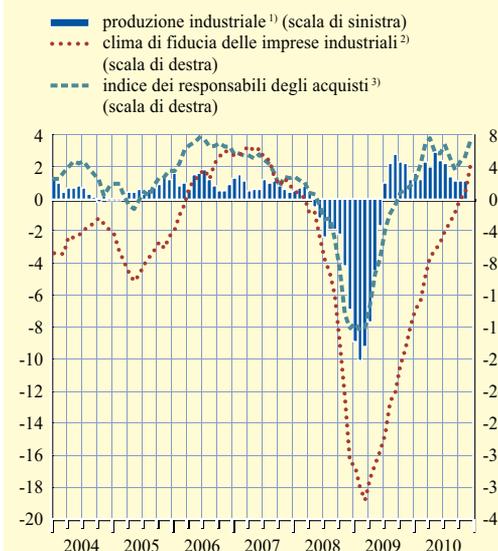
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

Figura 30 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
Note: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero. A partire da maggio 2010 i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Nel terzo trimestre del 2010 il valore aggiunto nel settore industriale (al netto delle costruzioni) è aumentato dello 0,4 per cento su base trimestrale, a fronte del 2,0 per cento nel secondo, mentre quello nei servizi è cresciuto dello 0,4 per cento, in lieve calo sul periodo precedente. Sempre nel terzo trimestre il prodotto nel settore delle costruzioni è diminuito dello 0,7 per cento, dopo aver segnato un incremento eccezionale nel secondo, riconducibile principalmente all'inversione del calo inusuale registratosi nel primo trimestre e provocato dalle condizioni meteorologiche avverse che hanno colpito molti paesi dell'area dell'euro nei mesi invernali.

Riguardo agli andamenti nel quarto trimestre del 2010, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata in novembre e si è attestata su un livello di circa il 2 per cento superiore rispetto a quello osservato nel terzo (cfr. figura 29). I nuovi ordinativi industriali sono cresciuti in ottobre, situandosi su livelli leggermente superiori a quelli registrati nel terzo trimestre del 2010. Questi indicatori suggeriscono una ripresa perdurante nel settore industriale. Nel contempo, il settore delle costruzioni sembra ancora sottotono. In ottobre la produzione edile è stata inferiore di circa l'1 per cento a quella del terzo trimestre e gli indicatori delle indagini segnalano andamenti deboli nel settore delle costruzioni.

I risultati delle indagini mostrano che l'attività economica ha continuato a espandersi nel quarto trimestre del 2010. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero è aumentato nel quarto trimestre sul periodo precedente, attestandosi a 56. Il PMI per il settore dei servizi è diminuito leggermente rispetto al terzo trimestre, pur collocandosi a 54,3, indicando che l'attività è cresciuta, benché a un ritmo leggermente più moderato che nel periodo precedente.

(cfr. figura 30). I risultati di altre indagini presso le imprese, come quelle della Commissione europea, segnalano un miglioramento e confermano le indicazioni fornite dal PMI, secondo cui l'attività sarebbe cresciuta nel quarto trimestre.

MERCATO DEL LAVORO

Informazioni recenti sembrano descrivere una stabilizzazione nel mercato del lavoro nell'area dell'euro. La seconda stima dei dati di contabilità nazionale dell'Eurostat indica che, nei primi tre trimestri del 2010, il numero di occupati nell'area dell'euro è rimasto pressoché stabile su base trimestrale. Tale dato rappresenta un miglioramento rispetto alla forte contrazione dell'occupazione registrata nel 2009. Le ore lavorate, che erano diminuite nettamente durante la recessione, sono aumentate in tutti e tre i trimestri.

A livello settoriale, il numero di occupati è aumentato in due dei tre sottosectori dei servizi (affari e finanza, pubblica amministrazione), mentre è rimasto invariato nell'altro (commercio e trasporti) ed è diminuito nell'industria al netto delle costruzioni, nelle costruzioni e nell'agricoltura (cfr. tavola 7 e figura 31). Le ore lavorate tuttavia sono aumentate sia nei tre sottosectori dei servizi sia nell'industria (al netto delle costruzioni). Ciò è in linea con il fatto che un'ampia quota della diminuzione delle ore lavorate totali nel 2009 si è verificata tramite riduzione delle ore di lavoro individuali anziché tramite il numero di occupati, in particolare nell'industria (al netto delle costruzioni); il risultato è che la ripresa è stata più pronunciata in termini di ore lavorate per addetto che in termini di livelli occupazionali.

La ripresa della crescita del prodotto nell'area dell'euro, insieme alla riduzione dell'occupazione negli ultimi trimestri, ha contribuito alla crescita della produttività del lavoro in termini annuali. Nel terzo trimestre del 2010 la crescita della produttività aggregata dell'area dell'euro (misurata in termini di prodotto per occupato) si è collocata al 2,1 per cento sullo stesso periodo dell'anno precedente, in calo rispetto al 2,5 per cento registrato nel secondo trimestre (cfr. figura 32). La produttività per ora lavorata ha mostrato un profilo analogo, salendo ancora dell'1,3 per cento su base annua nel terzo trimestre del 2010, dopo aver segnato un incremento dell'1,8 per cento nel secondo trimestre.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

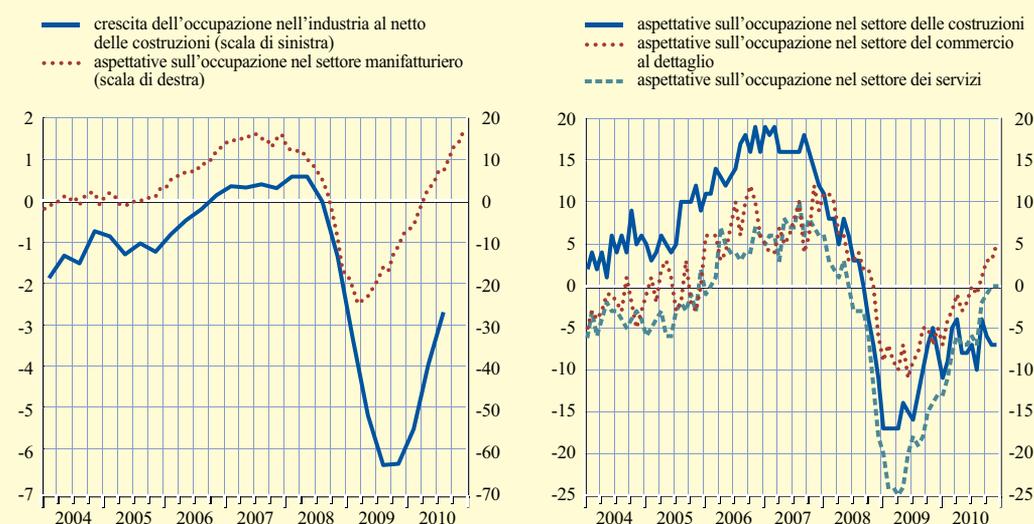
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2008	2009	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2008	2009	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.
Totale economia	0,8	-1,8	0,0	0,1	0,0	0,7	-3,3	0,1	0,3	0,1
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-1,7	-2,2	0,0	-1,1	-0,2	-1,9	-2,6	-1,3	-0,2	-0,8
Industria	-0,7	-5,7	-0,8	-0,3	-0,6	-0,9	-8,6	-0,3	0,4	-0,1
Escluse le costruzioni	0,0	-5,3	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-8,9	0,0	0,6	0,4
Costruzioni	-2,1	-6,6	-1,0	-0,2	-1,1	-1,8	-8,0	-0,9	0,0	-1,2
Servizi	1,4	-0,5	0,3	0,3	0,2	1,4	-1,4	0,4	0,3	0,3
Commercio e trasporti	1,2	-1,7	-0,1	-0,1	0,0	0,9	-2,7	0,0	0,1	0,1
Finanziari e alle imprese	2,1	-2,1	0,5	1,0	0,3	2,5	-3,4	0,2	0,9	0,5
Amministrazione pubblica ¹⁾	1,2	1,4	0,5	0,2	0,2	1,4	1,1	0,8	0,2	0,3

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

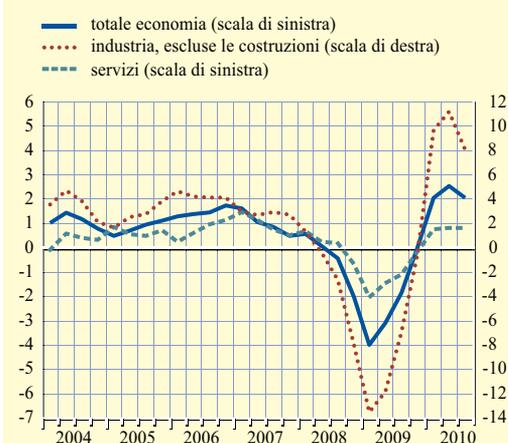


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media. A partire da maggio 2010, i dati delle indagini congiunturali della Commissione europea fanno riferimento alla classificazione delle attività economiche NACE Rev. 2.

Il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è rimasto invariato in novembre, al 10,1 per cento, e comincia a stabilizzarsi, dopo aver oscillato intorno al 10 per cento dalla fine del 2009 (cfr. figura 33). In prospettiva, gli indicatori delle indagini suggeriscono un'ulteriore stabilizzazione della disoccupazione nell'area dell'euro nei mesi a venire, nonché un miglioramento delle attese di occupazione nei settori manifatturiero e dei servizi secondo l'indice dei responsabili degli acquisti e le indagini delle Commissione europea.

Figura 32 Produttività del lavoro

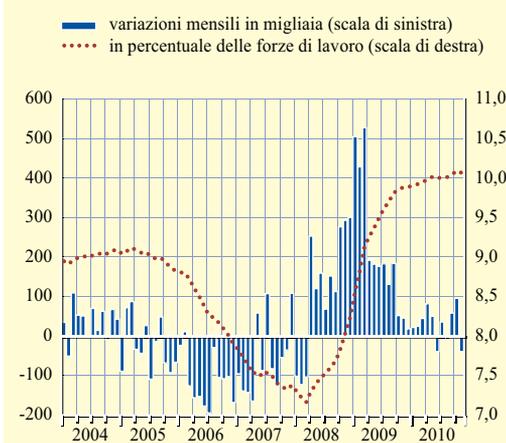
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

In prospettiva, i dati più recenti e le informazioni provenienti dalle indagini qualitative confermano che la dinamica di fondo positiva della ripresa nell'area dell'euro è proseguita verso la fine del 2010, in linea con le attese desunte dalle indagini. L'attività è sorretta dalla ripresa in atto a livello mondiale, con un effetto positivo sulle esportazioni dell'area. La domanda interna del settore privato dovrebbe contribuire in misura maggiore alla crescita, a riflesso del livello relativamente alto dell'indicatore sulla fiducia delle imprese, sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria e dalle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, il processo di riaggiustamento dei bilanci in vari settori dovrebbe frenare il ritmo della ripresa.

A fronte della perdurante elevata incertezza, i rischi per le prospettive economiche continuano ad apparire orientati leggermente al ribasso. Per quanto riguarda i rischi verso l'alto, il commercio con l'estero potrebbe registrare una ripresa più marcata del previsto. In aggiunta, il clima di fiducia positivo delle imprese potrebbe sostenere l'attività economica interna dell'area dell'euro in misura superiore alle attese correnti. Quanto ai rischi verso il basso, permangono timori relativi alle rinnovate tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e alla loro potenziale trasmissione all'economia reale dell'area dell'euro. Ulteriori rischi al ribasso riguardano i rinnovati rincari del petrolio e delle altre materie prime, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.



ANDAMENTI RECENTI DEI PRESTITI AL SETTORE PRIVATO

Nell'ambito dell'analisi economica e monetaria della BCE sono regolarmente valutati gli andamenti dei prestiti al settore privato. Tale attività è stata particolarmente importante e complessa da quando sono emerse le tensioni finanziarie, poiché la natura di queste ultime potrebbe comportare vincoli specifici sulla concessione di prestiti, che a loro volta potrebbero acuire l'impatto di tali tensioni sul contesto macroeconomico. Il presente articolo passa in rassegna i recenti andamenti dei prestiti al settore privato e riporta tre risultati principali. Innanzitutto, la crisi finanziaria ha avuto effetti differenziati sulla crescita dei prestiti al settore privato dell'area dell'euro, che però sono stati limitati dalle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE. In secondo luogo si riscontra che nell'arco del ciclo economico l'andamento effettivo dei prestiti, se confrontato con le regolarità storiche, è stato sostanzialmente in linea con le aspettative, soprattutto se si considera la gravità della recessione. Infine, i fattori dal lato dell'offerta del credito, pur avendo esercitato una pressione al ribasso significativa sulla crescita dei prestiti dall'inizio delle tensioni finanziarie a metà del 2007, hanno rivestito minor importanza in termini quantitativi rispetto ad altri fattori, quali quelli connessi alla domanda. La forte stretta creditizia talvolta ipotizzata dagli osservatori esterni non si è concretizzata.

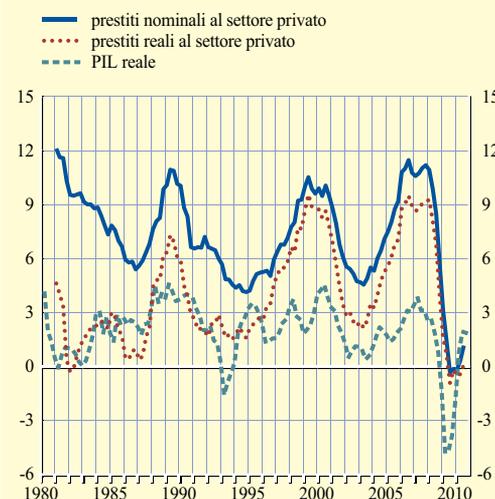
I INTRODUZIONE

Il rilevante rallentamento economico registrato nell'area dell'euro tra il 2008 e il 2009 e la successiva ripresa dei trimestri recenti hanno coinciso con forti variazioni del tasso di crescita del credito al settore privato. In particolare, il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato è diminuito da un livello superiore all'11 per cento a valori lievemente negativi alla fine del 2009 e agli inizi del 2010, per poi portarsi in territorio positivo (cfr. figura 1).

I cicli del credito sono da molto tempo una caratteristica delle economie avanzate e la loro analisi è rilevante ai fini della politica monetaria. In effetti, per quest'ultima l'importanza dell'andamento dei prestiti al settore privato nell'arco del ciclo congiunturale discende dal fatto che essi costituiscono la principale contropartita degli aggregati monetari: è necessario quindi valutarli per comprendere e interpretare gli andamenti della moneta¹⁾. A differenza degli Stati Uniti, nell'area dell'euro i prestiti bancari sono inoltre la fonte più importante di finanziamento esterno, non solo per le famiglie ma anche per le società non finanziarie. Svolgono pertanto un ruolo molto importante nel determinare gli andamenti dell'attività economica e nella trasmissione dell'orientamento di politica monetaria all'economia²⁾.

Figura 1 Prestiti delle IFM al settore privato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed Eurostat.

Nota: la serie reale è calcolata utilizzando il deflatore del PIL.

La valutazione degli andamenti dei prestiti al settore privato ha assunto particolare rilevanza dall'inizio delle tensioni finanziarie. Tra i principali interrogativi degli ultimi tre anni, ci si

- 1) Cfr., ad esempio, Papademos, L. e J. Stark, J. (a cura di), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2010.
- 2) Per maggiori dettagli cfr. l'articolo *La politica monetaria e l'offerta di prestiti nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

chiede: 1) in quale misura i mercati del credito stessi siano diventati fonte di instabilità anziché limitarsi a propagare turbolenze originate in altri settori dell'economia; 2) quando i prestiti al settore privato recupereranno dal crollo senza precedenti verificatosi in seguito al fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008.

In questo contesto, la sezione 2 del presente articolo passa in rassegna i recenti andamenti dei prestiti al settore privato e analizza il possibile impatto della scorsa crisi sugli stessi. La sezione 3 descrive i principali fatti stilizzati, o regolarità storiche, che caratterizzano gli andamenti dei prestiti al settore privato nell'area dell'euro. La sezione 4 delinea diversi approcci per stimare l'impatto relativo dei fattori di domanda e di offerta su questi andamenti. La sezione finale presenta alcune osservazioni conclusive.

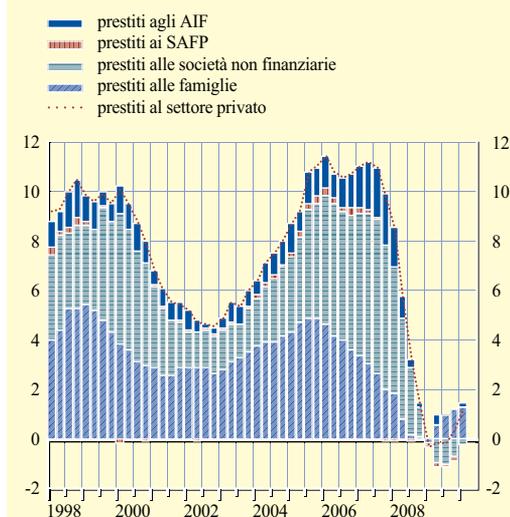
2 L'IMPATTO DELLA CRISI FINANZIARIA

Per valutare l'entità dell'impatto della recente crisi finanziaria sull'evoluzione dei prestiti bancari è utile considerare l'andamento dei prestiti concessi ai singoli settori istituzionali, poiché potrebbero aver risentito in misura diversa dei fattori specifici attivi durante la crisi. Infatti, questo articolo verterà principalmente sui prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie, che dal 1998 hanno rappresentato in media circa il 90 per cento della crescita complessiva dei prestiti al settore privato (cfr. figura 2). La presente sezione, dopo aver analizzato brevemente alcuni effetti della crisi che potrebbero aver influito solo in misura limitata sull'andamento complessivo dei prestiti al settore privato, si incentrerà poi sugli effetti della crisi sul settore bancario. Successivamente, saranno esposte le misure di politica monetaria adottate per contrastare l'impatto avverso della crisi e infine sarà esaminata la dinamica dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie durante tale episodio.

La crisi finanziaria, iniziata a metà del 2007 e acuitasi in seguito al fallimento di Lehman Bro-

Figura 2 Scomposizione dei prestiti erogati dalle IFM al settore privato

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente espresse in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Nota: AIF e SAFP corrispondono rispettivamente ad "altri intermediari finanziari" (non monetari) e a "società di assicurazione e fondi pensione".

thers, ha dato luogo a brusche variazioni dell'attività economica e dei tassi sui prestiti bancari. Sebbene l'impatto di tali variazioni spieghi probabilmente gran parte dell'evoluzione dei prestiti durante la crisi finanziaria, anche altri fattori sono entrati in gioco. Ad esempio, nelle fasi iniziali della crisi e a causa del rischio percepito di maggiori difficoltà nell'accesso alla provvista bancaria, le imprese avrebbero attinto alle linee di credito disponibile, mantenendo vigorosa quindi l'espansione dei prestiti in un momento in cui l'attività economica era già in fase di rallentamento. Fra gli altri effetti "distorsivi" rientrano la chiusura di fatto del mercato della cartolarizzazione e anche effetti di "re-intermediazione". Tuttavia, l'impatto al rialzo di questi sulla crescita dei prestiti è stato più che compensato dall'attività di "autocartolarizzazione" da parte delle banche, con la quale queste hanno continuato a cartolarizzare i prestiti, non per venderli sul mercato, bensì per stanziare i titoli in garanzia nelle operazioni di finanziamento della BCE. In una fase più avanzata della crisi anche l'introduzione di schemi di *bad bank* in

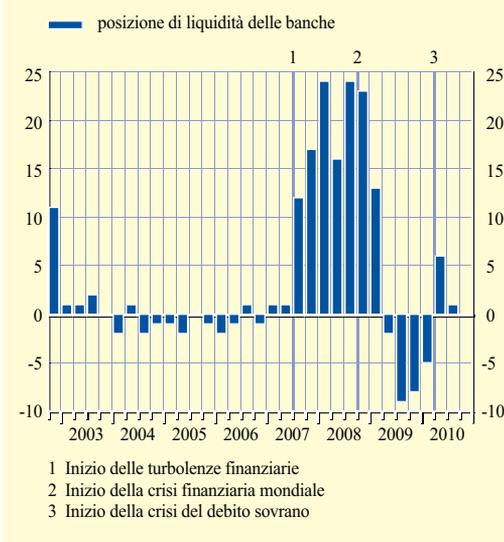
alcuni paesi ha avuto un impatto distorsivo al ribasso, ancorché finora limitato, sull'espansione dei prestiti al settore privato³⁾.

Con l'acuirsi della crisi finanziaria a partire dal settembre 2008 le banche hanno avviato un processo di ridimensionamento della leva finanziaria, che ha rispecchiato la loro ridotta capacità di accedere a talune fonti di finanziamento, nonché gli sforzi per risanare i bilanci. Le principali attività delle IFM dell'area dell'euro sono diminuite in misura considerevole nel 2009, ma dagli inizi del 2010 hanno ricominciato ad accumularsi. Il calo delle attività e degli indici di leva finanziaria osservato nel 2009 è imputabile in larga misura alla riduzione da parte delle IFM prima delle attività sull'estero e, successivamente, delle posizioni reciproche (operazioni tra IFM). Inevitabilmente, i vincoli di bilancio nel sistema bancario dell'area dell'euro hanno influito sui criteri di concessione del credito applicati dalle banche. Tuttavia, questo potrebbe non essere stato un fattore importante alla base del rallentamento dei prestiti al settore privato, poiché le banche potrebbero aver cercato, in qualche misura, di tutelare le relazioni intrattenute con i prenditori al dettaglio. Nel 2010, per effetto principalmente di prestiti tra istituti, attività nei confronti dell'Eurosistema, prestiti alle istituzioni dell'area dell'euro diverse dalle IFM e dell'acquisto di titoli di Stato, è ricominciato l'accumulo di attività da parte del settore delle IFM, anche se è stato molto debole in estate.

Durante la crisi le misure non convenzionali della BCE sono state utili a sostenere il sistema bancario, e quindi indirettamente anche i mercati del credito, migliorando considerevolmente la liquidità di mercato e contribuendo ad attenuare i rischi di provvista bancaria. Sebbene queste misure non abbiano impedito una significativa diminuzione della crescita dei prestiti al settore privato, con ogni probabilità senza di esse il calo sarebbe stato più pronunciato, dato il rallentamento dell'attività economica. Più precisamente tali interventi, noti come misure di "rafforzato sostegno al credito", sono stati studiati per sostenere le condizioni di finanziamento e i flussi di credito in modo più ampio e decisivo di quan-

Figura 3 Indicatore della posizione di liquidità delle banche ricavato dall'indagine sul credito bancario

(percentuali nette)



Fonte: BCE:

Note: L'indicatore rappresenta la valutazione delle posizioni di liquidità delle banche quale fattore che incide sui criteri applicati per l'approvazione di prestiti o linee di credito alle imprese. Le percentuali nette sono date dalla differenza tra la percentuale di banche che considerano tale fattore un contributo all'irrigidimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento.

to si potesse conseguire con la sola riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE. In seguito a dette misure, adottate a partire dall'ottobre 2008, i tassi di interesse e i differenziali del mercato monetario nonché i tassi di interesse sui prestiti bancari sono significativamente calati e la posizione di liquidità delle banche è migliorata (cfr. figura 3)⁴⁾. Questi interventi, unitamente alle iniziative successive come il Programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP), hanno concorso a sostenere l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro e sono state utili a preservare l'offerta di credito per famiglie e società.

- 3) Per un'analisi più dettagliata, cfr. l'articolo *L'analisi monetaria in un contesto di turbolenza finanziaria* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino, nonché il riquadro *L'impatto delle "bad bank" sulle statistiche relative ai bilanci delle IFM* nel numero di marzo 2010 sempre di questo Bollettino.
- 4) Per maggiori dettagli cfr. l'articolo *La risposta della BCE alla crisi finanziaria* nel numero di ottobre 2010 di questo Bollettino.

La crescita dei prestiti alle società non finanziarie dell'area dell'euro ha iniziato a diminuire gradualmente nel 2008 e ha continuato fino a tutta la prima metà del 2010. Una spiegazione per la protratta debolezza della concessione di prestiti alle società non finanziarie potrebbe risiedere nell'evidente e relativamente elevato livello di sostituzione dei prestiti bancari con l'emissione di titoli di debito e azioni quotate osservato tra la prima metà del 2009 e la prima metà del 2010 (cfr. figura 4). Più in generale, la dinamica del finanziamento delle imprese durante la crisi finanziaria suggerisce che la debolezza della concessione di prestiti alle società non finanziarie ha rispecchiato in larga misura una strategia finanziaria secondo la quale le imprese preferiscono ricorrere all'autofinanziamento oppure al finanziamento sul mercato per ridurre l'indebitamento e la loro dipendenza dalle banche. Tuttavia, non è chiaro a priori in quale misura tali strategie e l'associato processo di disintermediazione siano stati una reazione alle maggiori difficoltà di accesso ai prestiti bancari oppure un riflesso dei

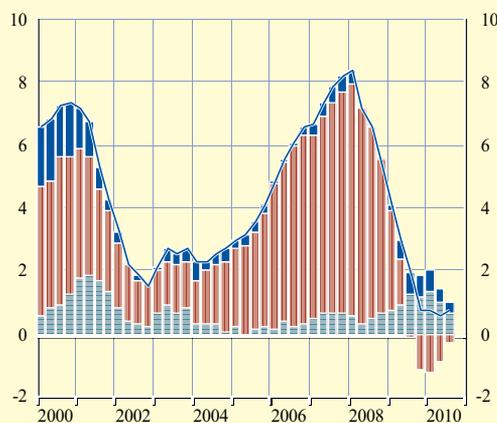
costi di finanziamento relativi. Rimane altresì da capire in quale misura l'accresciuto ricorso al finanziamento sul mercato rispetto ai prestiti bancari costituisca un'evoluzione più duratura, che potrebbe causare una ripresa più debole dei prestiti rispetto ai precedenti episodi.

Quanto ai prestiti alle famiglie, i mutui per l'acquisto di abitazioni e il credito al consumo hanno seguito andamenti divergenti nei trimestri recenti. Dopo il brusco calo tra il 2007 e la metà del 2009, che è andato di pari passo a un'analoga diminuzione dei prezzi delle abitazioni, la crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni ha registrato successivamente un marcato recupero (cfr. figura 5). Per contro, l'espansione del credito al consumo, che aveva riportato una flessione parimenti brusca tra il 2007 e la metà del 2009, è rimasta in territorio negativo nei trimestri più recenti. Da un lato, ciò è riconducibile in parte alla debole dinamica del reddito disponibile, al perdurare di bassi livelli di fiducia dei consumatori e al grado elevato di incertezza. Dall'altro, la divergenza

Figura 4 Principali fonti di finanziamento per le società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente espresse in punti percentuali)

- contributo delle azioni quotate
- contributo dei prestiti delle IFM
- contributo dei titoli diversi dalle azioni
- crescita sul periodo corrispondente del finanziamento totale

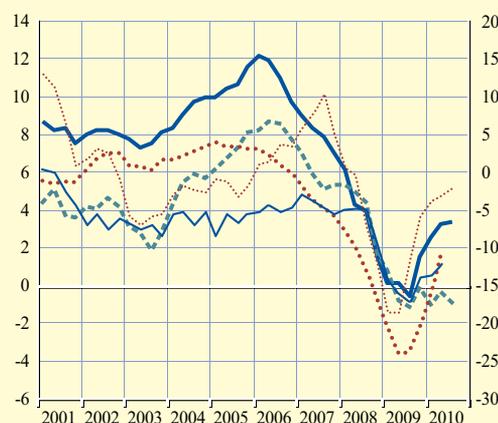


Fonte: BCE.

Figura 5 Prestiti alle famiglie, reddito disponibile, prezzi delle abitazioni e fiducia dei consumatori

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente espresse in punti percentuali)

- prestiti per l'acquisto di abitazioni
- ... prezzi delle abitazioni
- credito al consumo
- reddito disponibile lordo
- ... fiducia dei consumatori (scala di destra)



Fonte: BCE.

Nota: il livello della fiducia dei consumatori è rilevato come deviazione dalla media di lungo periodo.

tra queste due principali sottocomponenti dei prestiti alle famiglie, nonché la debolezza dei prestiti alle società non finanziarie, potrebbero essere connesse alla propensione delle banche, in periodi in cui sono percepiti rischi macroeconomici, a erogare prestiti per l'acquisto di abitazioni che sono assistiti da garanzie e possono essere utilizzati più facilmente come attività sottostanti a obbligazioni garantite, il cui mercato nel frattempo ha segnato una ripresa. Poiché l'andamento del mercato degli immobili residenziali è stato molto diverso tra i paesi dell'area dell'euro negli anni passati, è improbabile che l'argomentazione relativa ai prestiti garantiti sia parimenti valida per tutti i paesi. Per il complesso dell'area dell'euro, tuttavia, l'impatto della crisi finanziaria sui mutui per l'acquisto di abitazioni è stato meno marcato e persistente rispetto ad altre economie, per effetto dell'assenza di vasti mercati di mutui *sub-prime* e del fatto che le abitazioni sono con ogni probabilità ancora percepite come un investimento più sicuro nel più lungo periodo, mentre gli altri investimenti a più lungo termine sono attualmente considerati per la maggior parte incerti o con rendimenti modesti.

Nel complesso, la crisi finanziaria e le risposte degli operatori di mercato e delle politiche macroeconomiche hanno generato una serie di fattori che potrebbero spiegare la misura in cui l'espansione dei prestiti negli ultimi tre anni si è comportata in modo diverso da quel che ci si sarebbe potuto attendere in base alle principali determinanti macroeconomiche. La sezione 3 analizza quanto effettivamente differente sia stata la dinamica dei prestiti.

3 REGOLARITÀ STORICHE

I fatti stilizzati, o regolarità storiche, del ciclo economico sono un punto di riferimento utile per valutare la dinamica dei prestiti e le relative prospettive. Naturalmente, non esistono congiunture perfettamente identiche e occorre attendersi alcune deviazioni dalle regolarità storiche. Nondimeno, queste ultime sono importanti nel valutare l'intensità dell'effetto di fattori

specifici sui mercati del credito e sull'economia complessiva in un dato momento. Di fatto, nei mesi recenti spesso ci si è chiesti se la crescita dei prestiti alle società non finanziarie avrebbe iniziato a riguadagnare terreno circa un anno dopo l'inizio della ripresa dell'espansione del PIL in termini reali, come si è generalmente osservato nei passati cicli economici, o se invece forze specifiche potessero comportare un recupero tardivo.

Tra il 1980 e il 2010 i prestiti nominali delle IFM al settore privato nell'area dell'euro sono aumentati sul periodo corrispondente a un tasso medio del 7,5 per cento circa, pari al 4,1 per cento in termini reali (cfr. tavola). Il tasso medio di incremento sul periodo corrispondente delle sue principali componenti settoriali (prestiti alle famiglie e alle società non finanziarie) è stato analogo in termini sia nominali che reali. Questi tassi di crescita, soprattutto quelli in termini reali, possono essere utilizzati come un parametro di riferimento per formulare attese sul vigore della crescita a metà del ciclo economico in assenza di fattori distorsivi.

Per quanto concerne le proprietà della crescita dei prestiti al settore privato rispetto alla congiuntura, si può osservare che la crescita sul periodo corrispondente sia dei prestiti totali sia delle principali componenti è prociclica, cioè tende a mostrare un grado positivo di comovimento con l'espansione del PIL in termini reali. Inoltre, il livello di associazione con il ciclo economico è tendenzialmente sostenuto, come indica l'elevato valore di correlazione massima. Tuttavia, il tempo medio di anticipo o ritardo per la crescita dei prestiti ha la tendenza a variare fra le componenti (cfr. ultima colonna della tavola). Di fatto, sebbene la crescita dei prestiti totali al settore privato tenda a mostrare un ritardo medio di due trimestri rispetto al ciclo economico, questo cela profili diversi tra le due componenti principali. In particolare, mentre la crescita dei prestiti alle famiglie generalmente anticipa in media il ciclo economico di un trimestre, quella dei prestiti alle società non finanziarie ha un ritardo tendenziale di circa tre trimestri. Anticipi e ritardi medi analoghi

Fatti stilizzati sui prestiti al settore privato nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro

(valori percentuali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente; numero di trimestri)

	Peso medio	Crescita media	Deviazione standard	Proprietà rispetto al ciclo economico		
				Ciclicità	Correlazione massima	Anticipo / ritardo medio
Prestiti al settore privato	100,0	7,5	2,7	prociclici	65,4	-2
Prestiti alle famiglie	47,7	7,6	2,4	prociclici	60,7	1
Prestiti per l'acquisto di abitazioni	28,5	9,2	3,1	prociclici	50,6	1
Credito al consumo	7,0	6,7	3,2	prociclico	50,9	1
Altre tipologie di prestiti alle famiglie	12,0	4,7	2,8	prociclici	32,9	-1
Prestiti alle società non finanziarie	44,4	7,4	4,1	prociclici	70,7	-3
Prestiti fino a 1 anno	29,3	6,1	6,9	prociclici	75,0	-3
Prestiti di durata superiore a 1 anno	15,1	8,1	3,2	prociclici	55,2	-3
Prestiti alle società finanziarie	7,9	8,5	12,1	aciclici	7,7	7

Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Nota: salvo diversa indicazione, i dati sono calcolati sui tassi di crescita sul periodo corrispondente dei valori nominali per il periodo dal primo trimestre del 1980 al terzo del 2010.

si riscontrano per i punti di svolta dei tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali e delle principali componenti rispetto a quelli della crescita del PIL in termini reali; inoltre gli anticipi e i ritardi medi sono molto simili per queste serie anche in termini reali e nominali ⁵⁾. Allo stesso tempo, le correlazioni dinamiche suggeriscono che, mentre il ritardo della crescita dei prestiti erogati alle società non finanziarie è statisticamente significativo, ciò non vale per l'anticipo della crescita dei prestiti alle famiglie. In altre parole, la crescita dei prestiti alle famiglie potrebbe essere classificata in modo più appropriato come coincidente con il ciclo economico, con un margine relativamente ampio di incertezza nella relazione di anticipo/ritardo rispetto alla congiuntura.

È probabile che la diversità di questi anticipi e ritardi medi delle principali componenti dei prestiti sia riconducibile a vari fattori. Ad esempio, il carattere anticipatore, o coincidente, della crescita dei prestiti alle famiglie potrebbe rispecchiare il fatto che le famiglie adeguano il comportamento di spesa in modo relativamente rapido una volta che vi sono segnali di una nuova fase della congiuntura. Il calo sia dei prezzi delle abitazioni sia dei tassi di interesse durante i rallentamenti, ad esempio, incoraggia in genere alcune famiglie a ri-

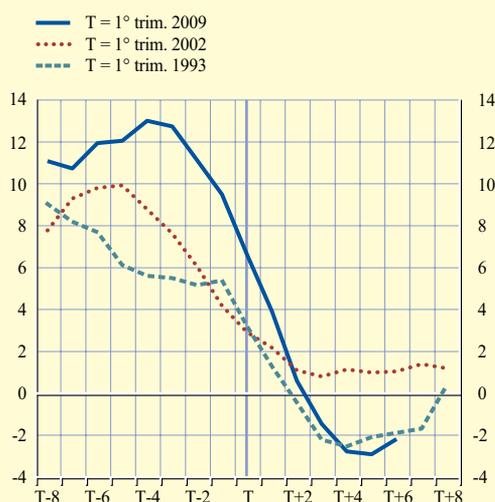
pristinare la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni con il rafforzarsi delle aspettative di una ripresa. Il tipico ritardo dei prestiti alle società non finanziarie, invece, potrebbe rispecchiare il fatto che le imprese hanno fonti alternative di finanziamento e hanno la possibilità di ricorrere dapprima ai fondi interni, la cui disponibilità aumenta con il miglioramento dei flussi di cassa durante la ripresa, oppure di finanziarsi mediante l'emissione di titoli. Allo stesso tempo, potrebbero essere rilevanti anche altri fattori, come l'eventuale propensione delle banche durante una ripresa ad aumentare innanzitutto i prestiti erogati alle famiglie, anziché alle imprese, perché i primi, in particolare quelli per l'acquisto di abitazioni, offrono migliori garanzie e perché le condizioni di bilancio delle imprese hanno bisogno di tempo per migliorare.

Ai fini dell'interpretazione della recente dinamica dei prestiti in termini di regolarità storiche, può essere interessante concentrarsi su episodi di forte rallentamento. Quando si mettono a confronto gli andamenti dei prestiti

5) Cfr., ad esempio, le evidenze analizzate nel riquadro *I prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino.

Figura 6 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

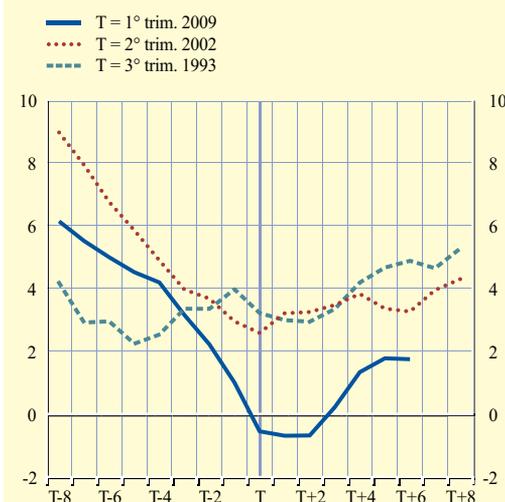


Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i punti di svolta sono stati individuati applicando l'algoritmo di Bry-Boschan alla serie del tasso di crescita sul periodo corrispondente. Il periodo T rappresenta il trimestre in cui il livello minimo di crescita del PIL in termini reali è stato identificato come un rallentamento economico di rilievo.

Figura 7 Prestiti delle IFM alle famiglie durante i principali episodi di rallentamento e ripresa dell'attività economica osservati dal 1990

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Note: i punti di svolta sono stati individuati applicando l'algoritmo di Bry-Boschan alla serie del tasso di crescita sul periodo corrispondente. Il periodo T rappresenta il trimestre in cui è stato riscontrato il livello minimo di crescita del PIL in termini reali in un rallentamento economico di rilievo.

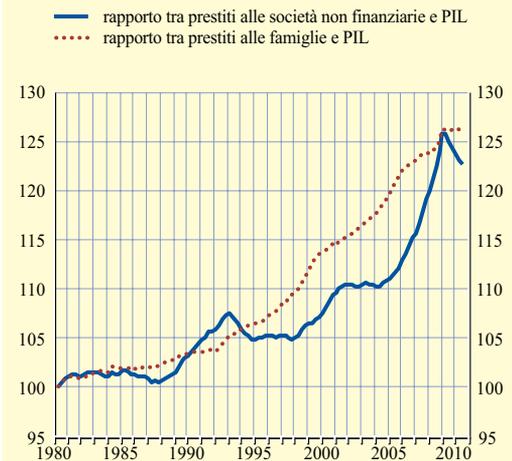
agli inizi degli anni '90, nei primi anni 2000 e l'oscillazione attuale, occorre tenere presente la gravità di gran lunga superiore della recente recessione, oltre al vigore della ripresa registrata negli ultimi trimestri. Per raffronti storici, è più appropriato concentrarsi sulle serie relative ai prestiti in termini reali, vale a dire ai prestiti deflazionati utilizzando il deflatore del PIL, poiché i più elevati tassi di inflazione osservati agli inizi degli anni '90, ad esempio, distorcerebbero il quadro. La figura 6 mostra che la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti reali alle società non finanziarie è diminuita più nei trimestri recenti che in tutti i precedenti episodi esaminati, benché la differenza rispetto ai primi anni '90 sia modesta. Tuttavia, se confermato dai dati futuri, il livello minimo della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti reali nel primo trimestre del 2010 si collocherebbe circa quattro trimestri dopo quello della crescita del PIL in termini reali, sostanzialmente in linea con gli andamenti storici medi, compresi quelli registrati

per le riprese agli inizi degli anni '90 e agli inizi degli anni 2000. La crescita dei prestiti reali alle famiglie è diminuita in misura significativamente maggiore durante il recente rallentamento rispetto a quelli precedenti (cfr. figura 7), per effetto senza dubbio di un rallentamento del mercato immobiliare decisamente più marcato nell'ultimo episodio. Inoltre, in quest'ultimo caso, il punto di svolta nella crescita dei prestiti alle famiglie in termini reali si sarebbe verificato due trimestri dopo che nell'espansione del PIL reale. Ciò è in contrasto con il profilo anticipatore, o coincidente, tipico della crescita dei prestiti alle famiglie in termini reali, ma non è privo di precedenti poiché è osservabile anche nel caso del rallentamento agli inizi degli anni '90. Tuttavia, la ripresa più recente della crescita dei prestiti alle famiglie in termini reali sarebbe stata più dinamica che nelle riprese precedenti, il che può essere ascritto al fatto che, in queste ultime, la crescita dei prestiti reali era diminuita in misura alquanto più contenuta.

Sebbene i prestiti reali alle società non finanziarie e alle famiglie siano rallentati maggiormente durante il recente rallentamento rispetto agli episodi precedenti, l'entità di tale fenomeno non sembra sproporzionata se si considera la gravità della recente recessione. Ad esempio, il rapporto tra i prestiti alle società non finanziarie e il PIL è sceso durante i trimestri più recenti in misura analoga a quella osservata nei primi anni '90, mentre il rapporto tra i prestiti alle famiglie e il PIL è rimasto sostanzialmente stabile negli ultimi trimestri, come osservato agli inizi degli anni '90 (cfr. figura 8). La tesi secondo cui, una volta tenuto conto della debolezza dell'attività economica, i recenti andamenti sono sostanzialmente in linea con le regolarità storiche è confermata da una valutazione basata su un modello autoregressivo vettoriale (VAR) bayesiano (cfr. riquadro 1).

Figura 8 Ammontare in essere dei prestiti delle IFM in rapporto al PIL (in termini normalizzati)

(valori percentuali; 2° trim. 1980 = 100)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Riquadro 1

LA DINAMICA DEI PRESTITI DELLE IFM ALLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE DURANTE LA CRISI FINANZIARIA VALUTATA IN BASE A UN MODELLO

Data la gravità del recente episodio di crisi finanziaria e rallentamento economico, ci si è chiesti se, durante e dopo la crisi stessa, siano rimaste valide le relazioni strutturali che hanno regolato l'economia dell'area dell'euro prima di tale evento. In Giannone et al. viene descritto un ampio modello autoregressivo vettoriale (VAR) bayesiano (con 42 variabili) per l'area dell'euro che coglie le complesse relazioni dinamiche tra le variabili macroeconomiche, finanziarie, creditizie e monetarie nel periodo precedente alla crisi (prima dell'agosto 2007)¹. Nel presente riquadro tale modello è utilizzato per stabilire se gli andamenti dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie (la componente dei prestiti totali alle società non finanziarie più sensibile al ciclo economico) nel periodo di crisi finanziaria e recessione siano riconducibili alle relazioni economiche precedenti alla crisi una volta considerata l'intensità della recessione economica.

Per tenere conto della struttura economica dell'area dell'euro presente prima della crisi finanziaria, il modello formula una stima con i dati per il periodo fino a luglio 2007. Poi, in base ai parametri VAR stimati, si elaborano le aspettative per tutte le variabili comprese nel modello per il periodo da gennaio 1999 ad agosto 2010, in base: 1) ai valori di tutte le variabili fino a dicembre 1998; 2) esclusivamente ai valori delle variabili economiche reali (produzione industriale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti e disoccupazione nell'area dell'euro) da gennaio 1999 ad agosto 2010. Così facendo, le previsioni dipendono unicamente dagli shock che hanno determina-

1) Per una descrizione completa del modello, cfr. Giannone, D., Lenza, M. e Reichlin, L., "Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area" in Papademos, L. e Stark, J. (a cura di), *Enhancing monetary analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2010, pagg. 252-262.

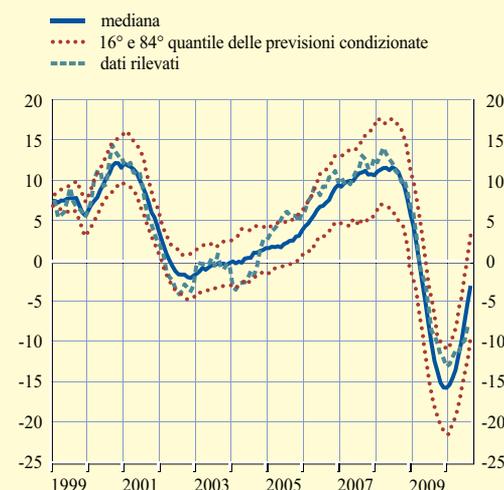
to la congiuntura economica negli ultimi dieci anni. Infine, le attese condizionate sono confrontate con gli andamenti corrispondenti.

In considerazione del fatto che i parametri VAR stimati riflettono la struttura economica dell'area dell'euro presente fino al luglio 2007, nell'esaminare il periodo precedente alla crisi e quello successivo occorre interpretare in modo diverso il raffronto tra le previsioni condizionate e l'andamento osservato. Se, per una specifica variabile, emergono differenze considerevoli tra il risultato effettivo e le aspettative condizionate già nel periodo precedente alla crisi, allora la conclusione più probabile è che la variabile non è fortemente ciclica, cioè nello spiegarne la dinamica sono rilevanti fonti di oscillazioni diverse dagli shock che determinano la congiuntura economica. Si può ritenere che il confronto degli andamenti precedenti alla crisi e le aspettative basate sulle variabili relative all'attività reale siano una verifica approssimativa della ciclicità delle variabili comprese nel modello.

Se, invece, emergono notevoli discrepanze tra gli andamenti e le aspettative prevalentemente nel periodo posteriore alla crisi, allora è più probabile che siano imputabili a un cambiamento delle relazioni dinamiche che collegano le variabili al resto dell'economia. La figura illustra i risultati dell'esercizio descritto per i tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie. La linea tratteggiata verde fa riferimento all'andamento osservato, mentre quella continua blu e le due linee tratteggiate rosse corrispondono rispettivamente alla mediana, nonché al 16° e all'84° quantile della distribuzione delle previsioni condizionate. La figura mostra che le previsioni condizionate e l'andamento osservato per i tassi di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie sono molto simili per tutto il periodo in rassegna e che non si sono verificate anomalie durante la crisi. Sembra inoltre che l'evoluzione successiva alla crisi non abbia riservato particolari sorprese, considerato lo stato del ciclo economico. In altri termini, durante la crisi finanziaria i mercati del credito dell'area dell'euro non avrebbero tenuto un comportamento diverso da quanto ci si sarebbe potuto aspettare in base allo stato e alle prospettive del ciclo economico nonché alle regolarità empiriche precedenti alla crisi.

Prestiti a breve termine erogati dalle IFM alle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.
Nota: la linea continua blu nella figura corrisponde alla mediana, mentre quelle rosse tratteggiate rappresentano il 16° e il 84° quantile nella distribuzione delle previsioni condizionate; la linea verde tratteggiata indica i dati rilevati.

4 FATTORI ALLA BASE DELLA DOMANDA A FRONTE DI QUELLI ALL'ORIGINE DELL'OFFERTA

CONSIDERAZIONI DI CARATTERE GENERALE

Sebbene le regolarità storiche siano un utile punto di riferimento, non consentono di operare una

distinzione tra i fattori che influenzano l'andamento dei prestiti dal lato della domanda e dal lato dell'offerta, elemento importante in una prospettiva di *policy*. Ad esempio, le implicazioni per la politica economica sono molto diverse se i prestiti al settore privato non crescono a sufficienza per sostenere l'economia perché la dispo-

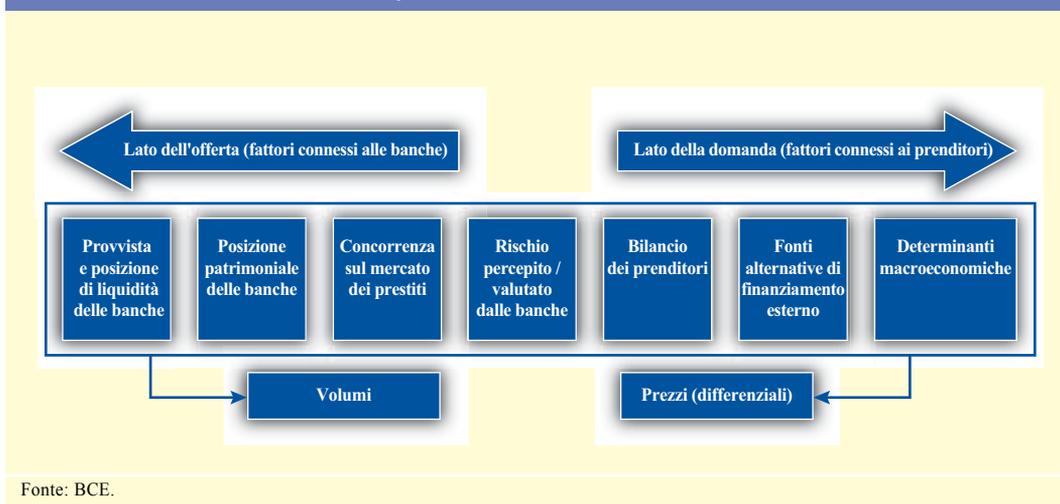
nibilità di capitale e di provvista stabile all'interno del sistema bancario è compromessa oppure perché i potenziali prenditori non chiedono prestiti in ragione di limitate opportunità di spesa e investimento. Allo stesso tempo, le forze dal lato della domanda e dell'offerta sono molto difficili da valutare per molteplici ragioni.

Innanzitutto, da un punto di vista concettuale, è talvolta arduo distinguere i fattori dell'offerta di credito da altri di diversa natura. In generale, l'offerta di credito è determinata dalla capacità e propensione delle banche a concedere prestiti. Capacità e propensione possono dipendere da fattori connessi alle condizioni di provvista della banca stessa, alla disponibilità e al prezzo del finanziamento che si riflette nella gestione della liquidità, ai vincoli della rispettiva posizione patrimoniale (che dipende anche dalla composizione del portafoglio delle attività) e alla concorrenza da parte di altre banche nel mercato dei prestiti (cfr. figura 9). I fattori citati riguardano principalmente effetti dal lato dell'offerta, ma in altri casi si può avere una concomitanza di forze in gioco da entrambi i lati della domanda e dell'offerta, che possono coincidere o interferire fra loro. Ad esempio, un canale di influenza sulla dinamica dei prestiti in cui la coincidenza è particolarmente evidente è la percezione dei rischi relativi ai potenziali prenditori da parte delle banche. La classificazione di tale fattore

tra quelli dal lato della domanda o dell'offerta dipende dalle informazioni a disposizione delle banche, dal modo in cui valutano il rischio e dal grado di avversione allo stesso, nonché dalle condizioni effettive dei bilanci dei prenditori e dalle loro prospettive economiche. Dal punto di vista dei potenziali prenditori, la domanda di prestiti è influenzata dalle condizioni e prospettive macroeconomiche generali, dalla situazione specifica del prenditore (come il bilancio e il reddito delle imprese e delle famiglie specifiche) nonché dalle prospettive e dalla disponibilità (in termini di accesso e prezzo) di fonti alternative di finanziamento, come l'emissione di debito sul mercato e l'autofinanziamento per quanto riguarda le società non finanziarie.

Benché il razionamento del credito sia spesso inteso in termini quantitativi, l'offerta può anche ridursi attraverso fattori che sono compresi nei prezzi (come nel caso dei premi al rischio). In generale, l'ammontare dei prestiti offerti sul mercato dipenderà dal rispettivo prezzo, così come l'ammontare di quelli richiesti; i prezzi pertanto incideranno sempre sulla quantità. Per vari motivi connessi, ad esempio, a problemi di informazioni asimmetriche, le banche possono limitare l'erogazione di prestiti anche se i prenditori sono disposti a corrispondere il prezzo richiesto (come farebbero accettando specifici termini di prezzo). Il caso estremo di tali restri-

Figura 9 Presentazione schematica dei fattori dal lato della domanda e dell'offerta che influenzano la dinamica dei prestiti



zioni in termini diversi dai prezzi è una “stretta creditizia” in cui le banche limitano l’offerta di prestiti, a prescindere dalla propensione dei prenditori a corrispondere il prezzo richiesto o uno più elevato.

In secondo luogo, queste forze sono difficili da misurare. A tal fine, è importante seguire con attenzione e analizzare vari indicatori rilevanti. Al riguardo, la prospettiva settoriale riveste un ruolo fondamentale, poiché i prestiti alle famiglie, alle società non finanziarie e ad altri intermediari sono probabilmente soggetti, in qualche misura, a determinanti diverse. Inoltre, è necessario combinare tipologie differenti di indicatori. Ad esempio, assume rilevanza valutare un possibile calo della crescita dei prestiti alle società non finanziarie insieme alle fonti alternative di finanziamento per le imprese, che potrebbero indicare una semplice sostituzione di fonti di finanziamento. Se così è, diventa opportuno stabilire se tale sostituzione è volontaria o imposta, nel qual caso vanno valutati altri indicatori relativi al costo di queste fonti alternative di finanziamento (differenziali alternativi). Si possono ottenere informazioni di rilievo anche dalle indagini, quali l’indagine sul credito bancario condotta dalla BCE e l’indagine sull’accesso al credito delle piccole e medie imprese (PMI) dell’area dell’euro. Sebbene una valutazione degli indicatori disponibili possa contribuire considerevolmente all’interpretazione della dinamica dei prestiti, il quadro deve essere completato da stime quantitative dell’importanza relativa dei fattori dal lato della domanda e dell’offerta.

In terzo luogo, le stime delle forze determinate dalla domanda e dall’offerta spesso dipendono dal modello scelto e variano fra i diversi approcci e le differenti specificazioni dei modelli. Possono essere ricavate da approcci che spaziano dai modelli di serie storiche (come le regressioni basate su indicatori desunti dall’indagine sul credito bancario) ai modelli strutturali (come i modelli VAR strutturali o i modelli dinamici stocastici di equilibrio generale). Occorre tenere presente che le stime dell’influenza dei fattori dal lato dell’offerta ottenute da questi modelli

possono anche variare perché i diversi approcci colgono fattori che non sono pienamente corrispondenti. Di fatto, gli approcci basati sulle serie storiche possono cogliere tutt’al più una certa correlazione tra gli indicatori desunti dalle indagini e associati all’offerta di credito e agli andamenti dei prestiti. I modelli strutturali, invece, dal momento che trovano fondamento nella teoria economica, consentono l’analisi causale e sono basati su una differenziazione tra shock strutturali imputabili a cambiamenti inattesi dei (o a una deviazione dai) comportamenti tipici e dei meccanismi di trasmissione. I primi, fra i quali si possono annoverare gli shock all’offerta di credito, ad esempio, sono forze che generano oscillazioni; queste poi vengono trasmesse mediante vari meccanismi di propagazione, alcuni dei quali agiscono attraverso i mercati del credito. Nel complesso, è utile effettuare un controllo incrociato sui risultati ottenuti da approcci alternativi ed è importante tenere presente la diversa natura delle stime.

EVIDENZA BASATA SULLE INDAGINI

Dagli indicatori desunti dall’indagine sul credito bancario, che fornisce informazioni sulla domanda di prestiti e sui criteri di concessione del credito applicati dalle banche ⁶⁾, si possono ottenere riscontri qualitativi sulla rilevanza di varie forze della domanda e dell’offerta connesse alla dinamica dei prestiti.

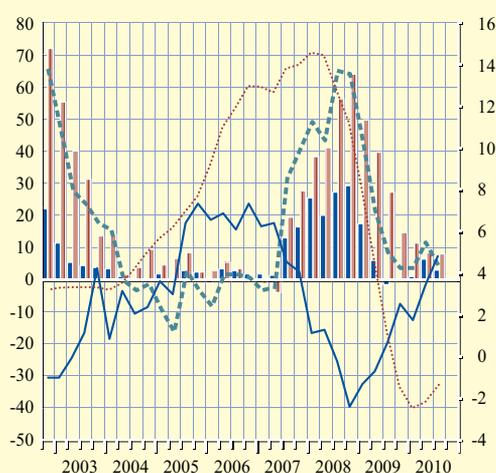
Se si utilizza l’irrigidimento netto dei criteri di erogazione del credito nell’indagine in esame come indicatore degli effetti di offerta sulla dinamica dei prestiti, occorre tenere presente che questa serie comprende diversi fattori, che possono essere classificati in tre gruppi (“rischio percepito”, “vincoli di bilancio” e “concorrenza”). I fattori riconducibili al “rischio percepito” riassumono la valutazione delle banche circa l’impatto esercitato dalle condizioni macroeconomiche sui profili di rischio e sul merito di credito dei prenditori. Questa valutazione può essere considerata un fattore che influenza l’offerta nella misura

6) Cfr. *Bank lending survey for the euro area*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2010.

Figura 10 Prestiti delle IFM alle società non finanziarie e relativi indicatori desunti dall'indagine sul credito bancario

(valori percentuali netti; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- vincoli di bilancio
- rischio percepito
- - - criteri di concessione del credito
- domanda di prestiti
- ⋯ prestiti alle società non finanziarie (scala di destra)

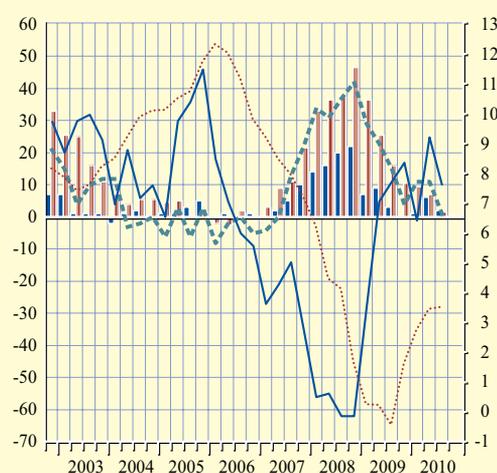


Fonte: BCE.

Figura 11 Prestiti delle IFM alle famiglie e relativi indicatori desunti dall'indagine sul credito bancario

(valori percentuali netti; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- vincoli di bilancio
- rischio percepito
- - - criteri di concessione del credito
- domanda di prestiti
- ⋯ mutui per l'acquisto di abitazioni (scala di destra)



Fonte: BCE.

in cui determina la propensione delle banche a erogare prestiti. Tuttavia, riflette anche, in qualche misura, una consueta reazione delle banche nell'arco del ciclo economico e quindi non è riconducibile a un effetto di offerta in cui è il settore bancario stesso all'origine della riduzione del credito. A tale riguardo, sono i "vincoli di bilancio" che possono essere interpretati come fattori "puri" dal lato dell'offerta (nel senso che costituiscono una *proxy* del "canale dei prestiti bancari" della trasmissione della politica monetaria) in quanto sarebbero associati, ad esempio, a uno scenario di stretta creditizia, mentre i fattori relativi al "rischio percepito" comprendono anche informazioni riconducibili alla domanda di prestiti. Il fattore della "concorrenza" comprende la concorrenza da parte di altre banche, di istituzioni diverse da banche e del finanziamento sul mercato. Pur avendo svolto un ruolo importante in passato, durante la crisi finanziaria questo si è dimostrato meno significativo nel render conto dell'evoluzione nell'arco del ciclo economico

e quindi non sarà analizzato nei paragrafi successivi.

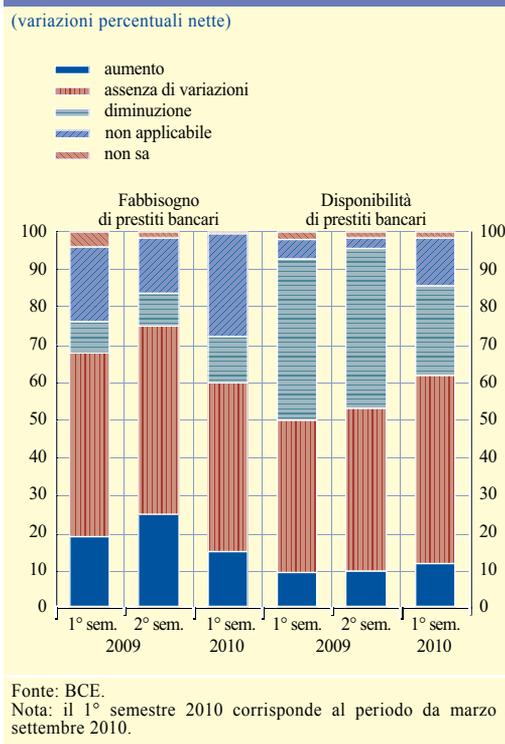
Le figure 10 e 11 mostrano che, nel corso del 2008, l'irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito a causa di vincoli di bilancio ha raggiunto il massimo livello mai osservato dall'inizio delle rilevazioni dell'indagine sul credito bancario (agli inizi del 2003, con le prime informazioni riguardanti la fine del 2002) sia per le società non finanziarie sia per le famiglie (mutui per l'acquisto di abitazioni). Ciò indica che una parte significativa del rallentamento osservato nell'attività di prestito potrebbe essere imputabile a vincoli "puri" dal lato dell'offerta. I dati dell'indagine indicano altresì che, in termini relativi, i fattori che sono riepilogati nel gruppo del "rischio percepito" hanno svolto un ruolo decisamente più rilevante. L'importanza dell'andamento della domanda di prestiti è confermata dal relativo indicatore, bruscamente diminuito dagli inizi della crisi finanziaria e portatosi su minimi storici verso la

fine del 2008. Dal 2009 l'irrigidimento dei criteri per la concessione del credito è andato gradualmente calando, mentre i vincoli di bilancio hanno avuto un ruolo marginale e la domanda ha mostrato una graduale ripresa.

L'evidenza tratta dall'indagine sul credito bancario può essere utilmente integrata dai risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese (PMI) nell'area dell'euro. La rilevazione più recente di quest'ultima suggerisce che nel 2009 e nella prima metà del 2010 le imprese di minori dimensioni hanno risentito delle restrizioni sull'offerta dei prestiti più delle imprese di maggiori dimensioni⁷⁾. Allo stesso tempo, tale indagine indica che il fabbisogno di finanziamento esterno ha mostrato la tendenza a diminuire nella prima metà del 2010, forse per effetto del miglioramento delle situazioni di autofinanziamento (cfr. figura 12). Inoltre, vi sono stati alcuni segnali di miglioramento della disponibilità del finanziamento esterno. Nell'insieme, le PMI hanno continuato a percepire un complessivo peggioramento della disponibilità delle fonti di finanziamento esterne, che sarebbe però di gran lunga meno grave rispetto al 2009. I risultati dell'indagine indicano anche una percentuale più elevata di richieste di prestiti bancari soddisfatte e una propensione lievemente maggiore delle banche a offrire prestiti, nel contesto di un diffuso miglioramento delle prospettive economiche generali e specifiche delle singole imprese. La situazione delle grandi imprese è stata percepita più favorevole rispetto a quella delle PMI. Di fatto, le prime hanno segnalato aumenti netti della disponibilità di finanziamento esterno per la maggior parte delle fonti nella prima metà del 2010.

Nel complesso, i dati ricavati dalle indagini indicano che i fattori dal lato dell'offerta hanno limitato la crescita dei prestiti al settore privato per la maggior parte del 2008 e del 2009, ma che questo vincolo si è significativamente allentato nei trimestri più recenti. Questi dati suggeriscono anche che i fattori dal lato della domanda hanno svolto un ruolo fondamentale durante la crisi e la successiva ripresa.

Figura 12 Valutazione da parte delle PMI del fabbisogno e della disponibilità di prestiti bancari



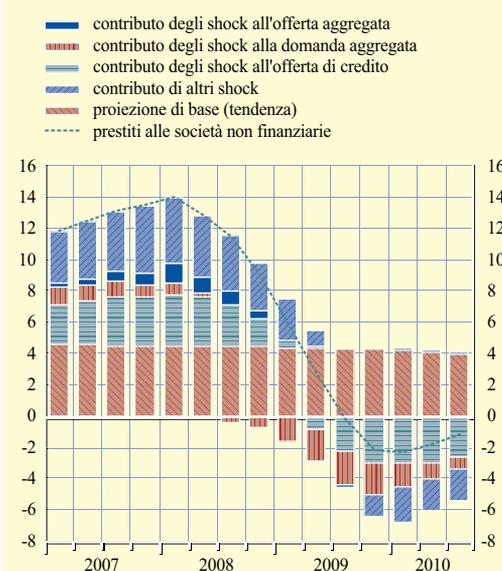
EVIDENZA BASATA SUI MODELLI

Sebbene i modelli in forma ridotta possano fornire alcune stime dell'impatto di taluni fattori dal lato dell'offerta sulla crescita dei prestiti, solo i modelli strutturali consentono un'analisi causale. A illustrazione di tale approccio, nelle figure 13 e 14 si riporta la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie scomposta nei contributi ai diversi shock utilizzando un modello VAR strutturale. Il modello individua gli shock all'offerta di prestiti, tra altre tipologie di shock, imponendo restrizioni di segno sulle funzioni di risposta a impulso basate sulla teoria economica (per maggiori dettagli cfr. riquadro 2). La scomposizione suggerisce che gli shock all'offerta di prestiti non sono stati fra le principali determinanti della crescita dei prestiti al settore privato non finanziario

7) Cfr. *Survey on the access to finance of SMEs in the euro area – March to September 2010*, BCE, Francoforte sul Meno, ottobre 2010.

Figura 13 Scomposizione storica della crescita dei prestiti alle società non finanziarie dell'area dell'euro sulla base di un modello VAR strutturale

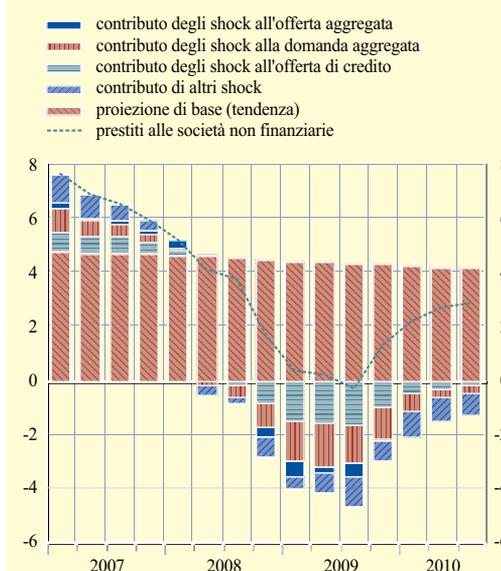
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente espresse in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 14 Scomposizione storica della crescita dei prestiti alle famiglie dell'area dell'euro sulla base di un modello VAR strutturale

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente espresse in punti percentuali)



Fonte: BCE.

da quando ha avuto inizio la crisi finanziaria a metà 2007, pur avendo avuto un impatto notevole in particolare in alcuni trimestri. Durante la fase iniziale della crisi finanziaria, gli shock all'offerta di prestiti hanno avuto un impatto positivo, che tuttavia è gradualmente venuto meno. Entro il secondo trimestre del 2009 essi avevano iniziato a esercitare un evidente impatto al ribasso sulla crescita dei prestiti. In termini relativi, hanno avuto un effetto più incisivo sul profilo di crescita dei prestiti alle società non finanziarie che su quello dei prestiti alle famiglie. Di fatto, secondo queste stime, tra il secondo trimestre del 2009 e il terzo del 2010 tali shock hanno rappresentato, nel caso delle imprese, quasi la metà della deviazione al ribasso dell'espansione dei prestiti dalla crescita tendenziale. Nel caso dei prestiti alle famiglie, invece, essi hanno costituito nello stesso periodo solo un quarto circa dello spostamento verso il basso.

Al contempo, alla recente moderazione della crescita dei prestiti avrebbero notevolmente

contribuito altri shock, soprattutto quelli alla domanda aggregata (categoria che comprende gli shock relativi a consumi, investimenti, politica di bilancio e politica monetaria). Tale categoria ha comportato presumibilmente una risposta sistematica della domanda e dell'offerta di prestiti (quale parte dei meccanismi di propagazione) in grado di spiegare in larga misura la crescita dei prestiti. Di fatto, questi shock hanno iniziato a fornire un contributo negativo alla dinamica dei prestiti a metà del 2008, prima degli shock all'offerta di credito, sia per le famiglie sia per le società non finanziarie. L'evidenza fornita da questo modello indica pertanto che, sebbene gli shock all'offerta dei prestiti abbiano avuto un ruolo non trascurabile, dall'inizio della crisi finanziaria altre forze hanno determinato in gran parte il profilo della crescita dei prestiti al settore privato, molte delle quali possono essere associate a fattori della domanda.

I modelli strutturali possono tener conto di vari canali importanti attraverso i quali gli

shock all'offerta di credito si propagano nell'economia, mostrando che possono incidere sul PIL reale in vari modi. Il riquadro 2, dal titolo *L'impatto dei fattori dell'offerta di credito sull'attività economica: analisi condotta mediante modelli strutturali*, illustra in quale modo modelli strutturali alternativi possano rafforzare l'analisi dell'impatto dei fattori

dell'offerta di credito sull'intera economia. La principale conclusione dell'analisi presentata nel riquadro è che l'impatto di tali fattori sulla crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali è stato significativo, soprattutto nel 2009, ma è diminuito gradualmente nel 2010 fino a diventare di importanza marginale nel terzo trimestre.

Riquadro 2

L'IMPATTO DEI FATTORI DELL'OFFERTA DI CREDITO SULL'ATTIVITÀ ECONOMICA: ANALISI CONDOTTA MEDIANTE MODELLI STRUTTURALI

I modelli strutturali, definiti schematicamente in questa sede come modelli che hanno un legame diretto con la teoria economica, sono un punto di riferimento naturale per l'individuazione e l'analisi quantitativa delle forze che determinano i prestiti al settore privato. Essi comprendono un'ampia gamma di quadri di riferimento, che spaziano dai modelli più improntati alla teoria, come i modelli dinamici stocastici di equilibrio generale (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE), a quelli maggiormente basati su dati, come i modelli autoregressivi vettoriali (VAR) strutturali. Tutti questi modelli consentono un'analisi causale dell'impatto dei fattori relativi al credito sull'economia e tengono conto (più o meno esplicitamente) dei principali canali attraverso i quali le turbolenze vengono trasmesse nell'economia. Il presente riquadro illustra in che modo l'analisi della dinamica dei prestiti può giovare dei due tipi di modelli strutturali, ossia quelli VAR strutturali e i DSGE, entrambi stimati con dati dell'area dell'euro e ciascuno comprendente prestiti al settore privato. In particolare, esamina due esempi di modello VAR strutturale e uno di modello DSGE.

I modelli utilizzati

Il primo modello impiegato è un modello VAR strutturale che individua gli shock all'offerta di prestiti, fra altre tipologie di shock (come quelli nella domanda aggregata e quelli nell'offerta aggregata), applicando restrizioni di segno in base alla teoria economica¹⁾. Il secondo è il modello DSGE sviluppato in Darracq et al.²⁾, che nella serie di shock "finanziari" comprende le turbolenze nei margini sui tassi applicati ai prestiti erogati, il rischio di credito dei prenditori, i rapporti tra l'ammontare del prestito e il valore delle garanzie e attriti nella posizione patrimoniale delle banche. Gli shock "finanziari" ritraggono quindi i fattori dell'offerta dei prestiti sia relativi ai prezzi sia diversi da questi. Un terzo approccio per individuare lo shock all'offerta di credito è l'impiego diretto delle informazioni provenienti dall'indagine sul credito bancario condotta dalla BCE. Per sfruttare le informazioni *cross-section* generate dai singoli paesi dell'area dell'euro si

1) Il modello è stimato utilizzando cinque variabili: PIL reale, deflatore del PIL, tassi di interesse a breve termine (Euribor), differenziale tra tassi sui prestiti e tassi di interesse a breve termine, nonché volume dei prestiti. Per quanto concerne l'individuazione degli shock strutturali, ad esempio, gli shock nell'offerta di prestiti sono reperiti sulla base delle risposte di alcune variabili: uno shock espansivo nell'offerta di prestiti (vale a dire uno shock che genera un aumento del PIL in termini reali) comporterebbe un calo del differenziale e un aumento del volume dei prestiti nell'arco dello stesso trimestre.

2) Cfr. Darracq Paries, M., C. Kok Sorensen e D. Rodriguez Palenzuela, *Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: Evidence from an estimated DSGE model for the euro area*, Working Paper della BCE, n.1251, Francoforte sul Meno, ottobre 2010. Il modello incorpora un settore bancario monopolistico e attriti nella posizione patrimoniale delle banche; è stimato inoltre sulla base dei dati dell'area dell'euro, fra cui i prestiti bancari e i tassi applicati agli stessi.

utilizza, come suggerito in Ciccarelli et al.³⁾, una metodologia panel-VAR. Per sfruttare appieno i differenziali sui prestiti bancari alle società non finanziarie è adottata una specificazione VAR.

I modelli strutturali consentono di scomporre ciascuna serie del modello in termini di contributi provenienti dai vari shock strutturali; così, in assenza di shock, le variabili rimangono su valori di equilibrio (o sulla media di lungo periodo). È possibile pertanto scomporre le deviazioni di ciascuna serie dalla relativa media per ciascun trimestre, in termini sia di contributi provenienti da shock occorsi nello stesso trimestre sia dell'impatto di shock verificatisi nei trimestri precedenti, i cui effetti persistono in ragione dei meccanismi di propagazione. Questa scomposizione strutturale differisce da quella ricavata dai modelli in forma ridotta, poiché questi ultimi sono di natura statistica e non possono essere interpretati in termini strutturali. Allo stesso tempo, è necessaria cautela nel confrontare la scomposizione degli shock fra i vari modelli strutturali, poiché gli shock con una definizione ampia, come gli "shock all'offerta del credito", possono implicare numerosi fattori molto diversi, a seconda della specificazione concreta del modello.

L'evidenza relativa all'effetto di fattori dell'offerta di credito sul PIL in termini reali

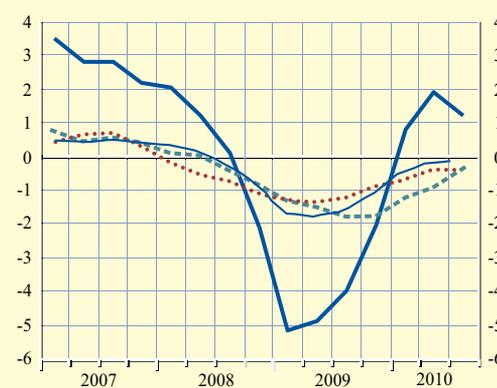
Le scomposizioni della crescita del PIL in termini reali basate su questi tre modelli, pur con alcune differenze, mostrano alcune importanti analogie tra loro. I tratti distintivi sono riconducibili, in parte, al fatto che l'insieme di shock individuati sono in qualche misura diversi. Il presente riquadro si incentra sull'impatto stimato dei fattori dell'offerta di credito sulla crescita del PIL in termini reali e, a tale riguardo, questi modelli producono risultati piuttosto simili.

In effetti, tutti e tre i modelli suggeriscono che gli shock all'offerta di prestiti non rientrano fra le determinanti della crescita del PIL reale da quando la crisi finanziaria è iniziata a metà del 2007, benché abbiano esercitato un notevole impatto in determinati trimestri (cfr. figura). Durante le fasi iniziali della crisi finanziaria, gli shock all'offerta di prestiti hanno influito in misura solo modesta sull'attività economica. Per il quarto trimestre del 2008, tuttavia, essi avevano già esercitato un evidente impatto al ribasso determinando, nel complesso, quasi un terzo della deviazione al ribasso dell'espansione del PIL reale dalla crescita tendenziale tra il terzo trimestre del 2008 e il primo trimestre del 2010. Nella prima metà del 2009, quando tale

L'impatto dei fattori relativi all'offerta di credito sulla crescita sul periodo corrispondente del PIL reale: confronto tra le varie stime ricavate dai modelli

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente espresse in punti percentuali)

- crescita sul periodo corrispondente del PIL reale
- fattori relativi all'offerta di credito, approccio panel-VAR applicato all'indagine sul credito bancario
- - - - - fattori relativi all'offerta di credito, modello DSGE
- fattori relativi all'offerta di credito, SVAR con restrizioni di segno



Fonte: BCE.

3) Ciccarelli M., A. Maddaloni e J.L. Peydró, *Trusting the bankers: a new look at the credit channel of monetary policy*, Working Paper della BCE, n. 1228, BCE, Francoforte sul Meno, luglio 2010. Specificatamente, il modello comprende il tasso di crescita sul periodo corrispondente del PIL, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del deflatore del PIL, le condizioni della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie secondo l'indagine sul credito bancario, i differenziali a breve e lungo termine sui prestiti alle società non finanziarie e il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie. Il modello applica uno schema statico di individuazione degli shock utilizzando l'ordinamento di Cholesky delle variabili, come indicato in precedenza, e gli shock nelle condizioni di offerta del credito rilevate dall'indagine sul credito bancario sono interpretati come shock nell'offerta di credito.

impatto era al suo massimo livello, questi shock hanno rappresentato quasi 2 punti percentuali del rallentamento del PIL reale.

Nel contempo, alla moderazione della crescita del PIL reale osservata nel 2008 e nel 2009 avrebbero notevolmente contribuito shock diversi da quelli che possono essere associati all'offerta di prestiti (fra cui shock all'offerta aggregata, come quelli tecnologici o sui costi di produzione, nonché gli shock alla domanda aggregata, come quelli su consumi e investimenti). Il loro ruolo può essere valutato osservando la differenza tra la crescita effettiva del PIL in termini reali e l'impatto stimato dei fattori relativi all'offerta di prestiti. L'evidenza fornita da questi modelli indica pertanto che, sebbene gli shock all'offerta di prestiti abbiano svolto un ruolo non trascurabile, altre forze potrebbero aver determinato in misura prevalente il profilo della crescita dei prestiti al settore privato dall'inizio della crisi finanziaria.

Nel complesso, le stime presentate sulla base di modelli strutturali diversi indicano un evidente impatto dei fattori dell'offerta di credito sulla crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali, soprattutto nel 2009. È degno di nota il fatto che sia l'entità sia il profilo dell'impatto stimato di questi fattori sull'attività economica siano molto simili, nonostante le differenze tra i modelli. Al contempo, le stime presentate forniscono anche messaggi coerenti per quanto concerne il quadro generale degli effetti relativamente più importanti derivanti da fattori diversi dall'offerta di credito.

5 OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

La natura e la portata delle tensioni finanziarie sviluppatasi dalla metà del 2007 suggeriscono che l'andamento dei prestiti potrebbe aver seguito un'evoluzione ben diversa da quella osservata nei precedenti cicli congiunturali e del credito. In particolare, i problemi nel settore bancario, la tendenza alla disintermediazione nel finanziamento del settore delle società non finanziarie e la grave crisi nei mercati degli immobili residenziali di alcuni paesi dell'area dell'euro sono tutti elementi in base ai quali, pressoché in questa fase, la crescita dei prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie potrebbe scostarsi dalle regolarità storiche.

Tuttavia, l'analisi indica che, data la particolare gravità della recente recessione, l'evoluzione della crescita dei prestiti al settore privato sarebbe sostanzialmente in linea con le regolarità storiche nell'arco del ciclo economico. L'impatto della crisi finanziaria, seppure significativo, è stato considerevolmente limitato dalle misure non convenzionali di politica monetaria.

L'evidenza basata sui modelli suggerisce che i fattori dell'offerta di prestiti hanno avuto un significativo impatto al ribasso sull'espansione dei prestiti dall'inizio delle tensioni finanziarie a metà 2007. Allo stesso tempo, una valutazione del ruolo relativo dei fattori di offerta mostra che altri fattori, fra cui appunto quelli connessi alla domanda, sono stati quantitativamente più importanti di quelli relativi all'offerta di prestiti. I timori di una stretta creditizia, talvolta espressi dagli osservatori esterni, non si sono concretizzati.

In prospettiva, permangono alcuni rischi. In particolare, la crisi del debito sovrano iniziata nel 2010 ha avuto ripercussioni anche sui mercati del credito in alcuni paesi dell'area dell'euro, soprattutto nel caso dei prestiti alle società non finanziarie, sebbene l'impatto a livello aggregato nell'area sia stato contenuto. Inoltre, dal lato dell'offerta, rimangono alcune incertezze per quanto riguarda il futuro aggiustamento dei bilanci bancari. Pertanto, occorre tenere sotto stretta e costante osservazione i mercati del credito nell'area dell'euro.

TENDENZE DEL PRODOTTO POTENZIALE

Gli indicatori del prodotto potenziale aiutano ad effettuare una distinzione fra le tendenze di più lungo periodo e le oscillazioni cicliche di breve termine dell'economia. In base a varie stime, il prodotto potenziale dell'economia dell'area dell'euro è calato significativamente all'indomani della crisi finanziaria. È probabile che quest'ultima abbia indotto una flessione permanente una tantum nel livello del prodotto potenziale a causa degli effetti economici derivanti dal ridimensionamento di alcuni settori, come quello finanziario e delle costruzioni, che avevano conosciuto un'espansione sproporzionata durante il boom. Resta tuttavia da vedere se ciò inciderà altresì sul tasso di crescita a più lungo termine del prodotto potenziale. Gli effetti di più lungo periodo della crisi sulla crescita potenziale dipenderanno in larga misura dalla flessibilità con cui l'economia risponderà a questo shock.

Indipendentemente dagli effetti di lungo periodo della crisi finanziaria, la crescita futura del prodotto potenziale risentirà negativamente dell'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro. In assenza di riforme strutturali di ampio respiro che favoriscano la crescita economica a lungo termine, appare improbabile che l'area dell'euro conseguirà nel prossimo decennio tassi di crescita potenziale analoghi a quelli fatti registrare nel precedente, ossia pari o superiori al 2 per cento. Riforme di questo tipo sono parimenti importanti per contribuire a far sì che la crisi finanziaria non eserciti un impatto negativo di lungo periodo sul tasso di crescita potenziale dell'economia.

L'output gap, definito come differenza fra il prodotto effettivo e quello potenziale, può essere considerato come un indicatore del grado di sovrautilizzo o sottoutilizzo della capacità produttiva dell'economia nell'arco del ciclo economico. Durante il recente rallentamento il prodotto effettivo è sceso al di sotto del livello del prodotto potenziale, dando luogo a un output gap significativamente negativo per l'area dell'euro. Ciò ha probabilmente concorso alle attuali minori pressioni inflazionistiche. Tuttavia, le evidenze recenti sembrano confermare che nell'area dell'euro il nesso fra output gap e inflazione è piuttosto debole.

I INTRODUZIONE

Generalmente si considera il concetto di prodotto potenziale come una misura del livello di medio-lungo periodo del prodotto reale sostenibile di un'economia. Sebbene facciano astrazione dalle oscillazioni cicliche di breve periodo, gli indicatori del prodotto potenziale possono comunque fluttuare di anno in anno, riflettendo le condizioni dell'offerta quali le variazioni nei principali fattori produttivi, capitale e lavoro, e nella loro produttività, nonché le variazioni degli investimenti e del grado di persistenza della disoccupazione. Di conseguenza, le variazioni delle misure annue della crescita del prodotto potenziale andrebbero distinte dal suo tasso tendenziale di lungo periodo, il quale è determinato principalmente dal ritmo del progresso tecnologico e dalla crescita della popolazione.

Gli indicatori del prodotto potenziale sono impiegati anche per ricavare altri indicatori, quali

i saldi del bilancio pubblico corretti per gli effetti del ciclo, utilizzati per valutare l'orientamento della politica fiscale. Va tuttavia rilevato che il prodotto potenziale non è direttamente osservabile, ma viene inferito dai dati esistenti utilizzando metodi statistici ed econometrici. Sussiste considerevole incertezza circa la misurazione del prodotto potenziale, e la stessa incertezza riguarda pertanto anche gli indicatori da esso derivati ¹⁾.

La recente contrazione economica nel contesto della crisi finanziaria ha prodotto un forte impatto negativo a breve termine sul prodotto. È opinione diffusa che anche il prodotto potenziale

1) Per una trattazione più dettagliata del ruolo degli indicatori del prodotto potenziale nell'analisi macroeconomica e dell'incertezza che li caratterizza, cfr. "Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzi e stime", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2000. Cfr. inoltre il riquadro "Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2009.

potrebbe averne risentito. L'effetto della crisi finanziaria sul prodotto potenziale presenta implicazioni non soltanto per l'attività economica, ma anche per la valutazione delle eventuali pressioni al ribasso sui prezzi che potrebbero scaturire nel breve periodo da un eccesso di capacità. Su un arco di tempo più lungo, anche l'invecchiamento della popolazione nell'area dell'euro avrà un effetto frenante sul prodotto potenziale futuro.

L'articolo è strutturato come segue. Per cominciare vengono descritti i vari concetti e indicatori del prodotto potenziale. Successivamente si passa in rassegna l'evoluzione passata e attuale delle stime della crescita potenziale, considerando come essa possa aver risentito della recente contrazione economica e quali siano le sue prospettive di più lungo periodo. In seguito vengono analizzati l'evoluzione e gli andamenti correnti delle stime dell'*output gap* e il legame fra quest'ultimo e l'inflazione. Si conclude con la presentazione delle implicazioni e dei suggerimenti sul piano della politica economica.

2 PRODOTTO POTENZIALE: CONCETTO E MISURAZIONE

Si considera in genere che il prodotto potenziale fornisca un'indicazione del livello di medio-lungo periodo del prodotto reale sostenibile in un'economia e del suo tasso di crescita. Esso viene altresì definito come il livello di prodotto conseguibile utilizzando i fattori produttivi a disposizione senza generare pressioni inflazionistiche. Il livello del prodotto potenziale e il suo tasso di crescita risentono di molti fattori, fra i quali rivestono particolare importanza l'assetto istituzionale in cui opera l'economia e le politiche economiche strutturali. L'*output gap*, definito come deviazione percentuale del livello attuale del prodotto dal suo livello potenziale, misura il grado di utilizzo dei fattori produttivi nell'economia e viene spesso considerato come un indicatore dello stato del ciclo economico nonché di eventuali pressioni inflazionistiche.

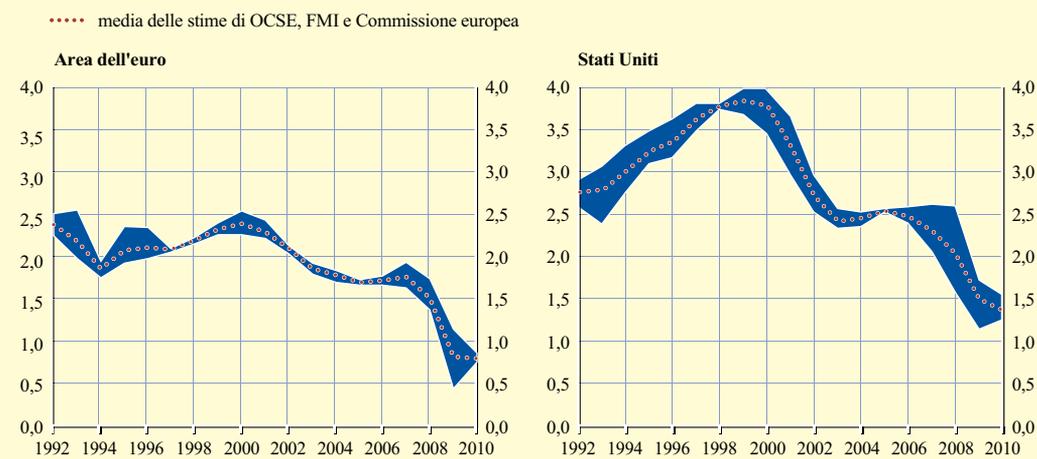
L'evoluzione del prodotto potenziale dipende dagli sviluppi di vari fattori sottostanti, e in

particolare dalle condizioni dell'offerta, quali la dotazione dell'economia in termini dei fattori produttivi, capitale e lavoro, e della loro produttività. Pertanto, la crescita del prodotto potenziale riflette gli andamenti di queste componenti dal lato dell'offerta le quali, a loro volta, sono collegate a vari fattori quali le tendenze demografiche e del mercato del lavoro, le variazioni degli investimenti e le innovazioni tecnologiche.

La capacità di produrre di un'economia dipende dal suo assetto giuridico ed economico. Fra gli elementi che, all'interno di questo assetto, rivestono maggiore rilevanza nell'influenzare il prodotto potenziale figurano: il sistema di tassazione; la definizione del diritto di proprietà; l'efficienza dei sistemi giuridici e di istruzione; la regolamentazione dei mercati dei prodotti, del lavoro e dei mercati finanziari; la presenza di un sistema monetario stabile, credibile ed efficiente. In generale, le variazioni delle condizioni che caratterizzano tale assetto possono avere un impatto considerevole sulla capacità di crescita dell'economia. Per questo motivo, le riforme economiche volte ad accrescere la concorrenza e a minimizzare i disincentivi all'investimento nelle risorse di capitale e umane sono cruciali per aumentare la capacità produttiva di medio-lungo periodo dell'economia. Inoltre, un'ulteriore fondamentale fonte di variazione della capacità produttiva di un'economia sono le innovazioni tecnologiche (innovazioni di prodotto e di processo) che, per definizione, sono difficilmente prevedibili, ma possono considerarsi come la principale determinante della crescita economica nel lungo periodo. Infine, la crescita potenziale può ovviamente risentire di crisi economiche importanti, dal momento che lo stock di capitale reale e umano rischia di deperire più rapidamente o divenire obsoleto durante recessioni gravi, mentre le rigidità istituzionali potrebbero impedire un rapido reimpiego delle risorse produttive che tali crisi rendono inutilizzate o sottoutilizzate.

Nel complesso, ciò indica che il tasso di crescita potenziale può variare considerevolmente nel tempo. Inoltre, dal momento che l'impatto di questi fattori sulla crescita economica non può essere misurato con certezza, e che il livello del

Figura 1 Intervallo della crescita stimata del prodotto potenziale per l'area dell'euro e gli Stati Uniti



Fonti: *Economic Outlook*, OCSE, dicembre 2010; *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2010; Commissione europea, base dati AMECO, autunno 2010.

prodotto potenziale o il suo tasso di crescita non sono direttamente osservabili ma vanno inferiti dai dati esistenti utilizzando metodi statistici ed econometrici ²⁾, le stime del prodotto potenziale sono caratterizzate da notevole incertezza. Ciò è particolarmente vero nel contesto attuale, non essendo ancora chiare le implicazioni economiche di lungo periodo della crisi finanziaria.

3 PRODOTTO POTENZIALE: ANDAMENTI RECENTI E PROSPETTIVE

Nel contesto della recente grave contrazione mondiale l'incertezza riguardo alle prospettive di medio periodo per la crescita del PIL nell'area dell'euro e nel resto del mondo risulta particolarmente elevata. Di seguito vengono presentate le stime della crescita potenziale nell'attuale congiuntura formulate per l'area dell'euro dalle istituzioni internazionali e vengono analizzate le principali determinanti degli andamenti recenti del prodotto potenziale. Vengono inoltre discusse le prospettive per la crescita del prodotto potenziale.

ANDAMENTI RECENTI

Le stime recenti del prodotto potenziale fornite dall'OCSE, dall'FMI e dalla Commissione euro-

pea indicano che la crescita potenziale dell'area dell'euro dovrebbe essere significativamente calata durante la recente contrazione economica. Nel periodo 2000-07 il tasso annuo medio stimato di crescita potenziale era dell'1,9 per cento circa e l'intervallo delle stime era relativamente ristretto (cfr. figura 1). Nel periodo 2008-10, invece, la stima media del tasso annuo di crescita potenziale era dello 0,9 per cento e l'intervallo delle stime fornite dalle varie istituzioni era maggiore.

Il calo considerevole della crescita potenziale stimata non ha riguardato unicamente l'area dell'euro: negli Stati Uniti, dove il tasso di crescita potenziale era stimato a un livello superiore di quello dell'area, si sarebbe verificata una flessione di misura analoga, dal 2,5 per cento nel periodo 2000-07 all'1,8 per cento nel 2008-10.

I metodi utilizzati dalle istituzioni internazionali per la stima del prodotto potenziale si basano su un concetto di funzione della produzione macroeconomica che mette in relazione il prodotto, la tecnologia e i fattori produttivi quali il lavoro e il capitale. Effettuando alcune ipotesi semplificatrici, tale approccio consente di scomporre la

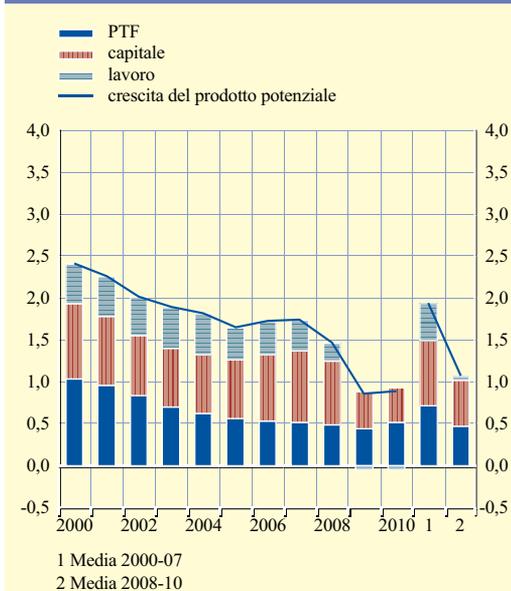
2) Cfr. nota 1.

crescita potenziale nei diversi contributi forniti dalle variazioni nell'utilizzo del capitale e del lavoro nell'economia, nonché dalle variazioni nella produttività di tali fattori. Quest'ultimo effetto è altresì noto come "produttività totale dei fattori" (PTF) e il suo contributo alla crescita del PIL potenziale può essere visto come un indicatore grezzo del tasso di progresso tecnologico dell'economia. Nel lungo periodo il progresso tecnologico è l'unica fonte di aumento della ricchezza economica misurata in termini di PIL pro capite.

Una scomposizione delle stime della crescita del prodotto potenziale in base ai contributi forniti da lavoro, capitale e produttività per l'area dell'euro, basata sulle stime della Commissione europea, è riportata nella figura 2³⁾. La figura evidenzia innanzitutto un *trend* degno di nota per il periodo 2000-07, prima della crisi finanziaria: il contributo della produttività totale dei fattori si è dimezzato, passando dall'1 per cento nel 2000 all'1/2 per cento nel 2007, mentre quelli dell'accumulo di stock di capitale e del fattore lavoro sono rimasti relativamente stabili. Inoltre, i fattori della crescita potenziale hanno risentito della recente contrazione in misura diversa: le stime del contributo della PTF sono infatti cambiate solo marginalmente, mentre il calo della crescita potenziale nel contesto della crisi finanziaria è generalmente ascrivibile ai minori contributi del lavoro e del capitale. La flessione del contributo del lavoro deriva a sua volta da un aumento delle stime del tasso strutturale di disoccupazione (il tasso di disoccupazione non acceleratore dell'inflazione, o NAIRU), da un minore tasso di partecipazione al mercato del lavoro, e da un maggiore calo tendenziale stimato delle ore lavorate. Il minore contributo dello stock di capitale riflette invece la diminuzione degli investimenti nel contesto della recente contrazione economica. Ciò concorda con l'osservazione generale che a seguito di una crisi finanziaria il capitale e l'occupazione tendono a restare depressi per un periodo di tempo prolungato, mentre la PTF sembra essere meno colpita e riprendersi più rapidamente⁴⁾.

L'impatto di più lungo periodo della crisi sul prodotto potenziale è incerto. Per vari motivi,

Figura 2 Contributi alla crescita potenziale nell'area dell'euro nell'arco del periodo 2000-10



Fonti: Commissione europea, base dati AMECO, autunno 2010.

infatti, la crisi finanziaria potrebbe accompagnarsi a shock strutturali in grado di generare uno spostamento più duraturo verso il basso del livello del prodotto potenziale o addirittura tassi persistentemente più bassi di crescita del prodotto potenziale⁵⁾.

In primo luogo, un calo duraturo del livello del prodotto potenziale può venire dalla correzione della capacità in eccesso accumulata nel periodo precedente la crisi. Un processo di correzione di questo tipo comporterebbe una flessione dei livelli di investimento accompagnata a un deperimento più rapido o all'obsolescenza di parte dello stock di capitale preesistente. La recente contrazione economica potrebbe di fatto portare in alcuni paesi al ridimensionamento di determinati settori, come quello finanziario e quello delle costruzioni, che avevano conosciuto un'espansione sproporzionata durante il precedente boom.

3) Non sono disponibili scomposizioni analoghe per le stime dell'FMI e dell'OCSE.

4) Cfr. *World Economic Outlook*, FMI, capitolo 4, ottobre 2009.

5) Cfr. il riquadro "Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2009.

In secondo luogo, una riduzione nel livello del prodotto potenziale può derivare dal calo del contributo del lavoro in conseguenza del deperimento delle competenze della forza lavoro dovuto alla disoccupazione di lungo periodo. Il fatto che la contrazione sia stata particolarmente pronunciata e abbia colpito in misura sproporzionata determinati settori potrebbe inoltre esacerbare il “mismatch” nel mercato del lavoro: la corrispondenza fra i lavoratori disoccupati e i posti vacanti rischia cioè di ridursi dal momento che la riallocazione settoriale potrebbe modificare la gamma di competenze richieste. Tensioni di questo tipo nel mercato del lavoro possono dar luogo a un aumento temporaneo ma persistente della disoccupazione strutturale.

Gli effetti di più lungo periodo della crisi finanziaria sul tasso di crescita del prodotto potenziale sono più incerti. Essi potrebbero manifestarsi laddove la crisi abbia depresso durante un periodo prolungato i profitti correnti e attesi e abbia comportato un aumento dei premi al rischio e laddove siano emersi vincoli per l’offerta di credito, inducendo un inasprimento dei criteri di concessione del credito e un aumento dei costi effettivi di indebitamento⁶⁾. Sviluppi di questo tipo rischiano di rallentare gli investimenti, e di conseguenza la formazione di capitale, per lungo tempo. Inoltre, le rigidità reali e nominali presenti nei mercati del lavoro potrebbero ostacolare la riallocazione delle risorse e limitare l’adeguamento dei salari, portando a una debole domanda di lavoro e a una riduzione persistente della crescita dell’occupazione. Una recessione grave potrebbe inoltre ridurre la crescita potenziale della forza lavoro scoraggiando determinati gruppi all’interno di quest’ultima dal partecipare al mercato del lavoro e riducendo i flussi di immigrazione.

I fattori menzionati, unitamente all’eventualità di una protratta sussidiazione di settori non redditizi, rischiano di ostacolare il processo di ristrutturazione e di incidere negativamente sulle attività di innovazione, provocando così una riduzione persistente della produttività e pertanto della crescita del prodotto potenziale. Ciò nonostante, una volta che le imprese e le attività

meno efficienti saranno rimosse dal mercato e sostituite da imprese e attività più efficienti, la crescita dell’efficienza e della produttività potrebbero segnare un miglioramento nel medio-lungo periodo, contribuendo così a un aumento della crescita del prodotto potenziale. Il riquadro 1 presenta le evidenze empiriche in base alle quali un processo di ristrutturazione di questo tipo sarebbe cruciale affinché le economie mantengano un’elevata crescita della produttività e rappresenterebbe inoltre un fattore determinante per garantire il ritorno alla crescita e l’uscita dalla contrazione.

L’esperienza maturata in occasione delle passate crisi finanziarie è utile per capire fino a che punto le risposte sul piano delle politiche economiche siano fondamentali per quanto riguarda l’impatto di lungo periodo di una crisi finanziaria sul prodotto potenziale⁷⁾. Ad esempio, le recessioni iniziate nel 1991 in Svezia e Finlandia furono relativamente brevi e non indussero una riduzione duratura della crescita del prodotto potenziale. Ciò si deve in larga misura alla rapida risoluzione delle crisi bancarie in questi paesi, nonché a processi di ristrutturazione economica di ampio respiro che innescarono un aumento del contributo della PTF alla crescita potenziale. Per contro, è probabile che l’insufficiente risolutezza della risposta delle politiche economiche giapponesi alla crisi finanziaria negli anni novanta abbia concorso al rallentamento della crescita potenziale di lungo periodo del paese.

Nel complesso, la crisi finanziaria ha probabilmente indotto una riduzione del livello del prodotto potenziale. Vi è molta incertezza riguardo all’impatto che essa può aver avuto sulla crescita del prodotto potenziale, non da ultimo poiché esso dipende in larga misura dalle risposte date dalle politiche economiche alla recente contrazione economica.

6) Cfr. il riquadro “Andamenti del prodotto potenziale alla luce delle variazioni dei corsi petroliferi e dei premi per il rischio di credito”, *Bollettino mensile*, BCE, dicembre 2008.

7) “Impact of the current economic and financial crisis on potential output”, *European Economy Occasional Papers*, n. 49, Commissione europea, giugno 2009.

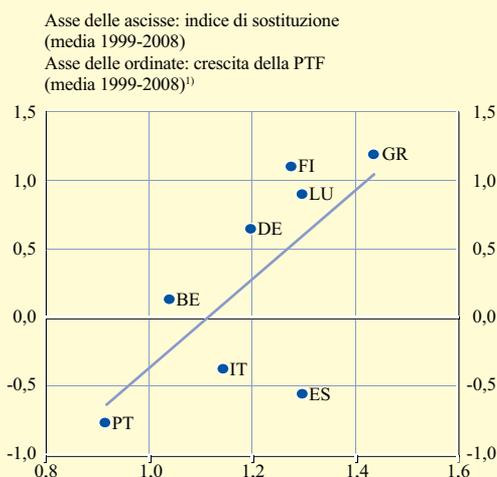
PRODUTTIVITÀ TOTALE DEI FATTORI E ANDAMENTI STRUTTURALI DELLE DINAMICHE AZIENDALI IN ALCUNI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

Il nesso fra le dinamiche aziendali, l'attività economica e la produttività totale dei fattori (PTF) è stato oggetto di ampia trattazione nella letteratura economica. Il fallimento delle imprese non produttive e l'ingresso sul mercato di altre imprese più produttive sono stati identificati come importanti determinanti delle variazioni nella crescita della produttività aggregata¹⁾.

Le caratteristiche strutturali dei processi di ingresso-uscita delle imprese dal mercato sembrano rappresentare una questione economica particolarmente rilevante per la PTF e il prodotto potenziale, specie durante le grandi recessioni come la recente crisi economica e finanziaria. Di conseguenza, una migliore comprensione delle relative dinamiche è fondamentale per formulare politiche che aumentino la produttività e la crescita di lungo periodo e creino le condizioni appropriate per una ripresa duratura. Questo riquadro fornisce elementi conoscitivi riguardo alle dinamiche aziendali in alcuni paesi dell'area dell'euro sulla base dei dati sulle nascite e le morti delle imprese.

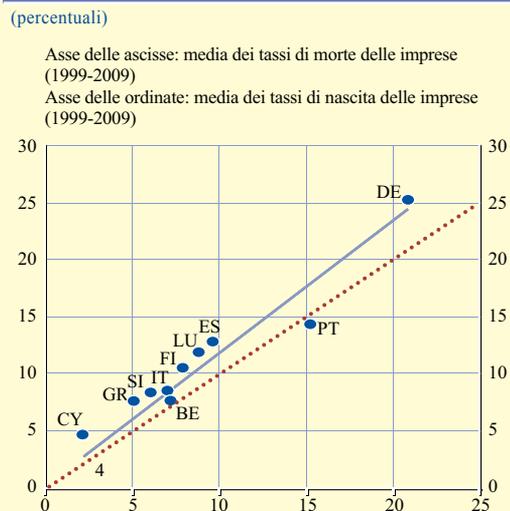
I dati disponibili sembrano confermare che le dinamiche aziendali dell'area dell'euro si caratterizzano per una sorta di distruzione creativa schumpeteriana. Come si può osservare nella figura A, un livello di nascite più elevato rispetto alle morti è sostanzialmente in linea con un maggiore tasso di crescita della PTF²⁾. Una possibile interpretazione di ciò è che le nuove imprese che fanno ingresso nel mercato sono più innovative di quelle esistenti e di quelle uscenti. L'intensificazione della

Figura A Indice di sostituzione e crescita della PTF



Fonti: Conference Board Total Economy Database ed elaborazioni della BCE.
 Nota: L'indice di sostituzione mette in relazione i tassi di nascita delle imprese con quelle di morte.
 1) Variazioni percentuali.

Figura B Tassi medi di nascita e di morte delle imprese



Fonti: elaborazioni della BCE.
 Nota: La linea punteggiata è a 45 gradi.
 I tassi di nascita e di morte sono definiti come rapporto fra il numero di imprese che entrano o escono dal mercato in un dato anno e il numero totale di imprese esistenti l'anno precedente.

1) Cfr. Bartelsman e Doms (2000).
 2) Va tuttavia notato che una correlazione significativa non indica necessariamente la presenza di un nesso causale fra le variabili.

concorrenza dovuta al maggior numero di imprese presenti sul mercato (per effetto dell'ingresso di nuove aziende) potrebbe anch'essa essere all'origine di questo processo foriero di innovazione³⁾.

Dalla figura B emerge una forte relazione fra i tassi di nascita e di morte delle imprese all'interno dei singoli paesi dell'area dell'euro. Tali tassi differiscono tuttavia ampiamente da un paese all'altro, collocandosi per la maggior parte nell'intervallo 5-10 per cento dello stock totale di imprese⁴⁾. Nella maggioranza dei paesi dell'area i tassi di nascita superano mediamente nel tempo quelli di morte, a indicare una crescita netta positiva del numero di imprese.

In sintesi, il "turnover" dato dai più rapidi tassi di nascita e di morte delle imprese appare positivamente correlato con la crescita della PTF. Di conseguenza, riforme strutturali che favoriscano la creazione di imprese, ad esempio tramite una riduzione della burocrazia e la regolamentazione delle *start-up*, e misure che promuovano la concorrenza e l'innovazione e riducano le rigidità dei mercati dei prodotti e del lavoro sarebbero strumentali per migliorare la crescita della PTF e innalzare il tasso di crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro.

Riferimenti bibliografici

Ahn, S., Fukao, K. e Kwon, H.U., "The Internationalization and Performance of Korean and Japanese Firms: An Empirical Analysis Based on Micro-Data", *RIETI Discussion Paper Series*, n. 05-E-008, 2000.

Aw, B.-Y., Chen, X. e Roberts, M., "Firm-Level Evidence on Productivity Differentials, Turnover, and Exports in Taiwanese Manufacturing", *Journal of Development Economics*, 66, 2001, pagg. 51-86.

Bartelsman, E., e Doms, M., "Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata", *Journal of Economic Literature*, 38, 2000, pagg. 569-594.

Disney, R., Haskel, J. e Heden, Y., "Restructuring and Productivity Growth in UK Manufacturing", *Economic Journal*, 113, 2003, pagg. 666-694.

Foster, L., Haltiwanger, J. e Krizan, C.J., "Aggregate Productivity Growth: Lessons from Microeconomic Evidence", in Hulten, C. R., Dean, E. R. e Harper, M. J. (ed.), *New Developments in Productivity Analysis*, University of Chicago Press, 2001, pagg. 303-363.

Gebreeyesus, M., "Firm Turnover and Productivity Differentials in Ethiopian Manufacturing", *Göteborg University Working Paper*, 2005.

Hahn, C.-H., "Entry, Exit, and Aggregate Productivity Growth: Micro Evidence on Korean Manufacturing", *OECD Working Paper*, 2000.

López-García, P., Puente, S. e Gómez, A., "Firm productivity dynamics in Spain", *Banco de España Working Papers*, n. 0739, 2007.

3) Inoltre, il contributo degli ingressi e delle uscite alla crescita della produttività aggregata potrebbe variare a seconda dei settori. Come mostrano Lopez e Puente (2007) per la Spagna, le nuove imprese nel settore dei servizi tendono a essere meno produttive delle nuove imprese nel settore industriale.

4) Il grado di eterogeneità/omogeneità potrebbe celare asimmetrie, come ad esempio fattori regolamentari che incidano sulla probabilità di creare una nuova impresa o costi irrecuperabili collegati all'espropriazione di imprese esistenti e la successiva apertura di nuove attività.

PROSPETTIVE DI PIÙ LUNGO PERIODO

In prospettiva, su un orizzonte più lungo, è plausibile che il prodotto potenziale futuro dell'area dell'euro sarà influenzato anche dall'invecchiamento della popolazione. Quest'ultimo frena il tasso di crescita della forza lavoro, dando luogo a una minore offerta di lavoro e attenuando così il tasso di crescita del prodotto potenziale nel medio-lungo periodo.

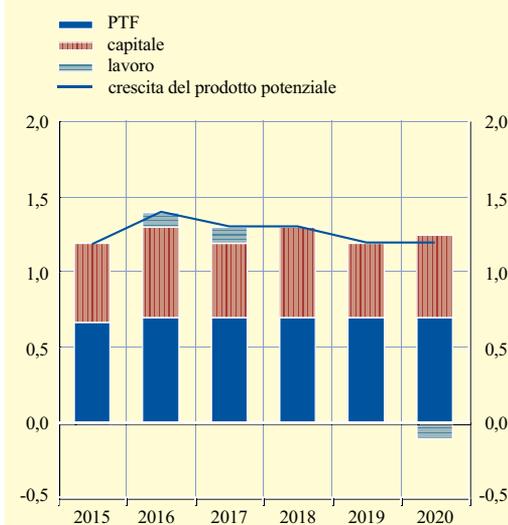
In base alle recenti proiezioni di medio termine formulate dalla Commissione europea riguardo alla crescita potenziale dell'area dell'euro⁸⁾ – riportate nella figura 3 –, se le politiche economiche non verranno profondamente modificate in modo da contribuire ad accrescere il tasso potenziale di crescita dell'area, quest'ultimo subirà un notevole calo di lungo periodo. Ciò si deve alla contrazione della popolazione in età da lavoro: il tasso di variazione annua della popolazione di età compresa fra i 15 e i 64 anni nell'area dovrebbe diminuire e il contributo complessivo del fattore lavoro - misurato dalle ore totali lavorate nell'economia - alla crescita potenziale annua dovrebbe quindi ridursi in base alle stime e divenire negativo entro il 2020. Queste proiezioni si basano sui contributi pre-crisi alla crescita (pari a circa ½ punto percentuale per il tasso di variazione tecnologica e a ¾ di punto per l'accumulazione di capitale), ossia sull'ipotesi di un orientamento invariato delle politiche economiche strutturali nell'area dell'euro. Insieme all'ipotesi di un contributo negativo del fattore lavoro, connesso con l'impatto atteso dell'invecchiamento della popolazione, ciò produce un tasso stimato di crescita di appena l'1¼ per cento per l'area dell'euro nel 2020. Pertanto, anche senza considerare l'eventualità di effetti negativi duraturi provenienti dalla recente contrazione economica, in assenza di riforme economiche l'impatto dell'invecchiamento della popolazione ridurrà significativamente nel lungo periodo la crescita del prodotto potenziale nell'area dell'euro.

4 OUTPUT GAP E INFLAZIONE

La recente contrazione economica ha avuto un significativo impatto congiunturale negati-

Figura 3 Scenario di medio periodo per la crescita potenziale dell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; punti percentuali)



Fonte: *European Economy*, Commissione europea, 7, dicembre 2010, pagg. 48-66.

vo sull'attività. Esso si è riflesso nelle misure dell'*output gap*, definito come differenza percentuale tra il livello effettivo e quello potenziale del PIL in termini reali. Analogamente alle misure del prodotto potenziale, anche quelle dell'*output gap* sono soggette a incertezza.

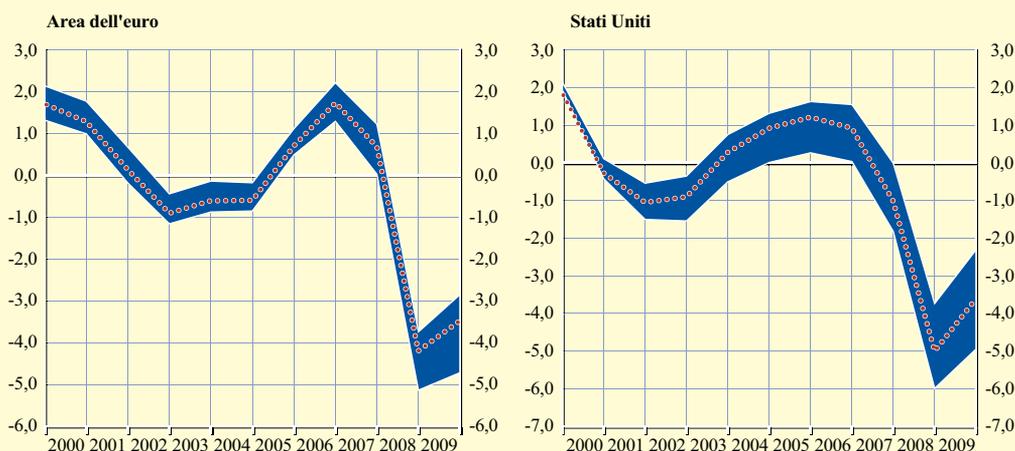
L'*output gap* può essere considerato come un indicatore del grado di utilizzo della capacità produttiva di un'economia connesso con le variazioni di breve periodo della domanda. Poiché la dotazione di capitale fisico e quella di capitale umano possono adeguarsi completamente solo nel medio periodo e non possono pertanto essere immediatamente allineate alle oscillazioni della domanda, l'utilizzo dei fattori produttivi esistenti varierà nell'arco del ciclo economico. Pertanto, un valore positivo

8) Cfr. Commissione europea, *European Economy*, 7, dicembre 2010, pagg. 48-66. Le ipotesi di crescita della popolazione sottostanti queste proiezioni sono sostanzialmente in linea con quelle della Relazione 2009 sull'invecchiamento (cfr. "The 2009 Ageing Report: Underlying Assumptions and Projection Methodologies for the EU-27 Member States (2007-2060)", *European Economy*, n. 7/2008, pag. 209, tavola intitolata "Euro Area – Main Demographic and Macroeconomic Assumptions").

Figura 4 Intervallo dell'*output gap* stimato nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(in percentuale del PIL)

..... media delle stime di OCSE, FMI e Commissione europea



Fonti: *Economic Outlook*, OCSE, dicembre 2010; *World Economic Outlook*, FMI, ottobre 2010; Commissione europea, base dati AMECO, autunno 2010.

dell'*output gap* indicherà un elevato utilizzo della capacità in un periodo di forte domanda, mentre un suo valore negativo segnala che la domanda è inferiore al volume di produzione potenzialmente conseguibile con i fattori produttivi esistenti.

Di conseguenza, sebbene l'inflazione sia in ultima istanza un fenomeno monetario, l'*output gap* è spesso considerato una determinante fondamentale delle pressioni inflazionistiche di breve periodo. In parole semplici, quanto più il prodotto effettivo supera il suo livello potenziale (ossia quanto più ampio l'*output gap*), tanto più forti saranno le pressioni al rialzo sui prezzi. All'opposto, quanto più i fattori produttivi restano inutilizzati (e l'*output gap* si colloca su valori negativi), tanto maggiore sarà l'incentivo delle imprese a stimolare la domanda di propri prodotti abbassando i prezzi o riducendo i rincari.

La recente contrazione economica ha depresso la domanda in misura maggiore che l'offerta, dando pertanto luogo a una flessione marcata dell'*output gap* sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Come mostrano le stime riportate nella figura 4, l'*output gap* ha cominciato a

restringersi in entrambe le economie nel 2007. Il calo si è tuttavia ampliato con l'intensificarsi della crisi finanziaria, portando l'*output gap* stimato a raggiungere un valore eccezionalmente basso nel 2009, e dando origine alla contrazione più grave in tempi di pace dopo la Grande Depressione degli anni trenta⁹⁾. L'*output gap* negativo dovrebbe comunque restringersi lievemente nel 2010 sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti.

Il marcato calo dell'*output gap* nel 2008 e 2009 ha contribuito al calo del tasso annuo di inflazione al consumo armonizzato nell'area dell'euro. L'effetto è stato tuttavia contenuto e vi è ampio consenso fra i previsori che l'inflazione nell'area dell'euro rimarrà positiva nel medio periodo. Queste prospettive appaiono sostanzialmente in linea con l'esperienza storica, in base alla quale le oscillazioni della capacità in eccesso hanno avuto un ruolo solo marginale

9) La più recente recessione differisce significativamente da una recessione tipica. Per una descrizione più dettagliata dell'ultimo rallentamento in una prospettiva storica, cfr. "La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2009.

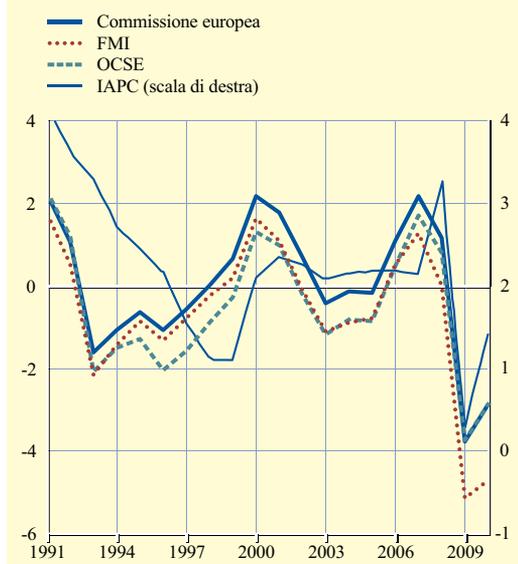
per l'inflazione dell'area. Come mostra la figura 5, il nesso tra *output gap* e andamenti dei prezzi non è stata lineare in passato, a indicare che, in media, sono necessarie variazioni relativamente ampie dell'*output gap* per produrre un impatto significativo sull'inflazione nell'area dell'euro¹⁰⁾.

Vi sono varie spiegazioni delle tendenze recenti dell'inflazione. Come mostra in maggiore dettaglio il riquadro 2 sulla base di un'analisi tecnica del nesso tra *output gap* e inflazione basata sulla curva di Phillips, un fattore chiave sono le aspettative di inflazione, che rivestono un ruolo fondamentale nel determinare l'andamento dell'inflazione. Nell'arco dello scorso anno tali aspettative sono rimaste ben ancorate nell'area dell'euro, continuando a collocarsi nel medio periodo in prossimità del 2 per cento, in linea con il mandato di garantire la stabilità dei prezzi della BCE¹¹⁾. Contestualmente l'area dell'euro è stata altresì caratterizzata da rigidità di salari e prezzi, come la vischiosità dei salari dovuta a contratti pluriennali, retribuzioni minime garantite o all'indicizzazione degli accordi salariali all'inflazione. In generale ci si può attendere che le rigidità nominali diano luogo a non linearità o ad asimmetrie significative nella risposta dei prezzi alle variazioni dell'attività: le imprese potrebbero essere più restie ad abbassare i prezzi piuttosto che ad alzarli, e i lavoratori potrebbero opporsi in modo particolarmente vigoroso alla riduzione dei salari nominali¹²⁾. Rigidità di questo tipo influenzano parimenti il calo delle pressioni inflazionistiche in un contesto di deterioramento delle condizioni economiche.

Nel complesso, sebbene un volume considerevole di capacità inutilizzata nell'economia possa attenuare le pressioni inflazionistiche nel breve periodo, le determinanti cruciali per le variazioni dei prezzi e dei salari nell'area dell'euro sono il grado sostanziale di rigidità, che riduce l'impatto dell'*output gap* sull'andamento dell'inflazione, e il buon ancoraggio delle aspettative di inflazione. Inoltre, l'incertezza circa la misurazione del prodotto potenziale riguarda anche l'*output gap*. Pertanto, laddove il brusco rallentamento dell'attività dovesse riflettere più di quanto at-

Figura 5 Indicatori dell'*output gap* dell'area dell'euro e inflazione annua generale armonizzata al consumo

(variazioni percentuali annue; in percentuale del PIL)



Fonti: Commissione europea, FMI, OCSE ed Eurostat.

Nota: I valori di tutte le variabili eccetto il tasso annuo di variazione dello IAPC sono riportati sulla scala sinistra. Le stime dell'*output gap* per il 2010 e il 2011 sono proiezioni. I dati sullo IAPC al netto dell'energia e degli alimentari per il 2010 si basano sulle osservazioni mensili disponibili.

tualmente ipotizzato l'impatto negativo di fattori dal lato dell'offerta, il livello del prodotto potenziale risulterebbe inferiore e l'*output gap* meno negativo. Di conseguenza, vi è incertezza anche relativamente alla valutazione dell'impatto dell'attuale contrazione sull'inflazione.

10) Cfr., ad esempio, Musso, A., Stracca, L. e von Dijk, D., "Instability and nonlinearity in the euro area Phillips curve", *Working Paper Series*, n. 811, BCE, 2007, nonché Fagan, G. e Morgan, J., *Econometric models of the euro area central banks*, Edward Elgar Press, 2005.

11) Vari studi rilevano un ruolo crescente delle aspettative di inflazione nella stima delle curve di Phillips. Ad esempio, in base alla stima delle curve di Phillips per un campione di economie OCSE, Anderton et al. (2010) non escludono che l'impatto dell'*output gap* sull'inflazione si stia progressivamente indebolendo, forse a causa di modifiche alla politica monetaria che hanno contribuito ad aspettative di inflazione basse e ben ancorate. Cfr. Anderton, R., Galesi, A., Lombardi, M. e di Mauro, F., "Key elements of global inflation", in *Challenges to inflation in an era of relative price shocks*, Reserve Bank of Australia Conference Volume, 2010.

12) Per maggiori dettagli sulla determinazione dei prezzi nell'area dell'euro, cfr. "I risultati di una nuova indagine sul processo di formazione dei salari in Europa", *Bollettino mensile*, BCE, febbraio 2009 e "Modalità di determinazione dei prezzi nell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2005.

Riquadro 2

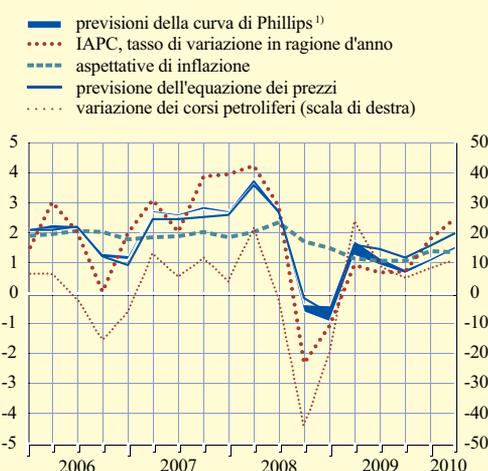
NESSO FRA INFLAZIONE E *OUTPUT GAP*: UN'ILLUSTRAZIONE BASATA SULLA CURVA DI PHILLIPS

Uno schema comunemente utilizzato per comprendere la relazione fra *output gap* e inflazione è la curva di Phillips. Nella sua formulazione originaria, questa consisteva in una semplice relazione di breve periodo fra l'inflazione e il tasso di disoccupazione¹⁾. Le varianti moderne riconoscono invece che il prodotto potenziale può altresì variare nel tempo e mettono pertanto in relazione l'inflazione con le deviazioni dell'attività economica dal suo livello potenziale, ossia con l'*output gap*²⁾. Esse tengono inoltre conto dell'impatto delle aspettative di imprese e lavoratori sui processi di formazione dei prezzi e dei salari. Le stime empiriche della curva di Phillips includono infatti delle *proxy* delle aspettative di inflazione – prospettive (ossia basate sulle previsioni economiche formulate nelle indagini) o retrospettive (ossia basate sull'inflazione pregressa) –, in virtù del fatto che le aspettative possono reagire anche in maniera adattiva all'andamento dell'inflazione. Infine, i modelli dell'inflazione basati sulla curva di Phillips cercano altresì di cogliere gli effetti di altri fattori esogeni dal lato dell'offerta, come le variazioni del prezzo del petrolio e di altre materie prime. Siccome le oscillazioni di questi prezzi tendono a trasmettersi all'inflazione complessiva misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), variazioni considerevoli di queste variabili hanno un impatto significativo sull'inflazione nel breve periodo.

Il presente riquadro illustra l'impatto che l'eccesso di capacità (misurato dall'*output gap*) potrebbe avere sull'inflazione sulla base di un modello semplice ma abbastanza comune della curva di Phillips. L'impatto delle diverse determinanti dell'inflazione all'interno di questo modello può essere stimato mediante una regressione del tasso di variazione sul trimestre precedente espresso in ragione d'anno dello IAPC complessivo sulle seguenti variabili esplicative principali³⁾: a) la misura delle aspettative di inflazione a un anno tratte dall'indagine di Consensus Economics, b) il valore dell'inflazione misurata sullo IAPC nel trimestre precedente (in modo da cogliere l'inerzia e la rigidità nell'adeguamento dei prezzi), c) il tasso trimestrale di variazione del prezzo del petrolio in euro (in modo da cogliere un'importante determinante esoge-

Inflazione armonizzata al consumo effettiva e previsioni dell'inflazione al consumo armonizzata desunte da modelli basati su *output gap* stimati, variazioni dei corsi del greggio e aspettative di inflazione

(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat, Datastream, indagine di Consensus Economics, Commissione europea (database AMECO), OCSE, FMI ed elaborazioni della BCE.

Nota: I valori di tutte le variabili eccetto la variazione dei corsi petroliferi sono riportati sulla scala di sinistra.

1) Intervallo implicito in quello delle stime dell'*output gap* formulate da Commissione europea, OCSE e FMI. Le stime della Commissione europea e dell'FMI dei valori annuali dell'*output gap* sono state interpolate per ottenere valori trimestrali.

1) Cfr. Phillips (1958).

2) Cfr. Kuttner (1994).

3) I modelli di regressione sono stimati sulla base del metodo dei minimi quadrati ordinari utilizzando dati dal 1° trimestre 1991 al 2° trimestre 2010.

na dell'inflazione dal lato dell'offerta), e d) l'indicatore dell'*output gap*. Al fine di valutare l'importanza dell'*output gap* come determinante dell'inflazione, si effettua inoltre una stima alternativa escludendo l'indicatore dell'*output gap*. Successivamente, i parametri dell'impatto ricavati dalle stime del modello possono essere usati per ricavare due tipi di previsioni dell'inflazione condizionate ai valori delle variabili esplicative: in primo luogo, le previsioni della curva di Phillips incorporando l'impatto dell'*output gap* misurato da varie istituzioni (Commissione europea, FMI, OCSE) e in secondo luogo una previsione dell'inflazione al netto dell'impatto dell'*output gap* che riflette però l'impatto delle variabili esplicative rimanenti (previsione dell'equazione dei prezzi)⁴⁾.

La figura illustra i risultati principali di questo esercizio per il periodo 1° trimestre 2006-2° trimestre 2010. I due tipi di previsione sono molto simili ed entrambi corrispondono all'inflazione osservata. Questo risultato implica che la variazione dell'inflazione è dovuta principalmente a fattori diversi dall'*output gap*: innanzitutto, il livello complessivo dell'inflazione è in ampia misura determinato dalle aspettative di inflazione, le quali sono rimaste relativamente stabili durante la recente recessione; inoltre, le variazioni dell'inflazione generale sul trimestre precedente riflettono soprattutto l'impatto di fattori esogeni come le variazioni dei corsi petroliferi.

In sintesi, i risultati di questa analisi indicano che nel periodo considerato nell'area dell'euro l'*output gap* ha avuto un ruolo solo marginale nel determinare l'andamento dell'inflazione, mentre rilevanza maggiore hanno avuto altri fattori, come le aspettative di inflazione e le variazioni del prezzo del greggio.

Riferimenti bibliografici

Kuttner, K.N., "Estimating Potential Output as a Latent Variable", *Journal of Business and Economic Statistics*, 12, 1994, pagg. 361-368.

Phillips, A.W., "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom", *Economica*, 25, 1958, pagg. 283-299.

4) Le statistiche ordinarie indicano che i modelli stimati si comportano nel complesso in maniera soddisfacente: tutte le variabili esplicative sono statisticamente significative ai livelli di confidenza standard, ad eccezione dell'inflazione ritardata nei modelli della curva di Phillips. La parte di varianza dell'inflazione spiegata dalle variabili esplicative si colloca per i modelli della curva di Phillips all'interno dell'intervallo 73-76 per cento, a seconda delle stime di *output gap* utilizzate. Escludendo l'*output gap* dal modello di regressione, la quota di varianza spiegata è del 73 per cento. La componente di inflazione non spiegata dalle variabili è colta dai residui della regressione. Si ipotizza che questi ultimi riflettano unicamente flussi casuali non sistematici; essi dovrebbero inoltre essere non correlati e normalmente distribuiti nel tempo. Sulla base di verifiche statistiche ordinarie, queste ipotesi si rivelano sostanzialmente valide per i modelli della curva di Phillips, mentre le statistiche diagnostiche per il modello di regressione che esclude l'*output gap* non sono altrettanto soddisfacenti. Nel complesso, incorporare l'*output gap* nei modelli dell'andamento dell'inflazione migliora le loro proprietà statistiche, sebbene l'effettivo impatto economico dell'*output gap* sull'inflazione sia limitato.

5 CONCLUSIONI

La crisi finanziaria si è accompagnata a un rallentamento del tasso di crescita del prodotto potenziale dell'area dell'euro e cali analoghi del prodotto potenziale si sono osservati in al-

tre economie, come negli Stati Uniti. In linea di principio, la crisi finanziaria dovrebbe avere un effetto solo temporaneo sul tasso di crescita potenziale dell'economia, ossia dovrebbe indurre un unico spostamento verso il basso del livello del prodotto potenziale. In pratica, tuttavia, ciò

dipenderà da vari fattori, in particolare la flessibilità dell'economia e le risposte delle politiche economiche alla crisi finanziaria.

Su un orizzonte più lungo, l'invecchiamento della popolazione concorrerà ad abbassare il tasso di crescita del prodotto potenziale dell'area dell'euro nel medio-lungo periodo. Sulla base delle stime attualmente disponibili, non sembra probabile che l'area dell'euro raggiungerà nel decennio a venire i livelli di crescita potenziale pre-crisi del 2 per cento o più.

La prospettiva di un rallentamento della crescita del prodotto potenziale nel più lungo periodo segnala che sono necessarie nell'area dell'euro riforme economiche strutturali di ampio respiro che favoriscano un aumento duraturo della produzione e dell'occupazione e creino le condizioni affinché si consolidi la ripresa delle prospettive di crescita economica sostenibile a lungo termine. L'esperienza del passato mostra che migliorare la crescita della produttività è fondamentale per sostenere livelli elevati di crescita a lungo termine, specie all'indomani di una crisi finanziaria.

Le principali determinanti dei guadagni di produttività nel medio e lungo periodo sono il tasso di innovazione tecnologica nell'economia, la rapidità con cui i settori meno efficienti dell'economia possono operare una ristrutturazione e il grado di flessibilità dell'economia nel far sì che le risorse rese inutilizzate o sottoutilizzate durante la crisi finanziaria possano essere reimpiegate in modo più produttivo. Di conseguenza, le prospettive per la crescita potenziale dipendono in larga misura dall'assetto

delle politiche economiche. Un assetto istituzionale sufficientemente flessibile favorirà il processo di ristrutturazione e contribuirà ad assicurare che la recente contrazione economica non porti l'economia a assestarsi su un sentiero di minore crescita del prodotto potenziale nel medio-lungo periodo. Occorre pertanto che la politica economica sia tesa a rafforzare la capacità di adeguamento e la flessibilità dei mercati del lavoro e dei prodotti. Il miglior modo per conseguire ciò è favorire gli appropriati processi di formazione dei salari e accrescere la mobilità intersettoriale e interregionale del lavoro. La promozione della concorrenza e il rafforzamento degli incentivi all'investimento potrebbero anch'essi essere utilizzati per imprimere slancio al processo di ristrutturazione e accrescere la produttività.

La recente contrazione economica si è caratterizzata per una lieve moderazione dell'inflazione dovuta all'*output gap* fortemente negativo venutosi a creare durante la crisi finanziaria. In linea con le regolarità storiche, tuttavia, la risposta al ribasso dell'inflazione nell'area dell'euro di fronte alle variazioni dell'*output gap* è stata relativamente contenuta. Le aspettative di inflazione rappresentano delle determinanti fondamentali del processo di inflazione. Il fatto che, grazie alla politica monetaria della BCE durante la crisi, tali aspettative siano rimaste ben ancorate su livelli prossimi ma inferiori al 2 per cento nel medio periodo ha contribuito a schermare l'andamento dell'inflazione dalle pressioni deflazionistiche. È altresì probabile che le rigidità al ribasso dei salari e dei prezzi nell'economia abbiano contribuito a limitare la reazione negativa dell'inflazione.

LA CRISI FINANZIARIA E IL RAFFORZAMENTO DELLA COOPERAZIONE MONDIALE SUL PIANO DELLE POLITICHE

ARTICOLI

La crisi finanziaria e il rafforzamento della cooperazione mondiale sul piano delle politiche

La recente crisi finanziaria mondiale ha messo in luce l'importanza cruciale della sorveglianza macroeconomica e finanziaria a livello globale. Gli anni precedenti la crisi si erano contraddistinti per ritmi di crescita eccezionalmente elevati, livelli di inflazione modesti, tassi di interesse e premi per il rischio bassi. Al tempo stesso, tuttavia, l'economia globale registrava un accumulo senza precedenti di rischi sistemici, alimentato dall'ampliamento degli squilibri economici e finanziari in vari paesi del mondo e da un'eccessiva leva finanziaria da parte degli operatori di mercato. La natura variegata della crisi ha dato origine a diverse spiegazioni sulle cause e a una serie di raccomandazioni intese a ripristinare la stabilità su scala mondiale. Questo articolo analizza il sistema monetario internazionale nel periodo antecedente la crisi globale e le iniziative di riforma della sorveglianza macroeconomica e finanziaria mondiale attualmente in corso, quale effetto degli insegnamenti tratti dalla crisi stessa. Si concentra sulle iniziative volte a migliorare la sorveglianza del sistema, affinare i meccanismi di prevenzione e risoluzione delle crisi, accrescere, più in generale, la solidità e la tenuta del sistema e la cooperazione mondiale sul piano delle politiche.

I INTRODUZIONE

Il sistema monetario internazionale può essere definito come un quadro di riferimento globale per le transazioni monetarie transfrontaliere, vale a dire come l'insieme delle regole e delle condizioni più generali alla base delle operazioni di bilancia dei pagamenti (quali l'emissione e l'utilizzo delle valute internazionali), dei flussi di capitali, dei regimi di cambio e delle crescenti interconnessioni tra paesi (anche se con livelli diversi di sviluppo economico e finanziario). Idealmente dovrebbe offrire un contesto stabile entro il quale assicurare i flussi dei pagamenti su scala mondiale, agevolare l'intermediazione finanziaria, fornire liquidità ai singoli paesi per consentire loro di onorare gli impegni assunti sul piano internazionale. In ultima analisi, dovrebbe favorire, attraverso i flussi di risorse e gli investimenti, una crescita e uno sviluppo sostenibili a livello sia nazionale sia mondiale. Ciò significa che il bene pubblico internazionale rappresentato dalla stabilità esterna dovrebbe essere assicurato da un sistema monetario sostenibile e pienamente funzionante.

Tale sistema viene definito "internazionale" in quanto rende possibili le transazioni a livello mondiale (comprese quelle locali in valuta estera) e "monetario" poiché concerne l'utilizzo delle valute come mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore. Come tale, si distingue dal sistema finanziario internazionale, con il quale tuttavia ha forti legami di interdipendenza

(nel senso che la stabilità dell'uno presuppone quella dell'altro). Il termine "sistema" deriva invece dal fatto che, nel suo assetto attuale, è la risultante dell'interazione tra le decisioni sul piano delle politiche prese dai singoli paesi e le forze di mercato; non va inteso, pertanto, nel senso di un quadro pianificato e organizzato. È quindi per sua stessa natura più elastico e adattabile di altri quale, ad esempio, quello di Bretton Woods, in vigore dalla fine della Seconda guerra mondiale al 1971. È questa la sua forza, che può tuttavia tramutarsi in debolezza se le politiche adottate dagli attori principali non prestano sufficiente attenzione alla stabilità finanziaria e macroeconomica di lungo periodo e alle esternalità negative per gli altri paesi.

Sullo sfondo appena descritto, questo articolo analizza il sistema monetario internazionale nel periodo antecedente la crisi finanziaria dell'estate del 2007 (sezione 2) e, quale conseguenza degli insegnamenti tratti dalla stessa, la misura in cui è attualmente oggetto di riforma, attraverso istituzioni e sedi come il Fondo monetario internazionale (FMI) e il G20 (sezione 3). La natura multiforme della crisi ha dato origine a una molteplicità di spiegazioni riguardo alle cause e, conseguentemente, a una molteplicità di raccomandazioni intese a ripristinare la stabilità internazionale. L'articolo si concentra sulle iniziative volte a migliorare la sorveglianza sul sistema (sezione 3.1), affinare i meccanismi di prevenzione e risoluzione delle crisi (sezione 3.2), accrescere la solidità e la tenuta del

sistema (sezione 3.3) e agli sforzi per accrescere la cooperazione mondiale anche tramite una maggiore applicazione delle raccomandazioni formulate dall’FMI (sezione 3.4).

2 IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE AL MOMENTO DELLA CRISI

LE CARATTERISTICHE DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Il sistema monetario internazionale attuale presenta talune caratteristiche rimaste invariate rispetto alla fase antecedente lo scoppio della crisi finanziaria mondiale. In primo luogo, a differenza dei sistemi precedenti, comprende un insieme di regimi di cambio flessibili e fissi: le economie maggiori e più avanzate consentono una fluttuazione libera dei tassi di cambio, mentre quelle minori o meno sviluppate propendono per un maggior grado di rigidità. La forma più rigida (*pegging*) mostra un chiaro orientamento regionale: diverse economie dell’Asia orientale e i principali esportatori di materie prime (soprattutto i paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente) ancorano le loro divise, più o meno saldamente, al dollaro statunitense; nelle economie (più piccole) vicine all’Europa o all’interno della stessa, invece, le valute vengono ancorate, anche in questo caso più o meno saldamente, all’euro.

In secondo luogo, dopo la diffusa liberalizzazione dei movimenti di capitali agli inizi degli anni ’90, gran parte delle economie, sia avanzate che emergenti, ha iniziato ad allentare le restrizioni al flusso di capitali in entrata e in uscita, con l’eccezione significativa della Cina, il principale mercato emergente.

In terzo luogo, nonostante i cambiamenti apportati al sistema monetario internazionale nel 1971, il dollaro statunitense mantiene un ruolo primario come valuta di riferimento per i pagamenti, la fatturazione, il *pegging* e le riserve. Ciò per diversi fattori, quali le dimensioni dell’economia, lo spessore e la liquidità dei mercati finanziari, la tradizione di stabilità dei prezzi negli Stati Uniti. Va tuttavia rilevato che,

dalla sua introduzione nel 1999, la moneta unica europea ha avuto un ruolo di rilievo per le economie confinanti con l’area dell’euro¹⁾.

In quarto luogo, nel decennio trascorso il sistema monetario internazionale ha visto intensificarsi l’accumulo di riserve valutarie ufficiali da parte di un numero relativamente ridotto di paesi con divise per lo più ancorate al dollaro.

Una quinta caratteristica è l’interconnessione con un sistema finanziario internazionale contraddistinto da mercati deregolamentati nei quali i prezzi e le quantità delle attività finanziarie sono determinati da domanda e offerta. Visti globalmente, i mercati finanziari presentano livelli di sviluppo fortemente eterogenei. Quelli più consolidati beneficiano di un “circolo virtuoso”: attraggono investimenti esteri per l’intermediazione, che ne aumenta la liquidità e stimola l’innovazione finanziaria, accrescendo ulteriormente la domanda di servizi in tali mercati, ma ostacolando di conseguenza l’espansione degli altri²⁾.

In sesto luogo, alcune delle regole, procedure e linee guida per il funzionamento efficiente del sistema monetario internazionale sono state concordate a livello internazionale dai responsabili delle politiche (in materia, ad esempio, di sorveglianza mondiale, regionale e bilaterale o di meccanismi di prevenzione e risoluzione delle crisi). Altre invece si sono sviluppate nel tempo e sono il risultato di decisioni sul piano delle politiche prese dai singoli paesi e delle forze di mercato (come la configurazione dei regimi di cambio nel mondo, la scelta delle divise internazionali di riferimento e l’offerta discrezionale di liquidità a livello unilaterale o coordinato). Le regole andrebbero teoricamente definite al fine di sostenere la stabilità del sistema disincentivando, nello specifico, le azioni e le attività non in linea con l’intento di garantire il bene pub-

1) Cfr. *Review of the international role of the euro*, BCE, luglio 2010.

2) Cfr. Dorrucchi, E., Meyer-Cirkel, A. e Santabàrbara, D., *Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications*, Occasional Paper della BCE, n. 102, aprile 2009.

blico internazionale della stabilità esterna. Gli obblighi dei singoli paesi nei confronti dell’FMI e dei suoi membri ne costituiscono un esempio rilevante. Tuttavia, come evidenziato dalla recente crisi, vi sono state carenze nell’attuazione di queste regole, riconducibili in parte alla diffusa, ma, *a posteriori*, mal riposta, fiducia nell’effetto disciplinante dei mercati sulle scelte di politica economica dei singoli paesi; ma altresì alla mancanza della volontà politica e delle pressioni reciproche (*peer pressure*) necessarie per far osservare le regole concordate a livello internazionale.

LE VULNERABILITÀ DEL SISTEMA

La caratteristica di maggiore spicco del sistema monetario internazionale prima della crisi era il crescente accumulo di avanzi di conto corrente in un numero relativamente ridotto di paesi e di disavanzi in un numero ancora più ristretto di economie, in particolare negli Stati Uniti. Gli incentivi per i paesi in avanzo e per quelli in disavanzo, seppur diversi, erano allineati e tra loro compatibili, il che ha dato origine a squilibri sempre maggiori. Entrambi hanno fatto ricorso a strategie di espansione economica fortemente concentrate su un’unica fonte di domanda.

Diverse economie in avanzo hanno puntato su una crescita trainata dalle esportazioni e favorita da una moneta locale ancorata al dollaro statunitense. Ciò ha avuto come conseguenza accessoria un massiccio accumulo di riserve, poiché le spinte verso un apprezzamento delle rispettive valute erano frenate da tale ancoraggio. Tale tendenza ha coinciso con il desiderio dei paesi asiatici, in seguito alla crisi della fine degli anni ’90, di accumulare riserve a scopo precauzionale. La misura in cui l’accumulo di riserve e il ritmo di crescita siano determinati da motivi cautelativi o siano invece effetto del mantenimento di un tasso di cambio sottovalutato è oggetto di ampie discussioni; tale misura inoltre potrebbe essersi modificata nel tempo.

Si rileva, in negativo, come in un contesto di debole dinamica dei redditi (soprattutto negli Stati Uniti) e forte incremento nei prezzi delle abitazioni, nei paesi in disavanzo la crescita sia

stata trainata principalmente dai consumi; ciò ha determinato un massiccio indebitamento delle famiglie assecondato da mercati finanziari passati da un modello di finanziamento *originate-and-hold* a uno di tipo *originate-and-distribute*. I prodotti finanziari sono diventati più complessi e opachi, favorendo una sottovalutazione dei rischi. Tale andamento ha coinciso con una tendenza da parte delle autorità nazionali ad allentare la regolamentazione, nella convinzione che la disciplina di mercato potesse essere sufficiente. Ne è conseguita una compressione sensibile dei premi per il rischio alla ricerca di alti rendimenti, che ha generato bolle nei prezzi delle attività e un accumulo ancora maggiore di debito.

Crescita interna non equilibrata, sia nei paesi in disavanzo che in avanzo, e squilibri nei pagamenti internazionali tra le maggiori economie erano quindi intrinsecamente connessi e ciò ha posto in luce una grave debolezza del sistema, ossia l’inadeguatezza dei meccanismi correttivi. Le istituzioni finanziarie internazionali, incaricate di vigilare sulla stabilità del sistema e dei singoli paesi, erano consapevoli dell’ampliarsi degli squilibri, ma non disponevano del potere necessario per far osservare le raccomandazioni formulate. La consultazione multilaterale organizzata dall’FMI nel 2006-2007 aveva individuato le politiche necessarie, ma a queste ultime non è stata data che modesta attuazione da parte delle principali economie interessate. Inoltre, malgrado tale forma di consultazione rappresentasse un approccio innovativo al coordinamento delle risposte di fronte a problemi di portata mondiale (attraverso il coinvolgimento di pochi soggetti rilevanti in un dialogo comune), non è stata appoggiata dai paesi interessati, come sarebbe stato invece necessario, né accolta con favore dalla comunità internazionale. Va altresì aggiunto che la Decisione sulla sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri adottata dall’FMI nel 2007 non è riuscita a esercitare pressioni sufficienti sui principali responsabili degli squilibri, e che è stato alla fine necessario attuarla in modo meno rigoroso per consentire la prosecuzione del processo di sorveglianza. Inoltre, non tutti i paesi si sono av-

valsi del programma di valutazione del settore finanziario (*Financial Sector Assessment Program*, FSAP) elaborato dalla Banca mondiale e dall’FMI, e quanti vi hanno fatto ricorso hanno spesso prestato scarsa attenzione alle raccomandazioni formulate. I meccanismi correttivi basati sul mercato, infine, non hanno potuto operare: i principali paesi in avanzo infatti non consentivano un adeguato aggiustamento dei tassi di cambio; i paesi in disavanzo eludevano di fatto i vincoli di reddito all’accumulo di debito ricorrendo a strumenti di debito innovativi e beneficiando di controlli sul credito interno inadeguati e di un’azione di regolamentazione e monitoraggio poco rigorosa. In sintesi, né i mercati finanziari (impegnati a intermediare volumi crescenti di liquidità) né le autorità dei singoli paesi (chiamate ad adempiere mandati con un orientamento nazionale) hanno contribuito in misura sufficiente a promuovere la stabilità a livello mondiale.

Ciò ha finito per creare turbolenze, che hanno tuttavia riguardato il sistema finanziario degli Stati Uniti e non il sistema monetario internazionale. Ne è conseguito l’arresto della spirale aumento dei prezzi delle attività/accumulo di debito e l’inceppamento di alcuni mercati finanziari. I problemi si sono poi estesi all’intero sistema mondiale, riverberandosi infine sull’economia reale e provocando ripercussioni in tutto il sistema monetario internazionale³⁾.

La crisi finanziaria globale iniziata nell’agosto del 2007 ha posto in netta evidenza l’inadeguata valutazione a tutti i livelli (istituzioni finanziarie internazionali, autorità nazionali e settore privato) del grado e della natura dell’integrazione delle attività economiche e finanziarie sia all’interno delle singole economie sia su scala mondiale. Sono emersi con chiarezza l’inadeguatezza della sorveglianza sul settore finanziario, la debole comprensione dei legami macrofinanziari (tra l’attività dei mercati finanziari e gli andamenti macroeconomici) e la scarsa conoscenza dei nessi macroprudenziali (tra le norme di vigilanza prudenziale sulle istituzioni finanziarie e l’impatto delle stesse sugli andamenti macroeconomici). La gestione

di queste carenze, ossia la debolezza dei meccanismi correttivi e l’inadeguata comprensione delle interconnessioni a livello mondiale, dovrebbe costituire un elemento fondamentale di qualsiasi riforma.

3 LA RIFORMA DEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Lo scoppio della crisi ha svelato come la straordinaria espansione dell’economia mondiale negli anni precedenti non costituisse la nuova tendenza dei tassi di crescita, ma fosse piuttosto il risultato non sostenibile di un insieme di incentivi distorti, seppure allineati, del settore pubblico e di quello privato, assecondati da un settore finanziario innovativo e dinamico e da un sistema monetario internazionale con un ancoraggio molto debole. La natura articolata della crisi ha dato origine a una molteplicità di raccomandazioni sul piano delle politiche intese a ristabilire la solidità del sistema finanziario internazionale, migliorare il sistema monetario internazionale e riequilibrare la crescita economica nazionale e mondiale. Le sezioni che seguono illustrano le iniziative adottate in quattro aree principali allo scopo di: rafforzare la sorveglianza sul sistema; perfezionare i meccanismi di prevenzione e risoluzione delle crisi; accrescere la solidità e la tenuta del sistema; aumentare la cooperazione su scala mondiale e il grado di accettazione delle raccomandazioni formulate dall’FMI.

3.1 LA NECESSITÀ DI UNA SORVEGLIANZA PIÙ EFFICACE

Valutare la sorveglianza è un esercizio asimmetrico: la qualità di quest’ultima diventa evidente solo quando viene a mancare. La crisi ha mostrato come la sorveglianza non sia riuscita a stare al passo con la crescente complessità della

3) Per maggiori dettagli sul dibattito relativo al ruolo del sistema monetario internazionale nella crisi finanziaria mondiale, cfr. Dorrucchi, E. e McKay, J., *The international monetary system after the financial crisis*, Occasional Paper della BCE, di prossima pubblicazione.

globalizzazione. Sono emerse carenze di diversa gravità in tutti gli ambiti della sorveglianza: multilaterale, sul settore finanziario, bilaterale.

LA SORVEGLIANZA MULTILATERALE

Il grado elevato e crescente di interconnessione dell'economia mondiale richiede una maggiore enfasi sulla sorveglianza multilaterale. Dallo scoppio della crisi, diversi strumenti di sorveglianza multilaterale sono stati rafforzati, altri sono stati creati o sono in via di definizione e ulteriori misure sono comunque all'esame. L'FMI e altri organismi quali, in particolare, il G20 e il Comitato per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) sono impegnati a migliorare la sorveglianza sull'economia mondiale con lo scopo di rafforzarne la tenuta e favorire una crescita sostenibile.

Una delle innovazioni potenzialmente più significative in questo ambito è l'esercizio multilaterale per il coordinamento delle politiche economiche dei paesi membri, volto a favorire una crescita globale forte, sostenibile ed equilibrata (*Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth*), varato dal G20 in occasione del vertice di Pittsburgh nel settembre 2009. Si prefigge di verificare la compatibilità reciproca delle politiche nazionali ai fini del raggiungimento di obiettivi condivisi. In sostanza, le venti economie più rilevanti sotto il profilo sistemico, ricorrendo a principi comuni e con l'assistenza tecnica dell'FMI, esaminano le iniziative di politica economica e il contesto di riferimento di ciascun paese al fine di individuare l'effetto complessivo e combinato dei rispettivi programmi ("scenario di base"). A partire da tale scenario, il G20 studia come migliorare i risultati complessivi definendo le misure necessarie sul piano delle politiche economiche e si impegna a operare aggiustamenti ove possibile. Questo processo di valutazione reciproca rappresenta un nuovo approccio alla sorveglianza mondiale, in quanto si raggiunge un accordo su un obiettivo condiviso a livello di leader e i membri del G20 si impegnano poi a dare attuazione a tale obiettivo all'interno di un processo dinamico comprendente sia l'analisi di dati e scenari sia la valutazione delle

politiche. La prima fase si è svolta nel 2010 e spetta ora ai membri del G20 dar seguito alle raccomandazioni concordate. Il processo non è ancora in una fase sufficientemente avanzata da consentire di apprezzarne il contributo a una sorveglianza più efficace. Per la sua ampia portata, l'impegno dei leader delle venti economie più importanti a livello sistemico e l'elevata visibilità, tale processo rappresenta tuttavia uno sforzo concertato per il miglioramento dei risultati economici su scala mondiale.

Per quanto riguarda l'FMI, a questo è attribuita la responsabilità fondamentale di promuovere la stabilità monetaria globale come bene pubblico mondiale⁴⁾ e, a tal fine, esercita la sorveglianza multilaterale. Ai risultati di tale attività viene data particolare evidenza nella sua pubblicazione principale, il *World Economic Outlook*, oltre che nel *Global Financial Stability Report* e nei *Regional Economic Outlook*. La crisi ha posto in netto risalto alcune lacune nella sorveglianza dell'FMI; da allora sono state avanzate diverse proposte di miglioramento.

Uno dei primi provvedimenti è stato accrescere la coerenza tra il *World Economic Outlook* e il *Global Financial Stability Report* ed evidenziare in maggior dettaglio i collegamenti macrofinanziari e le ripercussioni. L'FMI predisporrà proprio a questo scopo dei rapporti pilota (*spillover reports*), che descriveranno cioè le ripercussioni esterne provocate da economie o gruppi di economie di rilevanza sistemica, le cui politiche potrebbero influire sulla stabilità del sistema monetario internazionale. I rapporti pilota intendono colmare una lacuna nell'attività di sorveglianza dell'FMI concentrandosi sulle implicazioni per gli altri paesi delle politiche economiche adottate in un dato paese e avviando una consultazione sia con i membri nei quali hanno avuto origine tali effetti sia con quelli in cui sono stati avvertiti. Essi riguarderanno cinque economie (area dell'euro, Cina, Giappone,

4) Ai sensi dell'articolo IV dello Statuto, l'FMI ha il compito di "sorvegliare il sistema monetario internazionale per garantire l'efficace funzionamento".

Regno Unito e Stati Uniti) e verranno completati entro l'estate del 2011.

È stata inoltre discussa l'opportunità di adottare una decisione in materia di sorveglianza multilaterale (sulla falsariga della Decisione sulla sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri del 2007) per fornire linee guida circa il ruolo degli esperti del Fondo e le aspettative dei suoi membri in merito alla portata e alle modalità di esercizio della stessa. Viene infine presa in considerazione la possibilità di accrescere la sorveglianza a livello regionale. Poiché quest'ultima è esercitata anche da alcuni organismi regionali, si stanno valutando le possibili sinergie e complementarità fra tali organismi e l'FMI.

LA SORVEGLIANZA DEL SETTORE FINANZIARIO

L'esame degli strumenti per migliorare la sorveglianza del settore finanziario ha messo in luce come parte del problema risiedesse nel disallineamento tra l'ambito nazionale delle responsabilità in materia di vigilanza e quello internazionale, invece, dei mercati finanziari e dell'interazione economica. Per affrontarlo serviva un'istituzione od organismo centrale e il G20 ha ritenuto che il Forum per la stabilità finanziaria (FSF) potesse costituire il candidato migliore. Come conseguenza di tale decisione, l'FSF è stato successivamente trasformato nel Comitato per la stabilità finanziaria (FSB): ciò ha comportato la definizione di un nuovo statuto, un ampliamento del mandato per poter promuovere con maggiore efficacia la stabilità finanziaria, l'aumento del numero dei membri e l'assegnazione di nuovi compiti da svolgere entro scadenze precise e ambiziose. L'FSB, che fa capo al G20, è quindi diventato l'organismo basilare di coordinamento delle questioni di stabilità finanziaria a livello mondiale.

Una caratteristica fondamentale del lavoro dell'FSB è la collaborazione con altre istituzioni. Assieme all'FMI, l'FSB esercita la sorveglianza macroprudenziale⁵⁾ attraverso un esercizio di *early warning* delle vulnerabilità (soprattutto per quanto concerne le interconnessioni tra settori e paesi diversi) e presenta i risultati

con frequenza semestrale al Comitato monetario e finanziario internazionale (*International Monetary and Financial Committee*, IMFC). Di concerto con l'FMI e la Banca dei regolamenti internazionali (BRI), ha aiutato le autorità nazionali a individuare le istituzioni, gli strumenti e i mercati finanziari di importanza sistemica⁶⁾, e questo ha dato origine a iniziative intese a migliorare la raccolta dei dati rilevanti. Lavora inoltre con gli organi di regolamentazione per formulare raccomandazioni che contribuiscono ad attenuare la prociclicità, e con la BRI e gli organismi responsabili della regolamentazione contabile per sviluppare strumenti macroprudenziali. Consolidare le nuove procedure di coordinamento e collaborazione richiederà tempo, ma il processo è stato avviato e rappresenta la "globalizzazione" dell'azione di vigilanza e sorveglianza necessaria per tenere il passo con l'attività finanziaria ed economica a livello mondiale.

In virtù del suo mandato, promuovere la stabilità del sistema monetario internazionale, l'FMI ha negli anni iniziato a occuparsi gradualmente dei mercati finanziari, e con la crisi ha visto crescere l'opportunità di svolgere un ruolo di maggiore rilievo nella sorveglianza finanziaria. Il FSAP è stato modificato in modo da accrescerne il focus sulle vulnerabilità, da permettere un monitoraggio più costante attraverso un approccio modulare alla sorveglianza e ai controlli a distanza, da garantire un effettivo seguito alle raccomandazioni formulate. La valutazione della stabilità finanziaria nell'ambito del FSAP è stata resa obbligatoria per 25 membri dell'FMI con settori finanziari di rilevanza sistemica e deve figurare regolarmente nella loro sorveglianza bilaterale. Sono già in corso iniziative volte a integrare in maniera più efficace i risultati del FSAP nei rapporti *ex articolo IV*.

5) La ripartizione dei compiti e delle responsabilità fra le due istituzioni è stata definita nel novembre 2008 in una lettera congiunta del Direttore generale dell'FMI e del Presidente dell'FSB. In linea con il vantaggio comparato di ognuna, l'FMI si concentra sulle questioni macroeconomiche e l'FSB su quelle prudenziali.

6) Cfr. *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, FSB/FMI/BRI, ottobre 2009.

L’FMI intende altresì disegnare una mappa dei rischi finanziari a livello globale contenente anche riferimenti geografici, per seguire l’accumularsi dei rischi sistemici e meglio individuare le modalità attraverso le quali gli shock finanziari o quelli causati dalle politiche adottate si propagano attraverso i mercati e le economie. Perché tale iniziativa abbia successo, sarà necessario colmare le attuali lacune nei dati finanziari.

LA SORVEGLIANZA BILATERALE

La sorveglianza bilaterale a livello internazionale è di competenza dell’FMI che, ai sensi dell’articolo IV del suo Statuto, ha il compito di sottoporre a sorveglianza periodica i suoi membri per accertarsi che adempiano ai loro obblighi. In risposta a un esame critico del suo operato in tale materia (effettuato, tra gli altri, dall’Independent Evaluation Office), negli ultimi due decenni il Fondo ha adottato diversi provvedimenti per rafforzare la sorveglianza bilaterale e, in particolare, la Decisione sulla sorveglianza bilaterale sulle politiche dei paesi membri del 2007. L’esame delle modalità per migliorare ulteriormente la sorveglianza bilaterale di fronte alla crisi si è concentrato soprattutto su tre ambiti: a) migliorare il tasso di accettazione delle raccomandazioni dell’FMI (la cosiddetta *traction*); b) trarre maggiori insegnamenti dalla sorveglianza bilaterale attraverso la predisposizione di rapporti su tematiche trasversali, qualora dei paesi si trovino in situazioni analoghe; c) accrescere i controlli sui flussi di capitali.

Per quanto concerne il primo ambito, lo scarso seguito dato alle raccomandazioni del Fondo è strettamente connesso ai motivi per i quali gli squilibri accumulatisi nel sistema monetario internazionale non sono stati corretti. Come noto, l’FMI non dispone dei poteri necessari per imporre le sue politiche ai paesi membri⁷⁾ e sta cercando da tempo di accrescere il grado di attuazione delle sue raccomandazioni puntando soprattutto sulla qualità dell’analisi e su una migliore interazione con i paesi membri⁸⁾. Fra le idee attualmente allo studio figurano maggiori contatti con le organizzazioni regionali o i gruppi di paesi

(come già avviene nel caso dell’assistenza tecnica offerta dal Fondo al G20) e un più ampio coinvolgimento dei ministri nella procedura di sorveglianza⁹⁾ in modo da ottenere un impegno anche ai massimi livelli. Più in generale, la riforma delle quote e della *governance* dell’FMI è volta ad accrescere la rappresentatività e la legittimità dell’istituzione e questo dovrebbe inoltre rafforzarne la rilevanza e l’efficacia.

Per sfruttare in misura maggiore la sorveglianza bilaterale e ricavare maggiori informazioni su tematiche trasversali, l’FMI predispone una serie di rapporti. Il più significativo è il *Fiscal Monitor*, apparso per la prima volta nel luglio 2009 e ora pubblicato con cadenza semestrale, che offre un’analisi articolata degli andamenti della finanza pubblica a livello globale.

Con riferimento ai flussi di capitali, è in corso un dibattito inteso a stabilire se il mandato dell’FMI debba essere esteso per migliorare la sorveglianza anche in questo ambito. Mentre vi è un generale consenso sul fatto che il Fondo rafforzi il controllo sui flussi di capitali e il proprio ruolo consultivo, incontra resistenze, invece, l’introduzione di misure di controllo sui flussi perché proprio i grandi passi avanti compiuti nella liberalizzazione dei movimenti di capitali hanno contribuito a liberare il potenziale di crescita. Come massimizzare i benefici riducendo al minimo i rischi connessi alla libera circolazione dei capitali resta, allo stato attuale, una questione ancora aperta.

- 7) Già nel 1999, un gruppo di esperti indipendenti rilevava nella Valutazione esterna della sorveglianza dell’FMI che quest’ultima “[sarebbe] difficilmente arrivata a esercitare un’influenza determinante sulle politiche adottate dai singoli paesi”. Più di recente, nel 2010, il rapporto dell’*Independent Evaluation Office* sulle interazioni tra l’FMI e i paesi membri rilevava come i livelli di accettazione nelle economie avanzate e nei grandi mercati emergenti fossero minimi.
- 8) In questo ambito sono state adottate le seguenti iniziative: attività di comunicazione intese a coinvolgere anche soggetti diversi dai responsabili delle politiche (ad esempio gruppi di esperti, parlamentari e sindacati); modifica delle politiche dell’FMI in materia di risorse umane per garantire un più adeguato ventaglio di esperienze; accrescere sia l’influenza da parte dell’opinione pubblica e delle pressioni reciproche (*peer pressure*) attraverso una maggiore trasparenza.
- 9) Al riguardo, è stata proposta l’istituzione di un *International Monetary and Financial Board*.

3.2 IL MIGLIORAMENTO DEI MECCANISMI DI PREVENZIONE E RISOLUZIONE DELLE CRISI

Dallo scoppio della crisi, una particolare attenzione è stata dedicata alla ricerca delle modalità più efficaci per aiutare i paesi che hanno avuto difficoltà nel far fronte ai pagamenti come effetto diretto o indiretto (di contagio) della crisi. Progressi sono stati compiuti a livello sia internazionale sia regionale.

GLI STRUMENTI DI ASSISTENZA FINANZIARIA DELL'FMI

Durante la crisi si è dubitato che l'FMI avesse risorse e strumenti adeguati per sostenere i paesi in difficoltà finanziarie. Di conseguenza, il Fondo ha accresciuto le sue capacità di finanziamento e rivisto l'insieme degli strumenti disponibili. Riguardo alle prime, i paesi membri del FMI hanno dato seguito all'impegno assunto a Londra il 2 aprile 2009 dai leader del G20, ossia di triplicare le risorse del Fondo (portandole a 750 miliardi di dollari statunitensi). Ciò è avvenuto, in una prima fase, attraverso finanziamenti bilaterali e a tal fine diverse economie emergenti e avanzate hanno stipulato degli accordi di prestito bilaterali o di acquisto di *note* emesse dall'FMI. I prestiti saranno successivamente inclusi in una versione ampliata e rivista del *New Arrangement to Borrow* (NAB)¹⁰⁾, approvata nell'aprile del 2010 e in attesa di ratifica da parte dei paesi partecipanti¹¹⁾. Inoltre, a novembre 2010 l'FMI ha deciso un ulteriore aumento delle quote il quale, una volta attuato, raddoppierà le risorse provenienti da questa fonte. Tale misura sarà accompagnata da una riduzione proporzionale delle risorse disponibili nell'ambito del NAB, con lo scopo di preservare la natura dell'FMI come istituzione basata sulle quote.

Per quanto concerne l'insieme degli strumenti per l'erogazione dei prestiti, a marzo 2009 il Fondo ha introdotto la Flexible Credit Line (FCL), innalzato i massimali di prestito e posto maggiore enfasi sulla condizionalità *ex ante*. La FCL è una linea di credito a scopo precauzionale, la quale prevede solo una condizionalità *ex ante* rivolta ai paesi con i migliori fondamentali economici

e una tradizione di politiche economiche solide. Ad agosto 2010 è stata affinata eliminando i limiti di accesso ed estendendone la durata¹²⁾.

La riforma di agosto ha anche introdotto la Precautionary Credit Line, rivolta ai membri dell'FMI che hanno solide politiche, ma non soddisfano i rigorosi criteri previsti per la FCL ed è pertanto accessibile a un numero maggiore di paesi¹³⁾. Queste modifiche attestano la crescita del ruolo dell'FMI e il passaggio da un prestito basato in larga parte sulle esigenze *effettive* di bilancia dei pagamenti a uno concesso a fronte di problemi di bilancia dei pagamenti *potenziali* (prestiti "precauzionali").

- 10) Inoltre, i leader del G20 hanno approvato una nuova assegnazione di diritti speciali di prelievo (DSP) per un controvalore di 250 miliardi di dollari statunitensi per fornire ulteriori riserve ai membri dell'FMI. Il 28 agosto 2009 è entrata in vigore un'assegnazione *generale* di DSP equivalente al suddetto importo. Il 9 settembre dello stesso anno ne è stata invece effettuata una *speciale* di circa 32 miliardi di dollari, in sospeso dal 1997, dopo che gli Stati Uniti hanno approvato il Quarto emendamento allo Statuto del Fondo. Nella dichiarazione finale del vertice di Londra, i leader hanno espresso il loro sostegno per "almeno 100 miliardi di dollari statunitensi di prestiti aggiuntivi da parte delle banche multilaterali di sviluppo, 250 miliardi di dollari da destinare al finanziamento al commercio e l'utilizzo di ulteriori risorse provenienti dalla prevista vendita di oro da parte dell'FMI per concedere finanziamenti agevolati ai paesi più poveri".
- 11) Il totale degli impegni ai sensi del nuovo/ampliato NAB ammonta a 367,5 miliardi di DSP.
- 12) A seguito delle modifiche, la FCL può essere ora approvata per uno o due anni con una verifica intermedia dei criteri di idoneità dopo un anno (contro i sei mesi o un anno, con riesame dopo sei mesi, previsti in passato). Il precedente massimale implicito del 1.000 per cento della quota versata dal paese membro all'FMI è stato eliminato e l'accesso alla FCL è preso ora in base alle esigenze di finanziamento dei singoli paesi. Anche le procedure di approvazione delle richieste sono state modificate, anticipando il coinvolgimento del Comitato esecutivo dell'FMI nel valutare il livello di accesso e l'impatto sulla situazione di liquidità del Fondo. I nove criteri di idoneità impiegati dagli esperti e dal Comitato esecutivo dell'FMI per valutare il merito delle singole richieste restano invariati, ma sono stati integrati da una serie di importanti indicatori in ciascuna categoria in modo da fornire elementi ulteriori per verificare la conformità (*compliance*).
- 13) Sarà valutata l'idoneità avendo riguardo a cinque macro aree: a) posizione esterna e accesso ai mercati; b) politica di bilancio; c) politica monetaria; d) solidità e vigilanza sul settore finanziario; e) adeguatezza dei dati. L'accesso alle risorse precauzionali offerte dalla *Precautionary Credit Line* è consentito ai paesi membri che vantano solidi risultati in gran parte delle aree suddette, ma sono ammesse vulnerabilità moderate in uno o due aree. Ulteriori caratteristiche sono la semplificazione delle condizioni *ex post* (che non devono necessariamente far riferimento ai risultati), soggette a controlli attraverso riesami semestrali del programma, e l'immediatezza dell'accesso (fino al 500 per cento della quota sarà reso disponibile subito dopo l'approvazione dell'accordo e fino al 1000 per cento dopo 12 mesi).

Le discussioni in corso su come accrescere ulteriormente il ruolo di prestatore dell’FMI si concentrano soprattutto sul possibile rafforzamento della “rete di sicurezza finanziaria mondiale” e della collaborazione tra il Fondo e i *pool* regionali. Esistono pareri divergenti circa l’opportunità che l’FMI introduca un meccanismo attivabile in caso di shock sistemici e, in caso affermativo, riguardo le sue caratteristiche. Non è chiaro inoltre se tale meccanismo possa ridurre l’immagine negativa associata ai prestiti del Fondo; evitare, pertanto, l’ulteriore accumulo di riserve a scopi precauzionali nei mercati emergenti senza che questo possa determinare problemi di *moral hazard*. Vengono inoltre discusse le possibili formule di potenziamento della collaborazione tra l’FMI e i *pool* regionali, ipotizzando per il Fondo un ruolo che potrebbe andare dall’assistenza tecnica all’offerta di “appoggio” finanziario alle risorse regionali.

GLI STRUMENTI DI ASSISTENZA FINANZIARIA A LIVELLO REGIONALE E LA SORVEGLIANZA

Anche le organizzazioni competenti a livello regionale sono impegnate a definire politiche per la prevenzione e la risoluzione delle crisi. A tale proposito, hanno assunto particolare risalto gli strumenti di finanziamento e gli accordi di sorveglianza introdotti di recente in Europa e l’ulteriore sviluppo della Chiang Mai Initiative in Asia.

Per quanto concerne l’Europa, prima della crisi gli Stati membri dell’UE non appartenenti all’area dell’euro con difficoltà di bilancia dei pagamenti potevano ottenere assistenza da parte dell’Unione per il tramite di una linea di sostegno finanziario a medio termine. Gli andamenti connessi alla crisi hanno indotto ad aumentare la capacità di finanziamento di tale meccanismo, portandola a 50 miliardi di euro. Nel maggio del 2010 sono stati introdotti due nuovi strumenti, che accrescono gli importi dei prestiti ed estendono la copertura anche ai paesi dell’area. Denominati, rispettivamente, Meccanismo europeo di stabilizzazione finanziaria (*European Financial Stabilisation Mechanism*, EFSM) e Dispositivo europeo per la stabilità finanziaria (*European Financial Stability Facility*, EFSF)¹⁴, prevedono

entrambi il coinvolgimento dell’FMI. Per contribuire a evitare una crisi, l’UE sta rivedendo la propria azione di sorveglianza e la *governance* economica (in particolare, le disposizioni intese ad accrescere la disciplina di bilancio e la sorveglianza sugli andamenti della competitività) sotto gli auspici della *task force* presieduta da Herman Van Rompuy.

In Asia è stata ulteriormente sviluppata la Chiang Mai Initiative, una rete di accordi bilaterali di *swap* in valuta istituita nel 2000. Tenuto conto della crisi, il 3 maggio 2009 i ministri finanziari dell’ASEAN+3 (che riunisce i dieci paesi membri dell’ASEAN più Cina, Corea del Sud e Giappone) hanno deciso di trasformare gli accordi bilaterali di *swap* in valuta esistenti in un unico accordo di *pooling* a livello regionale attuando un piano di multilateralizzazione e hanno aumentato le risorse disponibili. Come nel caso degli strumenti utilizzati nell’UE e nell’area dell’euro, l’assistenza finanziaria a un membro della regione prevede il coinvolgimento dell’FMI (ad esempio, l’accesso ai finanziamenti nell’ambito della Chiang Mai Initiative per un importo superiore al 20 per cento della linea di credito concordata presuppone l’esistenza di uno specifico programma del Fondo). Si prevede inoltre di istituire un’agenzia regionale indipendente incaricata della sorveglianza e di accrescere la cooperazione su scala regionale al di là della semplice condivisione delle informazioni e del *peer review*.

3.3 ALTRE INIZIATIVE PER RAFFORZARE LA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

Oltre al rafforzamento della sorveglianza e dei meccanismi per la prevenzione e la risoluzione delle crisi, sono allo studio altre iniziative per accrescere la tenuta del sistema monetario internazionale. Queste includono le questioni valutarie così come il miglioramento della regolamentazione e della vigilanza sui settori finanziari e sul sistema finanziario mondiale per rafforzare la stabilità monetaria.

14) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro 4 nel numero di dicembre 2010 della *Financial Stability Review* della BCE.

Alcuni osservatori stanno pensando a una divisa mondiale artificiale, che potrebbe configurarsi come un paniere di valute oppure come una moneta fiduciaria sovranazionale. Nel primo caso, i Diritti Speciali di Prelievo (DSP) sembrerebbero il candidato più logico. I fautori sostengono infatti che possano: a) rappresentare un'unità di conto e una riserva di valore più stabile delle divise che lo compongono e comportare, di conseguenza, una minore volatilità dei tassi di cambio; b) richiedere, per le monete ancorate ai DSP, una minore necessità di correggere i tassi di cambio reali rispetto alle divise agganciate, invece, a valute nazionali; c) consentire agli investitori di tenere maggiormente conto delle condizioni monetarie mondiali (invece di quelle dell'economia della valuta internazionale dominante) nella definizione dei prezzi delle attività.

Ciò detto, per assumere un ruolo davvero mondiale, i DSP devono diventare molto più liquidi non soltanto attraverso una maggiore attività di emissione da parte dell'FMI e un aumento nel numero di paesi che li utilizzano, ma anche mediante lo sviluppo di un mercato privato in cui scambiarli.

La seconda proposta, che prevede la creazione di una moneta sovranazionale, solleva numerosi interrogativi. In primo luogo, quale potrebbe essere una banca centrale veramente mondiale e su cosa fonderebbe la propria autorità. In secondo luogo, perché possa risultare appetibile su scala internazionale, tale moneta dovrebbe essere pienamente affidabile; e ciò comporta che la sua offerta venga gestita con particolare attenzione in base ad apposite regole.

LA REGOLAMENTAZIONE E LA VIGILANZA SUL SETTORE FINANZIARIO

La crisi finanziaria ha puntato i riflettori sulle carenze nella regolamentazione e nella vigilanza, mostrando come le autorità responsabili non siano state pienamente in grado di rilevare l'accumularsi di rischi nel sistema. Ha evidenziato la necessità di integrare il precedente approccio alla regolamentazione e alla vigilanza, incentrato sulla stabilità dei singoli intermediari ("approccio microprudenziale"), con un'impostazio-

ne che guardi alla stabilità dell'intero sistema tenendo maggiormente conto dei rischi derivanti dall'interazione tra gli operatori del mercato ("approccio macroprudenziale").

Diverse iniziative recenti vanno in questo senso. Nelle riunioni di luglio e settembre 2010, il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza (l'organo direttivo del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) ha approvato la struttura e la calibrazione di un pacchetto di proposte volto a rafforzare la regolamentazione prudenziale in materia di patrimonio e liquidità. Tale pacchetto, noto con il nome di "Basilea III", include misure che hanno lo scopo di accrescere la tenuta del settore finanziario migliorando sia la qualità sia la quantità di patrimonio e introducendo requisiti di capitale aggiuntivi sotto forma di: *buffer* patrimoniali, un indice di leva finanziaria supplementare e nuove regole per la gestione del rischio di liquidità. In tale contesto, Basilea III mira altresì a mitigare la prociclicità del sistema finanziario mediante l'introduzione di un *buffer* anticiclico di capitale.

Sono inoltre in corso lavori nell'ambito dell'FSB volti a ridurre il *moral hazard* posto dalle istituzioni finanziarie con rilevanza sistemica nonché i rischi sistemici derivanti dalle interconnessioni tra le stesse. È stato altresì esaminato il ruolo delle regole contabili che prevedono misurazioni al valore di mercato o regimi di accantonamento per perdite su crediti a carattere retroattivo.

Il vertice del G20 tenutosi nel novembre 2010 ha approvato gli elementi fondamentali del nuovo quadro di regolamentazione del settore finanziario, compresi i requisiti in materia di patrimonio e liquidità delle banche, e le misure volte a migliorare la regolamentazione e la liquidazione delle istituzioni finanziarie con rilevanza sistemica.

3.4 RAFFORZARE LA GOVERNANCE MONDIALE

La crisi finanziaria mondiale ha confermato ulteriormente l'esigenza di rafforzare la cooperazione e l'azione collettiva. Quanto maggiore è

il grado di integrazione del sistema economico e finanziario mondiale tanto minore è la capacità delle singole autorità nazionali di orientare l'attività economica e finanziaria interna e promuovere una crescita sostenibile che sappia preservare anche la stabilità sistemica; da qui la necessità di rafforzare la collaborazione a livello mondiale.

L'ascesa del G20 come la sede primaria per la *governance* mondiale, e la messa in ombra del G7, rappresenta un evidente riconoscimento di tale esigenza. Come indicato in precedenza, il Quadro per una crescita robusta, sostenibile ed equilibrata rappresenta un'importante novità in materia di cooperazione mondiale. Mentre le raccomandazioni dell'FMI sono rimaste spesso inascoltate, il processo di valutazione reciproca del G20 contiene elementi che potrebbero accrescerne il grado di accettazione e, di conseguenza, le possibilità di successo di un'azione collettiva. Anzitutto, il G20 pone l'accento su tale problematica fornendo impulso politico al più alto livello¹⁵⁾ e impone ai membri di rendere conto a ogni vertice dei progressi compiuti verso il raggiungimento degli obiettivi condivisi. In secondo luogo, il numero dei partecipanti è sufficientemente ampio da includere tutti i paesi rilevanti, ma inferiore a quello del Consiglio dei governatori dell'FMI o dell'IMFC; e questo dovrebbe rendere le discussioni di più facile gestione. Tali caratteristiche, tuttavia, non garantiscono maggiore accettazione (*traction*): le raccomandazioni rischiano infatti di essere eccessivamente vaghe, la mancata osservanza non è soggetta a sanzioni né a penali e l'impegno mostrato al culmine della crisi potrebbe scemare con la ripresa economica. Più in generale, la legittimità stessa del G20 potrebbe essere messa in discussione al venir meno della necessità urgente di reagire alla crisi; ciò potrebbe minare la solidità degli impegni assunti.

Allo stesso modo, la trasformazione dell'FSF in FSB è il riconoscimento dell'esigenza di accrescere la cooperazione a livello mondiale. L'FSB contribuisce a migliorare il dialogo fra le autorità responsabili del settore finanziario e l'attuazione, ove opportuno, degli standard condivisi e

di politiche correttive. Un aspetto potenzialmente importante del più ampio mandato dell'FSB è anzitutto l'impegno da parte di tutti i membri ad assoggettarsi a periodiche *peer review*. Basate anche sui rapporti pubblicati nell'ambito dei FSAP, saranno utilizzate per monitorare non soltanto i singoli paesi in termini, ad esempio, di rispetto delle raccomandazioni formulate nei FSAP e nei Rapporti sull'osservanza degli standard e dei codici (*Reports on the Observance of Standards and Codes*, ROSC), ma anche temi specifici (quali l'attuazione, da parte dei diversi membri, di particolari politiche o standard concordati all'interno dell'FSB). In secondo luogo, l'FSB ha istituito un procedimento atto a verificare la conformità con gli standard internazionali di regolamentazione e vigilanza in materia di cooperazione e scambio di informazioni nell'ambito delle iniziative di contrasto alle cosiddette "giurisdizioni non cooperative", e lo ha esteso al di là della cerchia dei suoi membri in modo da garantirne una portata mondiale. L'FSB individua i paesi che richiedono "un ulteriore esame" a causa delle carenze rilevate e attinge alle valutazioni dell'FMI e della Banca mondiale in merito alla conformità con le raccomandazioni dei FSAP o con i ROSC. Intende inoltre introdurre un sistema di incentivi che induca le singole giurisdizioni a proseguire le riforme. Una terza iniziativa rilevante dell'FSB è la creazione di un *Implementation Monitoring Network* per verificare la conformità con le raccomandazioni proprie e del G20. Le tre iniziative appena descritte costituiscono altrettanti passi utili a mantenere elevata l'attenzione sul grado di attuazione nei singoli paesi. L'utilizzo di sedi diverse dall'FMI o dalla Banca mondiale per verificare il rispetto delle raccomandazioni formulate da queste ultime accresce le pressioni sui paesi a conformarvisi.

15) Nel paragrafo 3 del *Framework for Strong, Sustainable and Balanced Growth* che segue l'allegato alla Dichiarazione dei leader in occasione del vertice di Pittsburgh del 2009, il G20 ha affermato che "i membri sono inoltre responsabili, di fronte alla comunità delle nazioni, della salute generale dell'economia mondiale. Consultazioni periodiche, una cooperazione rafforzata sulle politiche macroeconomiche, lo scambio di esperienze riguardo le politiche strutturali e un costante processo di analisi possono rafforzare la nostra cooperazione e promuovere l'adozione di politiche sane".

Per quanto concerne infine l’FMI, sono allo studio iniziative per riformarne e ammodernarne la struttura di *governance* come conseguenza degli inviti ad accrescerne la legittimità e la rappresentatività. Tali modifiche dovrebbero in ultima analisi aumentare anche il grado di risposta dei membri ai consigli del Fondo e alla *peer review*. A tal fine è stato deciso di riallineare le quote nell’ambito dell’attuale riforma delle stesse e di cambiare la composizione del Comitato esecutivo dell’FMI; due misure che rafforzeranno i diritti di voto e la rappresentanza dei mercati emergenti e dei paesi in via di sviluppo. Sono inoltre in discussione altri aspetti della *governance* del Fondo, quali la riforma del suo organo consultivo, l’IMFC e le procedure di selezione delle massime cariche dell’FMI e delle altre istituzioni finanziarie internazionali. Tutte queste iniziative mirano a rafforzare l’autorità sovranazionale per meglio garantire il bene pubblico mondiale della stabilità monetaria e finanziaria internazionale: tale obiettivo va infatti oltre il mandato dei governi nazionali e non costituisce un esito naturale del comportamento di mercati orientati al profitto, spesso sbilanciato verso risultati di breve periodo.

4 CONCLUSIONI

In conclusione, malgrado la crisi sia scoppiata nel settore finanziario, le sue cause di fondo

sono strettamente connesse all’accumulo e alla mancata correzione degli squilibri mondiali di bilancia dei pagamenti nel sistema monetario e finanziario internazionale vigente. Di conseguenza, i responsabili delle politiche hanno iniziato a rafforzare il funzionamento di tale sistema. Un ruolo chiave rivestono le iniziative intese ad accrescere la cooperazione su scala mondiale, la sorveglianza e i meccanismi di prevenzione e risoluzione delle crisi. Tali iniziative non possono né devono alterare le caratteristiche sostanziali del sistema monetario internazionale, ma è comunque importante che conducano a una progressiva riduzione degli squilibri globali e nazionali salvaguardando al contempo la stabilità monetaria internazionale, con il fine ultimo di sostenere la crescita mondiale e lo sviluppo. Per preservare la stabilità mondiale è necessaria una cooperazione a livello globale, un’accresciuta legittimità e quindi maggiori poteri in capo alle organizzazioni e agli organismi sovranazionali. Servono inoltre incentivi che inducano gli operatori di mercato e le autorità nazionali a porre in essere comportamenti in linea con l’obiettivo della stabilità sistemica. Infine, i responsabili delle politiche economiche devono adottare un’ottica sistemica ed essere pronti ad attuare misure che, pur perseguendo gli interessi nazionali, sostengano la stabilità del sistema monetario e finanziario internazionale e permettano all’economia mondiale di prosperare.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

1 STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta

S8

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

S9

2 MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro

S10

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro

S11

2.3 Statistiche monetarie

S12

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM

S14

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM

S17

2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM

S20

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM

S21

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S22

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

S24

2.10 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento, suddivisi per emittente

S25

3 CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

S26

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

S30

3.3 Famiglie

S32

3.4 Società non finanziarie

S33

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

S34

4 MERCATI FINANZIARI

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

S35

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

S36

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro

S38

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

S40

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

S42

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

S44

4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro

S45

4.8 Indici del mercato azionario

S46

5 PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

S47

5.2 Produzione e domanda

S50

5.3 Mercato del lavoro

S54

1) Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu. Per maggiore dettaglio e serie temporali più lunghe si rimanda allo *Statistical Data Warehouse* della BCE nella sezione "Statistics" del sito della BCE (sdw.ecb.europa.eu).

6	FINANZA PUBBLICA	
6.1	Entrate, spese e disavanzo/avanzo	S56
6.2	Debito	S57
6.3	Variazione del debito	S58
6.4	Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali	S59
6.5	Debito e variazione del debito trimestrali	S60
7	TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO	
7.1	Bilancia dei pagamenti	S61
7.2	Conto corrente e conto capitale	S62
7.3	Conto finanziario	S64
7.4	Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti	S70
7.5	Commercio di beni	S71
8	TASSI DI CAMBIO	
8.1	Tassi di cambio effettivi	S73
8.2	Tassi di cambio bilaterali	S74
9	INDICATORI PER I PAESI NON APPARTENENTI ALL'AREA DELL'EURO	
9.1	Altri Stati membri dell'UE	S75
9.2	Stati Uniti e Giappone	S76
	LISTA DELLE FIGURE	S77
	NOTE TECNICHE	S79
	NOTE GENERALI	S85

ALLARGAMENTO DELL'AREA DELL'EURO DAL 1° GENNAIO 2011 PER L'INGRESSO DELL'ESTONIA

Con l'ingresso dell'Estonia nell'area dell'euro nel gennaio 2011, il numero dei paesi membri dell'area è salito a 17.

Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2011 si riferiscono agli Euro 17 (area dell'euro, inclusa l'Estonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e le controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche relative all'area dell'euro si riferiscono alla sua composizione evolutiva.

Informazioni dettagliate sulla composizione attuale dell'area dell'euro e sulle precedenti sono reperibili nelle Note generali.

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

1. Andamenti monetari e tassi di interesse¹⁾

	M1 ²⁾	M2 ²⁾	M3 ^{2,3)}	M3 ^{2,3)} media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾	Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi)	Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,4	1,22	3,76
2010	.	.	.	-	.	.	0,81	3,36
2010 1° trim.	11,3	1,7	-0,2	-	-0,4	8,4	0,66	3,46
2° trim.	10,3	1,4	-0,1	-	0,2	4,3	0,69	3,03
3° trim.	7,9	1,8	0,7	-	1,0	2,2	0,87	2,67
4° trim.	.	.	.	-	.	.	1,02	3,36
2010 lug.	8,2	1,5	0,2	0,5	0,8	1,9	0,85	3,01
ago.	7,8	2,1	1,2	0,8	1,3	2,6	0,90	2,48
set.	6,2	2,0	1,1	1,0	1,3	2,2	0,88	2,67
ott.	4,9	2,1	0,9	1,3	1,5	2,0	1,00	2,86
nov.	4,6	2,3	1,9	.	2,0	3,2	1,04	3,11
dic.	.	.	.	.	.	.	1,02	3,36

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro

	IAPC ¹⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali	Costo orario del lavoro	PIL (dest.)	Produzione industriale (escluse costruzioni)	Utilizzo della capacità produttiva nell'industria mani- fatturiera (in perc.)	Occupazione (dest.)	Disoccupazione (in perc. delle forze di lavoro; dest.)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	0,3	-5,1	2,9	-4,1	-14,9	71,1	-1,8	9,4
2010	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 2° trim.	1,5	3,0	1,6	2,0	9,0	76,3	-0,6	10,0
3° trim.	1,7	4,0	0,8	1,9	7,0	77,4	-0,1	10,0
4° trim.	.	.	.	.	.	.	.	.
2010 lug.	1,7	4,0	-	-	7,4	77,2	-	10,0
ago.	1,6	3,6	-	-	8,5	-	-	10,0
set.	1,8	4,3	-	-	5,6	-	-	10,0
ott.	1,9	4,4	-	-	7,1	77,6	-	10,1
nov.	1,9	4,5	-	-	7,4	-	-	10,1
dic.	2,2	.	.	.	.	.	.	.

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

	Bilancia dei pagamenti (flussi netti)			Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo)	Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL)	Debito estero lordo (in percentuale del PIL)	Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-21 ⁵⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Beni	Investimenti diretti e di portafoglio				Nominale	Reale (IPC)	
2009	-43,7	39,4	15,9	462,4	-16,2	116,4	111,7	110,6	1,3948
2010	.	.	.	.	.	.	104,6	103,0	1,3257
2010 1° trim.	-19,3	2,7	-7,9	498,7	-14,7	120,4	108,7	107,0	1,3829
2° trim.	-21,3	3,9	21,4	583,3	-12,4	123,6	103,1	101,8	1,2708
3° trim.	-14,4	7,0	-3,7	552,2	.	.	102,3	100,9	1,2910
4° trim.	.	.	.	.	.	.	104,4	102,5	1,3583
2010 lug.	4,9	7,6	-17,5	535,6	.	.	102,5	101,1	1,2770
ago.	-10,3	-4,3	0,5	573,2	.	.	102,1	100,6	1,2894
set.	-9,0	3,7	6,1	552,2	.	.	102,5	100,8	1,3067
ott.	-2,2	6,7	3,7	555,6	.	.	106,1	104,2	1,3898
nov.	.	.	.	597,5	.	.	104,8	102,8	1,3661
dic.	.	.	.	.	.	.	102,6	100,6	1,3220

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.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

3) 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.

4) Basati sulle curve dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro con rating AAA. Cfr. la sezione 4.7 per i dettagli.

5) Per una 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

	17 dicembre 2010	24 dicembre 2010	31 dicembre 2010	7 gennaio 2011
Oro e crediti in oro	334.382	334.384	367.402	367.432
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	219.603	220.176	223.995	225.011
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	25.295	25.955	26.941	26.770
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.631	19.084	22.592	19.343
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	538.830	513.127	546.747	493.963
Operazioni di rifinanziamento principali	187.814	193.470	227.865	195.691
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	349.674	298.217	298.217	298.217
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	20.623	20.623	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.340	804	25	45
Crediti connessi a scarti di garanzia	2	14	17	9
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	37.454	42.049	45.654	46.845
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	456.351	459.550	457.427	458.435
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	133.356	134.484	134.829	134.927
Altri titoli	322.995	325.065	322.598	323.508
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	34.969	34.969	34.954	34.954
Altre attività	278.716	276.859	278.719	293.142
Attività totali	1.945.232	1.926.154	2.004.432	1.965.895

2. Passività

	17 dicembre 2010	24 dicembre 2010	31 dicembre 2010	7 gennaio 2011
Banconote in circolazione	833.830	842.295	839.702	834.831
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	379.217	334.700	378.008	332.504
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	266.704	206.123	212.739	176.862
Depositi overnight	40.321	55.371	104.458	80.965
Depositi a tempo determinato	72.000	72.500	60.784	73.500
Operazioni temporanee di fine tuning	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	192	706	27	1.176
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.113	2.528	2.808	2.295
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	78.247	87.656	79.791	89.316
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	43.222	44.692	47.703	43.589
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	1.328	1.651	1.995	2.152
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	13.987	14.381	14.346	14.740
Contropartite dei DSP dell'FMI	53.665	53.665	54.480	54.552
Altre passività	164.696	169.657	175.932	181.898
Rivalutazioni	296.740	296.740	331.524	331.545
Capitale e riserve	78.187	78.188	78.143	78.473
Passività totali	1.945.232	1.926.154	2.004.432	1.965.895

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

	Con effetto dal ¹⁾	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
				Aste a tasso fisso		Aste a tasso variabile	Variazione	Livello	Variazione
		Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello	Livello				Variazione
		1	2	3	4	5	6	7
1999	1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
	4 ²⁾	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
	22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
	9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
	5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000	4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
	17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
	28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
	9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
	28 ³⁾	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
	1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
	6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001	11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
	31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
	18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
	9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002	6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003	7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
	6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
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
	15 giu.	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9 ago.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11 ott.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13 dic.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14 mar.	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13 giu.	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9 lug.	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8 ott.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9 ⁴⁾	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15 ⁵⁾	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12 nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10 dic.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21 gen.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11 mar.	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8 apr.	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13 mag.	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Fonte: BCE.

- 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, 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 sia ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sia alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla decisione del Consiglio direttivo).
- 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.
- 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.
- Dal 9 ottobre 1998 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

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

(milioni di euro; tassi di interesse in valori percentuali su base annua)

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	
Operazioni di rifinanziamento principali								
2010 29 set.	166.361	129	166.361	1,00	-	-	-	7
6 ott.	197.049	148	197.049	1,00	-	-	-	7
13	185.984	145	185.984	1,00	-	-	-	7
20	184.030	151	184.030	1,00	-	-	-	7
27	183.439	190	183.439	1,00	-	-	-	7
3 nov.	178.350	144	178.350	1,00	-	-	-	7
10	175.035	146	175.035	1,00	-	-	-	7
17	186.033	177	186.033	1,00	-	-	-	7
24	177.103	165	177.103	1,00	-	-	-	7
1 dic.	179.694	163	179.694	1,00	-	-	-	7
8	197.283	155	197.283	1,00	-	-	-	7
15	187.814	159	187.814	1,00	-	-	-	7
22	193.470	160	193.470	1,00	-	-	-	7
29	227.865	233	227.865	1,00	-	-	-	7
2011 5 gen.	195.691	179	195.691	1,00	-	-	-	7
12	180.081	169	180.081	1,00	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2010 14 lug.	49.399	34	49.399	1,00	-	-	-	28
29	23.166	70	23.166	1,00	-	-	-	91
11 ago.	39.148	36	39.148	1,00	-	-	-	28
26	19.083	49	19.083	1,00	-	-	-	91
8 set.	37.903	27	37.903	1,00	-	-	-	35
30	104.009	182	104.009	1,00	-	-	-	84
13 ott.	52.236	34	52.236	1,00	-	-	-	28
28 ⁵⁾	42.475	132	42.475	-	-	-	-	91
10 nov.	63.618	44	63.618	1,00	-	-	-	28
25 ⁵⁾	38.211	189	38.211	-	-	-	-	91
8 dic.	68.066	56	68.066	1,00	-	-	-	42
23 ⁵⁾	149.466	270	149.466	-	-	-	-	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)	
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta		Tasso marginale ⁵⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2010 3 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	90.877	61	63.500	-	-	1,00	0,62	0,57	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	148.480	147	148.378	-	-	1,00	0,80	0,78	1
10	Raccolta di depositi a tempo determinato	72.702	50	64.000	-	-	1,00	0,80	0,68	7
11	Transazione inversa	12.552	23	12.552	1,00	-	-	-	-	6
17	Raccolta di depositi a tempo determinato	80.760	61	65.000	-	-	1,00	0,73	0,63	7
24	Raccolta di depositi a tempo determinato	91.432	60	66.000	-	-	1,00	0,51	0,45	7
1 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	77.700	52	67.000	-	-	1,00	0,48	0,41	7
7	Raccolta di depositi a tempo determinato	147.047	139	147.047	-	-	1,00	0,80	0,79	1
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	98.343	56	69.000	-	-	1,00	0,72	0,65	7
15	Raccolta di depositi a tempo determinato	96.587	57	72.000	-	-	1,00	0,55	0,49	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	81.024	44	72.500	-	-	1,00	0,60	0,42	7
23	Transazione inversa	20.623	32	20.623	1,00	-	-	-	-	13
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	60.784	41	60.784	-	-	1,00	1,00	0,66	7
2011 5 gen.	Raccolta di depositi a tempo determinato	92.078	68	73.500	-	-	1,00	0,45	0,38	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	99.490	65	74.000	-	-	1,00	0,45	0,41	7

Fonte: BCE.

- 1) Gli ammontari riportati potrebbero differire leggermente da quelli della sezione 1.1 per effetto di operazioni aggiudicate ma non regolate.
- 2) Con effetto a partire da aprile 2002, le operazioni di *split tender*, ovvero quelle operazioni aventi scadenza a una settimana ed effettuate mediante procedure d'asta standard parallelamente a una operazione di rifinanziamento principale, vengono classificate come operazioni di rifinanziamento principale. Per le operazioni di *split tender* condotte prima di tale mese, cfr. tavola 2 della sezione 1.3.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti. L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 4 marzo 2010 la BCE ha deciso di tornare a utilizzare la procedura d'asta a tasso variabile nelle operazioni regolari di finanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi a partire dall'operazione aggiudicata il 28 aprile 2010 e regolata il giorno successivo.
- 4) Nelle operazioni di creazione (assorbimento) di liquidità, il tasso marginale si riferisce al tasso più basso (più alto) al quale le richieste sono state accettate.
- 5) Nell'ultima operazione di rifinanziamento a più lungo termine a un anno, regolata il 17 dicembre 2009, nelle operazioni a più lungo termine a sei mesi, regolate il 1° aprile e il 13 maggio 2010, e nelle operazioni di rifinanziamento, a più lungo termine a tre mesi, regolate il 28 ottobre, il 25 novembre e il 23 dicembre 2010, il tasso al quale tutte le offerte sono state accolte è stato indicizzato alla media del tasso minimo d'offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali condotte durante il periodo coperto dall'operazione.

1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità

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

1. Passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva

Periodo ¹⁾	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento		Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni	Operazioni pronti contro termine	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni
	1	2	3	4	5	6
2008	18.169,6	10.056,8	848,7	2.376,9	1.243,5	3.643,7
2009	18.318,2	9.808,5	760,4	2.475,7	1.170,1	4.103,5
2010 giu.	19.018,2	9.998,7	721,2	2.586,9	1.314,3	4.397,2
lug.	18.966,5	9.918,6	703,0	2.594,9	1.344,0	4.405,9
ago.	19.138,1	10.019,3	707,4	2.618,7	1.366,2	4.426,5
set.	18.836,5	9.944,2	670,0	2.566,5	1.307,2	4.348,6
ott. ²⁾	18.986,1	9.901,3	658,2	2.632,5	1.399,4	4.394,8

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2010 10 ago.	214,3	215,7	1,4	0,0	1,00
7 set.	213,9	215,3	1,4	0,0	1,00
12 ott.	211,9	213,1	1,2	0,0	1,00
9 nov.	214,0	215,2	1,2	0,0	1,00
7 dic.	211,8	212,5	0,7	-0,5	1,00
2011 18 gen. ³⁾	210,5				

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 ⁴⁾	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità ⁵⁾	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	
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2010 13 lug.	500,9	167,5	573,2	0,3	140,2	230,4	54,4	813,0	126,5	-56,5	214,4	1.257,8
10 ago.	543,4	185,4	432,2	0,1	121,4	96,7	67,5	819,3	95,2	-11,8	215,7	1.131,7
7 set.	543,2	153,1	435,0	0,6	121,8	83,7	66,9	816,0	86,8	-15,0	215,3	1.115,0
12 ott.	531,3	164,5	392,6	0,7	128,3	68,8	64,8	814,1	96,4	-39,8	213,1	1.096,1
9 nov.	511,3	183,0	340,0	0,8	124,5	41,9	68,8	813,5	92,1	-72,0	215,2	1.070,7
7 dic.	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1

Fonte: BCE.

- 1) Fine periodo.
- 2) L'aggregato soggetto a riserva a fine ottobre 2010 è utilizzato per il calcolo dell'obbligo di riserva delle istituzioni creditizie dell'area dell'euro per il periodo di mantenimento delle riserve che termina a fine gennaio 2011 e quindi include l'aggregato delle istituzioni creditizie dell'Estonia. Per quanto concerne l'ammontare dell'aggregato a fine ottobre 2010, le istituzioni creditizie site in altri paesi dell'area dell'euro potrebbero aver deciso di dedurre dai propri aggregati soggetti a riserva eventuali passività nei confronti di istituzioni creditizie con sede in Estonia.
- 3) In conseguenza dell'adozione dell'euro da parte dell'Estonia dal 1° gennaio 2011 l'aggregato soggetto a riserva è una media ponderata per il numero di giorni di calendario degli aggregati dei 16 paesi dell'area dell'euro per il periodo 8-31 dicembre 2010 e di quelli dei 17 paesi attualmente nell'area per il periodo dal 1° al 18 gennaio 2011.
- 4) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite dell'Eurosistema e del programma per i mercati dei titoli finanziari.
- 5) L'aggregato include la liquidità assorbita come risultato delle operazioni di *swap* in valuta dell'Eurosistema. Per ulteriori dettagli, cfr. <http://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>.



MONETA, BANCHE E FONDI DI INVESTIMENTO

2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾

(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 ²⁾	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														
2008	2.982,9	1.803,0	20,6	0,6	1.781,8	362,3	319,5	3,3	39,4	-	14,4	484,7	8,6	309,9
2009	2.829,9	1.475,6	19,5	0,7	1.455,4	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,7	8,5	321,0
2010 2° trim.	3.390,3	1.822,1	18,8	0,9	1.802,4	535,8	425,7	9,7	100,4	-	15,8	670,0	8,6	338,1
3° trim.	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	550,3	439,5	9,6	101,2	-	16,7	645,7	8,7	343,8
2010 lug.	3.104,2	1.569,6	18,7	0,9	1.550,0	537,9	428,7	9,6	99,6	-	16,1	620,2	8,6	351,8
ago.	3.101,4	1.529,1	18,7	0,9	1.509,5	544,8	434,2	9,7	100,9	-	16,6	664,0	8,7	338,2
set.	3.024,2	1.459,0	18,5	0,9	1.439,6	550,3	439,5	9,6	101,2	-	16,7	645,7	8,7	343,8
ott.	3.028,1	1.449,8	18,5	0,9	1.430,4	559,3	448,8	9,7	100,8	-	17,0	643,6	8,7	349,7
nov. ⁶⁾	3.117,8	1.467,0	18,5	0,9	1.447,5	561,8	451,0	9,7	101,2	-	16,6	688,2	8,7	375,4
IFM escluso l'Eurosistema														
2008	31.830,5	18.050,8	968,3	10.774,8	6.307,7	4.628,1	1.245,4	1.406,4	1.976,3	98,7	1.196,7	4.746,6	211,7	2.897,9
2009	31.144,9	17.702,4	1.001,7	10.783,3	5.917,5	5.060,6	1.483,2	1.497,2	2.080,2	85,1	1.235,1	4.251,7	220,7	2.589,2
2010 2° trim.	32.569,1	18.266,2	1.068,0	10.989,4	6.208,8	5.105,5	1.573,8	1.506,1	2.025,6	67,3	1.228,3	4.572,9	221,4	3.107,6
3° trim.	32.087,2	17.896,5	1.068,9	10.986,0	5.841,6	5.082,2	1.566,1	1.546,8	1.969,3	62,6	1.244,1	4.385,5	220,0	3.196,3
2010 lug.	32.092,5	18.060,0	1.056,8	10.981,6	6.021,6	5.104,8	1.572,4	1.541,2	1.991,2	64,7	1.229,6	4.428,3	219,6	2.985,5
ago.	32.667,5	18.019,6	1.064,4	10.979,7	5.975,5	5.117,5	1.566,7	1.543,5	2.007,3	64,8	1.241,7	4.571,1	219,4	3.433,4
set.	32.087,2	17.896,5	1.068,9	10.986,0	5.841,6	5.082,2	1.566,1	1.546,8	1.969,3	62,6	1.244,1	4.385,5	220,0	3.196,3
ott.	31.874,7	17.822,7	1.148,5	10.961,2	5.713,0	5.112,0	1.648,2	1.521,1	1.942,7	61,4	1.252,0	4.334,7	220,7	3.071,2
nov. ⁶⁾	31.982,5	17.844,6	1.204,0	11.069,5	5.571,2	5.101,8	1.593,3	1.556,1	1.952,3	61,5	1.249,2	4.456,4	221,8	3.047,2

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	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											
2008	2.982,9	784,7	1.247,2	68,8	16,6	1.161,7	-	0,1	273,8	378,3	298,9
2009	2.829,9	829,3	1.192,3	102,6	22,1	1.067,6	-	0,1	320,9	140,0	347,4
2010 2° trim.	3.390,3	835,4	1.631,0	137,2	21,4	1.472,4	-	0,1	413,5	142,5	367,9
3° trim.	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,3	358,5
2010 lug.	3.104,2	844,1	1.370,3	102,8	11,9	1.255,5	-	0,1	396,5	137,2	356,0
ago.	3.101,4	837,5	1.344,7	97,0	8,6	1.239,1	-	0,1	424,6	135,9	358,7
set.	3.024,2	837,0	1.293,8	89,2	10,6	1.194,0	-	0,0	403,6	131,3	358,5
ott.	3.028,1	838,7	1.294,5	100,6	12,6	1.181,3	-	0,0	406,2	130,7	357,9
nov. ⁶⁾	3.117,8	840,5	1.331,1	98,5	16,5	1.216,2	-	0,0	436,2	139,6	370,4
IFM escluso l'Eurosistema											
2008	31.830,5	-	16.742,2	190,8	9.699,5	6.852,0	825,0	4.838,9	1.767,6	4.401,7	3.255,2
2009	31.144,9	-	16.470,9	144,1	10.044,8	6.282,0	732,6	4.908,5	1.921,2	4.097,7	3.013,9
2010 2° trim.	32.569,1	-	17.012,9	167,6	10.300,5	6.544,7	670,9	4.979,5	2.005,3	4.461,0	3.439,7
3° trim.	32.087,2	-	16.620,8	176,2	10.339,2	6.105,3	651,8	4.900,4	2.017,9	4.304,8	3.591,5
2010 lug.	32.092,5	-	16.786,1	179,5	10.303,0	6.303,6	659,5	4.927,8	2.010,0	4.350,4	3.358,8
ago.	32.667,5	-	16.751,0	165,2	10.327,0	6.258,8	674,8	4.955,8	2.019,8	4.495,7	3.770,5
set.	32.087,2	-	16.620,8	176,2	10.339,2	6.105,3	651,8	4.900,4	2.017,9	4.304,8	3.591,5
ott.	31.874,7	-	16.577,6	243,1	10.345,6	5.988,8	636,2	4.855,5	2.027,5	4.325,5	3.452,5
nov. ⁶⁾	31.982,5	-	16.547,2	262,2	10.457,5	5.827,6	648,1	4.904,2	2.016,9	4.449,5	3.416,7

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) 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.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾
(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 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											
2008	24.121,3	11.764,3	988,9	10.775,5	2.974,7	1.564,9	1.409,8	784,8	5.231,4	220,3	3.146,0
2009	23.861,8	11.805,0	1.021,1	10.783,9	3.356,2	1.851,5	1.504,6	812,1	4.808,4	229,2	2.850,8
2010 2° trim.	25.244,0	12.077,0	1.086,7	10.990,3	3.515,2	1.999,4	1.515,8	783,1	5.242,8	230,0	3.395,8
3° trim.	25.183,7	12.074,3	1.087,5	10.986,9	3.562,0	2.005,6	1.556,4	797,7	5.031,2	228,7	3.489,9
2010 lug.	24.958,7	12.058,0	1.075,5	10.982,5	3.551,9	2.001,1	1.550,7	785,0	5.048,5	228,2	3.287,1
ago.	25.599,2	12.063,7	1.083,1	10.980,6	3.554,1	2.001,0	1.553,2	796,0	5.235,1	228,1	3.722,1
set.	25.183,7	12.074,3	1.087,5	10.986,9	3.562,0	2.005,6	1.556,4	797,7	5.031,2	228,7	3.489,9
ott.	25.140,4	12.129,2	1.167,0	10.962,1	3.627,7	2.097,0	1.530,7	804,7	4.978,2	229,4	3.371,2
nov. ^(p)	25.466,2	12.292,9	1.222,5	11.070,4	3.610,1	2.044,3	1.565,8	815,8	5.144,7	230,5	3.372,2
Transazioni											
2008	1.694,1	598,2	12,8	585,4	499,5	90,0	409,5	-56,4	-73,8	-3,0	730,8
2009	-644,9	20,2	34,4	-14,2	365,1	269,8	95,3	12,6	-465,4	7,8	-586,0
2010 2° trim.	510,6	135,9	35,9	100,0	51,9	69,8	-17,9	-2,0	-55,5	2,7	377,6
3° trim.	199,0	53,0	1,3	51,8	36,4	-0,2	36,7	10,0	4,5	-1,4	96,5
2010 lug.	-121,6	4,9	-11,0	15,9	29,4	-2,6	32,0	-3,2	-40,6	-1,8	-110,3
ago.	530,6	-1,1	7,3	-8,4	-5,4	-7,6	2,1	12,7	91,9	-0,3	432,8
set.	-210,0	49,2	5,0	44,3	12,5	9,9	2,6	0,5	-46,7	0,7	-226,0
ott.	-17,8	61,2	79,5	-18,3	69,8	94,5	-24,7	5,1	-33,7	0,7	-120,9
nov. ^(p)	166,6	145,7	54,6	91,1	-1,5	-38,2	36,8	13,8	10,2	1,1	-2,7

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾	Obbligazioni ³⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2008	24.121,3	722,7	259,6	9.716,1	726,3	2.823,3	1.615,1	4.779,9	3.554,0	-75,8
2009	23.861,8	769,9	246,7	10.066,9	647,5	2.752,5	1.802,6	4.237,7	3.361,3	-23,3
2010 2° trim.	25.244,0	785,4	304,8	10.321,9	603,6	2.853,6	1.957,7	4.603,5	3.807,6	5,8
3° trim.	25.183,7	786,8	265,5	10.349,8	589,2	2.829,9	1.958,3	4.436,1	3.950,0	18,1
2010 lug.	24.958,7	793,9	282,2	10.315,0	594,7	2.837,1	1.945,8	4.487,6	3.714,8	-12,5
ago.	25.599,2	787,9	262,1	10.335,6	610,1	2.847,7	1.982,1	4.631,5	4.129,2	13,0
set.	25.183,7	786,8	265,5	10.349,8	589,2	2.829,9	1.958,3	4.436,1	3.950,0	18,1
ott.	25.140,4	789,0	343,8	10.358,2	574,7	2.811,9	1.969,4	4.456,3	3.810,4	26,7
nov. ^(p)	25.466,2	790,2	360,6	10.473,9	586,5	2.850,7	2.003,0	4.589,1	3.787,1	25,1
Transazioni										
2008	1.694,1	83,3	106,0	700,9	29,8	-32,7	138,5	91,7	604,7	-28,0
2009	-644,9	45,8	-4,4	289,4	-12,5	-56,4	143,2	-591,1	-505,6	46,6
2010 2° trim.	510,6	16,9	37,3	139,7	-28,8	-33,1	46,7	-45,2	354,2	22,8
3° trim.	199,0	1,3	-39,5	62,8	-14,6	19,8	20,3	24,8	113,7	10,4
2010 lug.	-121,6	8,4	-22,6	6,3	-8,9	10,7	17,0	-9,9	-104,4	-18,2
ago.	530,6	-6,0	-20,2	18,7	15,3	-4,7	5,7	87,8	408,4	25,5
set.	-210,0	-1,2	3,4	37,8	-20,9	13,7	-2,4	-53,1	-190,3	3,1
ott.	-17,8	2,2	78,1	7,2	-14,4	-11,3	5,6	48,4	-140,7	7,1
nov. ^(p)	166,6	1,2	16,9	74,7	11,9	4,2	21,5	11,2	26,7	-1,6

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

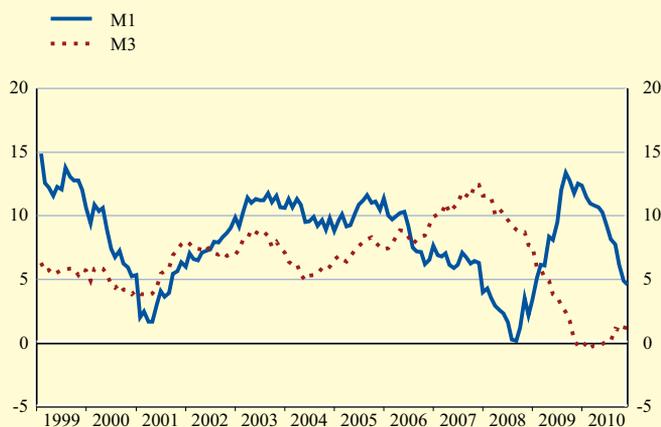
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		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			Attività nette sull'estero ³⁾				
	1	2	3	4	5				6	7	8		9	10	11	12
Consistenze																
2008	3.980,6	4.040,7	8.021,4	1.371,5	9.392,9	-	6.281,8	2.575,5	12.969,6	10.779,9	-	431,8				
2009	4.492,3	3.696,0	8.188,3	1.145,9	9.334,2	-	6.757,3	2.898,6	13.091,0	10.782,1	-	550,6				
2010 2° trim.	4.659,4	3.641,8	8.301,2	1.128,6	9.429,7	-	7.143,8	3.062,4	13.250,9	10.962,8	-	645,2				
3° trim.	4.684,7	3.696,0	8.380,7	1.120,0	9.500,7	-	7.170,7	3.100,5	13.350,5	10.975,2	-	600,1				
2010 ago.	4.736,0	3.671,9	8.407,9	1.115,1	9.522,9	-	7.208,1	3.095,4	13.387,8	11.015,6	-	607,5				
set.	4.684,7	3.696,0	8.380,7	1.120,0	9.500,7	-	7.170,7	3.100,5	13.350,5	10.975,2	-	600,1				
ott.	4.688,3	3.715,7	8.404,0	1.065,7	9.469,7	-	7.179,8	3.263,0	13.316,0	10.969,9	-	505,3				
nov. ^(p)	4.683,5	3.718,5	8.402,0	1.129,2	9.531,2	-	7.316,6	3.267,3	13.440,0	11.063,6	-	531,2				
Transazioni																
2008	130,6	484,8	615,4	47,8	663,2	-	252,4	103,0	926,9	581,1	736,9	-166,4				
2009	495,6	-368,3	127,3	-157,8	-30,5	-	421,5	308,3	84,3	-20,5	19,7	125,3				
2010 2° trim.	75,3	-25,9	49,4	21,7	71,2	-	5,0	82,8	27,5	67,6	73,5	-16,0				
3° trim.	35,4	66,6	102,0	-13,8	88,2	-	107,5	32,3	146,0	67,4	92,1	-21,0				
2010 ago.	44,6	31,2	75,9	11,2	87,0	-	24,3	19,3	79,2	49,3	54,3	4,8				
set.	-44,6	31,1	-13,4	2,4	-11,1	-	27,8	11,0	-1,2	-2,4	2,4	7,6				
ott.	5,2	20,6	25,8	-58,1	-32,3	-	10,5	165,4	-29,0	1,2	9,0	-104,0				
nov. ^(p)	-10,9	-1,9	-12,8	63,6	50,8	-	59,6	18,0	111,2	76,4	91,7	-8,6				
Variazioni percentuali																
2008	3,4	13,7	8,3	3,6	7,6	7,1	4,2	4,2	7,7	5,7	7,1	-166,4				
2009	12,4	-9,1	1,6	-11,6	-0,3	-0,2	6,7	11,9	0,6	-0,2	0,2	125,3				
2010 2° trim.	9,2	-7,0	1,4	-7,7	0,2	0,1	3,9	8,6	0,0	0,4	0,3	39,1				
3° trim.	6,2	-2,8	2,0	-5,2	1,1	1,0	3,6	7,3	1,1	1,3	1,4	-4,8				
2010 ago.	7,8	-4,4	2,1	-5,0	1,2	0,8	3,8	7,6	1,2	1,3	1,4	-25,9				
set.	6,2	-2,8	2,0	-5,2	1,1	1,0	3,6	7,3	1,1	1,3	1,4	-4,8				
ott.	4,9	-1,2	2,1	-7,6	0,9	1,3	3,7	12,0	1,2	1,5	1,7	-97,1				
nov. ^(p)	4,6	-0,4	2,3	-0,9	1,9	.	4,0	12,7	1,9	2,0	2,4	-92,0				

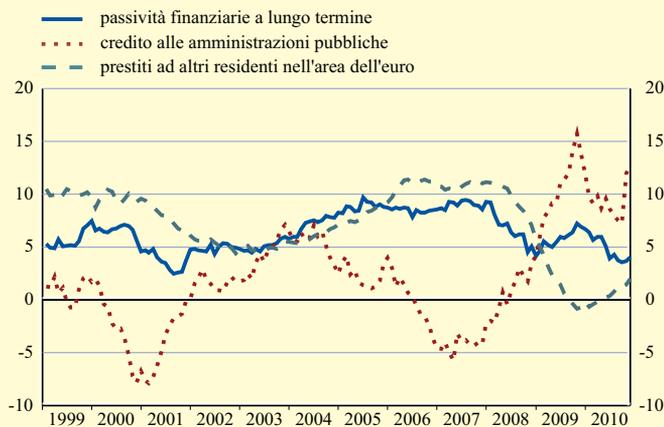
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali. I tassi di crescita mensili e a più breve termine sono disponibili sul sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html>.

2) Gli aggregati monetari comprendono le passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (Poste, Tesoro, ecc.) nei confronti dei residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM e dalle amministrazioni centrali. Per le definizioni di M1, M2 e M3 cfr. il Glossario.

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

4) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM a seguito di una loro cessione o cartolarizzazione.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

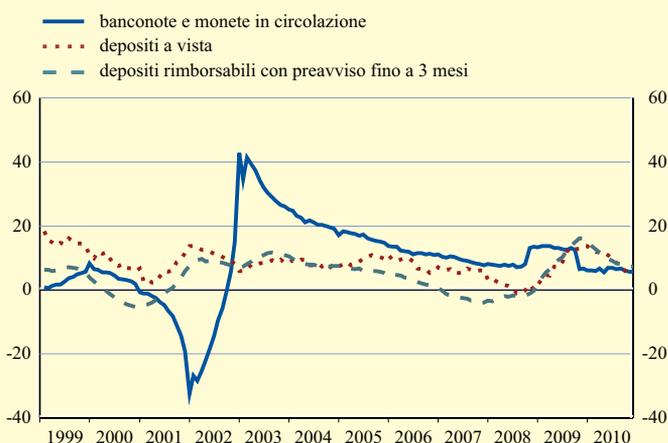
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	Quote e 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											
2008	710,4	3.270,2	2.472,2	1.568,6	350,2	755,2	266,1	2.569,3	121,6	1.987,1	1.603,8
2009	755,1	3.737,2	1.890,6	1.805,4	340,2	673,8	131,9	2.633,0	131,9	2.203,0	1.789,4
2010 2° trim.	784,9	3.874,5	1.796,9	1.844,9	401,8	604,0	122,7	2.716,6	128,1	2.340,6	1.958,5
3° trim.	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,5	397,6	594,3	128,1	2.700,6	122,4	2.394,5	1.953,2
2010 ago.	791,7	3.944,3	1.794,9	1.876,9	387,8	600,4	126,9	2.710,6	125,2	2.387,1	1.985,2
set.	791,2	3.893,5	1.804,5	1.891,5	397,6	594,3	128,1	2.700,6	122,4	2.394,5	1.953,2
ott.	790,4	3.897,9	1.812,0	1.903,7	382,9	580,0	102,9	2.706,2	119,7	2.387,2	1.966,7
nov. ^(p)	796,0	3.887,5	1.803,6	1.914,8	432,7	591,1	105,4	2.751,3	118,7	2.445,6	2.001,0
Transazioni											
2008	83,6	47,0	464,3	20,5	47,0	32,9	-32,2	0,7	0,7	114,7	136,2
2009	43,4	452,2	-605,7	237,4	-10,1	-13,3	-134,3	77,9	8,9	193,4	141,3
2010 2° trim.	9,6	65,7	-42,5	16,6	60,0	-25,5	-12,8	-36,2	-1,9	-5,8	49,0
3° trim.	6,3	29,1	19,9	46,8	-3,9	-9,9	0,1	32,7	-2,4	62,8	14,3
2010 ago.	9,5	35,1	12,1	19,1	-2,5	14,5	-0,8	1,4	0,3	14,2	8,4
set.	-0,5	-44,1	16,4	14,7	10,1	-6,2	-1,5	24,2	-1,7	15,9	-10,6
ott.	-0,9	6,1	8,3	12,3	18,9	-14,3	-24,9	12,1	-1,6	-8,0	8,1
nov. ^(p)	5,6	-16,5	-12,9	11,0	49,6	11,3	2,8	10,1	-1,0	28,3	22,2
Variazioni percentuali											
2008	13,3	1,5	23,3	1,3	15,3	4,7	-10,7	0,0	0,5	6,1	9,3
2009	6,1	13,8	-24,3	15,1	-2,8	-1,9	-50,2	3,0	7,2	9,7	8,7
2010 2° trim.	6,9	9,6	-19,4	9,1	16,7	-13,6	-31,9	1,5	0,6	4,3	7,3
3° trim.	6,0	6,2	-12,1	7,9	21,3	-15,3	-16,0	1,4	-3,9	4,1	6,7
2010 ago.	6,7	8,0	-15,0	8,2	24,0	-14,7	-19,4	0,5	-1,8	4,9	7,7
set.	6,0	6,2	-12,1	7,9	21,3	-15,3	-16,0	1,4	-3,9	4,1	6,7
ott.	5,8	4,7	-8,8	7,3	22,9	-16,9	-27,6	1,9	-6,0	3,8	6,9
nov. ^(p)	5,7	4,4	-7,5	7,3	36,6	-13,4	-23,6	1,8	-6,2	4,7	7,2

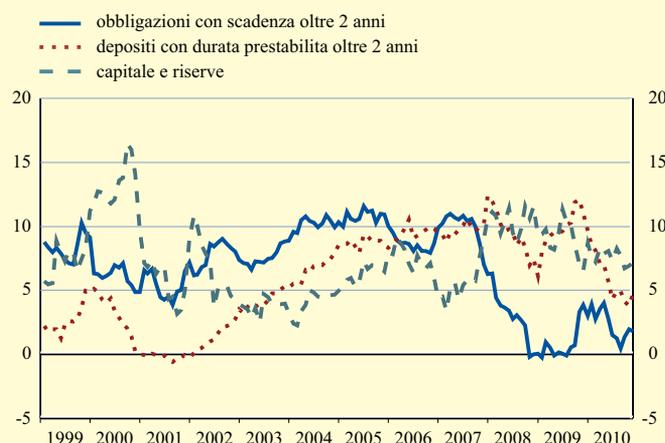
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

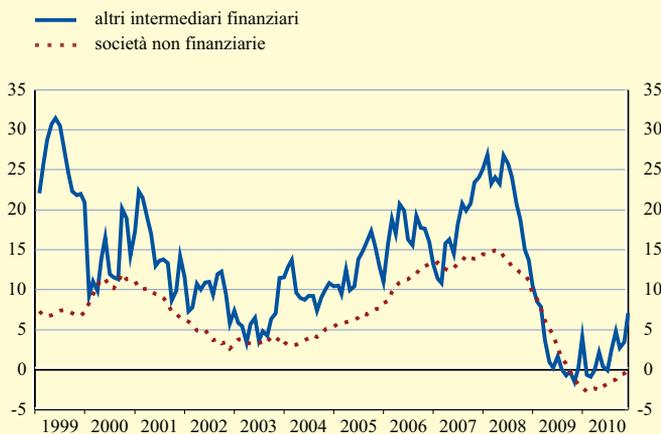
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Prestiti agli intermediari finanziari alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari ³⁾		Società non finanziarie			Famiglie ⁴⁾		
	Totale	Totale	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	Credito al consumo	Mutui per l'acquisto di abitazioni	Altri prestiti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2008	104,9	971,7	4.821,3	1.381,1	960,9	2.479,3	4.882,0	632,4	3.483,0	766,6
2009	90,0	1.058,5	4.684,9	1.185,4	936,8	2.562,7	4.948,7	631,4	3.543,3	774,1
2010 2° trim.	86,2	1.096,5	4.692,0	1.138,7	921,7	2.631,6	5.088,2	645,4	3.631,9	810,9
3° trim.	92,5	1.073,7	4.700,4	1.136,1	924,6	2.639,7	5.108,5	640,4	3.653,2	814,9
2010 ago.	96,0	1.129,2	4.683,6	1.129,1	915,9	2.638,6	5.106,8	643,7	3.650,0	813,1
set.	92,5	1.073,7	4.700,4	1.136,1	924,6	2.639,7	5.108,5	640,4	3.653,2	814,9
ott.	93,1	1.068,0	4.685,0	1.129,9	917,0	2.638,1	5.123,8	639,0	3.671,4	813,4
nov. ⁴⁾	97,7	1.125,7	4.700,8	1.136,5	910,7	2.653,7	5.139,3	642,5	3.677,3	819,5
Transazioni										
2008	-3,7	86,9	418,3	86,8	119,6	211,8	79,6	10,4	52,2	16,9
2009	-13,6	35,9	-107,5	-181,2	-19,0	92,8	64,7	-1,2	51,3	14,6
2010 2° trim.	-0,4	34,1	-2,4	-28,3	2,2	23,8	36,3	0,4	32,0	3,9
3° trim.	6,5	19,4	18,6	5,2	2,6	10,8	22,9	-2,6	20,9	4,6
2010 ago.	4,6	15,0	16,7	5,8	1,7	9,2	13,0	1,4	7,8	3,8
set.	-3,3	-22,5	17,6	11,1	5,9	0,6	5,7	-1,8	6,0	1,5
ott.	0,6	-2,6	-9,6	-4,3	-5,9	0,6	12,8	-0,8	14,8	-1,3
nov. ⁴⁾	4,5	51,3	10,7	5,3	-4,6	9,9	9,9	2,8	1,0	6,0
Variazioni percentuali										
2008	-3,5	10,0	9,5	6,8	13,9	9,4	1,7	1,7	1,5	2,3
2009	-13,0	3,6	-2,2	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-0,2	1,5	1,9
2010 2° trim.	-12,7	-0,3	-1,7	-9,9	-4,0	3,3	2,8	-0,3	3,3	2,8
3° trim.	0,0	2,8	-0,6	-6,4	-2,0	2,7	2,8	-0,9	3,4	2,9
2010 ago.	6,4	4,8	-1,2	-8,2	-3,3	2,9	2,9	-0,5	3,4	3,1
set.	0,0	2,8	-0,6	-6,4	-2,0	2,7	2,8	-0,9	3,4	2,9
ott.	5,2	3,6	-0,5	-5,6	-2,1	2,5	2,9	-0,8	3,6	2,6
nov. ⁴⁾	14,2	7,1	-0,1	-4,3	-1,9	2,5	2,7	-0,4	3,4	2,3

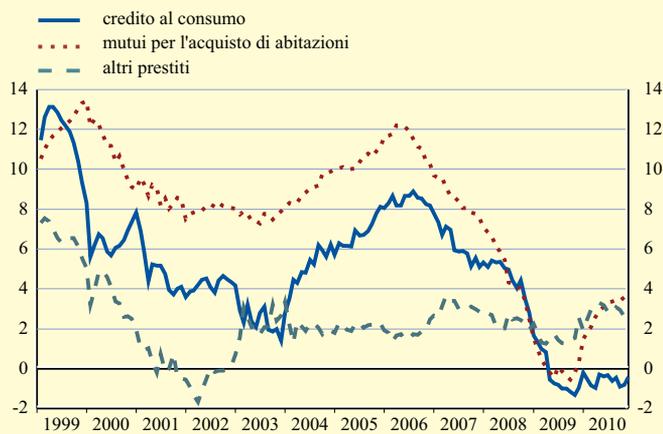
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

	Società di assicurazione e fondi pensione				Altri intermediari finanziari ³⁾				Società non finanziarie			
	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
Consistenze												
2009	80,3	57,4	7,0	15,9	1.051,6	592,9	185,8	272,9	4.691,3	1.181,3	937,2	2.572,8
2010 2° trim.	90,4	68,9	5,7	15,8	1.107,0	590,3	216,9	299,9	4.700,2	1.150,8	921,6	2.627,9
3° trim.	93,6	73,4	5,8	14,5	1.086,9	585,7	201,2	299,9	4.690,2	1.133,5	922,4	2.634,4
2010 set.	93,6	73,4	5,8	14,5	1.086,9	585,7	201,2	299,9	4.690,2	1.133,5	922,4	2.634,4
ott.	94,3	73,5	5,8	15,0	1.062,6	559,9	199,9	302,8	4.675,1	1.124,4	916,3	2.634,4
nov. ^(p)	96,8	76,4	5,9	14,5	1.126,3	616,0	202,2	308,1	4.699,6	1.137,7	909,4	2.652,5
Transazioni												
2009	-11,9	-11,8	0,9	-0,9	39,3	24,5	7,5	7,4	-106,8	-181,1	-18,8	93,1
2010 2° trim.	4,3	4,6	-0,2	-0,1	37,0	25,8	7,4	3,8	9,4	-12,9	0,9	21,5
3° trim.	3,4	4,6	0,2	-1,4	22,0	5,6	2,4	14,0	0,2	-9,6	0,5	9,2
2010 set.	-2,4	-1,7	0,8	-1,6	13,0	10,3	4,9	-2,2	19,9	16,8	5,3	-2,2
ott.	0,7	0,1	0,0	0,6	-21,0	-23,4	-0,5	2,8	-9,3	-7,2	-4,4	2,3
nov. ^(p)	2,4	2,8	0,1	-0,5	57,3	52,3	1,5	3,5	19,4	12,1	-5,0	12,4
Variazioni percentuali												
2009	-13,0	-17,1	14,2	-4,7	4,1	4,3	4,4	3,1	-2,2	-13,2	-2,0	3,7
2010 2° trim.	-12,4	-13,9	-28,4	3,9	-0,1	-1,6	-2,8	5,3	-1,7	-9,9	-3,9	3,3
3° trim.	0,3	3,9	-25,2	-3,5	2,7	1,6	-1,1	7,6	-0,6	-6,4	-2,0	2,7
2010 set.	0,3	3,9	-25,2	-3,5	2,7	1,6	-1,1	7,6	-0,6	-6,4	-2,0	2,7
ott.	5,3	11,4	-27,6	-3,6	3,5	2,1	-0,5	8,3	-0,5	-5,6	-2,1	2,5
nov. ^(p)	13,6	22,7	-24,5	-4,5	7,0	7,6	1,9	9,4	-0,1	-4,3	-1,9	2,5

3. Prestiti alle famiglie ⁴⁾

	Totale	Credito al consumo				Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti			
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Consistenze													
2009	4.960,1	633,4	135,9	195,1	302,4	3.551,7	15,0	60,8	3.475,9	775,0	146,8	87,7	540,5
2010 2° trim.	5.091,6	648,8	148,0	192,2	308,6	3.626,8	14,1	56,4	3.556,4	816,0	150,4	86,6	578,9
3° trim.	5.115,3	642,3	143,9	188,4	310,0	3.657,4	14,7	58,8	3.583,9	815,6	145,3	87,0	583,3
2010 set.	5.115,3	642,3	143,9	188,4	310,0	3.657,4	14,7	58,8	3.583,9	815,6	145,3	87,0	583,3
ott.	5.129,2	641,5	143,8	188,0	309,7	3.675,3	14,6	59,0	3.601,6	812,4	142,5	86,2	583,7
nov. ^(p)	5.146,7	642,6	144,8	187,9	309,9	3.681,5	14,7	57,6	3.609,1	822,7	150,3	86,1	586,2
Transazioni													
2009	65,2	-1,2	-1,4	-4,3	4,6	51,6	-2,6	-8,2	62,4	14,7	-7,3	-0,8	22,8
2010 2° trim.	49,1	5,9	1,7	-0,6	4,8	32,6	-0,7	-2,4	35,7	10,5	-4,3	-2,1	17,0
3° trim.	26,2	-4,0	-3,4	-3,4	2,7	30,0	0,2	2,4	27,4	0,2	-4,9	-0,4	5,5
2010 set.	13,7	-0,4	-1,4	-2,3	3,3	10,3	-0,1	1,5	8,9	3,8	1,7	-0,2	2,3
ott.	11,4	-0,2	0,1	-0,4	0,1	14,5	-0,1	0,3	14,4	-2,9	-2,6	-0,7	0,4
nov. ^(p)	12,0	0,5	1,1	-0,6	-0,1	1,3	0,1	0,3	0,9	10,2	7,5	0,3	2,3
Variazioni percentuali													
2009	1,3	-0,2	-1,0	-2,2	1,5	1,5	-14,9	-12,0	1,8	1,9	-4,7	-0,9	4,4
2010 2° trim.	2,8	-0,3	-2,2	-2,1	1,7	3,3	-11,2	-11,6	3,7	2,8	-7,5	-2,6	6,7
3° trim.	2,8	-0,9	-2,7	-3,7	1,8	3,4	-7,0	-5,1	3,6	3,0	-7,4	-2,9	6,8
2010 set.	2,8	-0,9	-2,7	-3,7	1,8	3,4	-7,0	-5,1	3,6	3,0	-7,4	-2,9	6,8
ott.	2,9	-0,8	-1,8	-3,8	1,6	3,6	-7,1	-4,2	3,8	2,6	-7,5	-3,6	6,4
nov. ^(p)	2,7	-0,4	-0,9	-4,0	2,1	3,4	-6,0	-4,0	3,6	2,3	-5,9	-3,2	5,5

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include i fondi di investimento.

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

2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM ^{1), 2)}

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

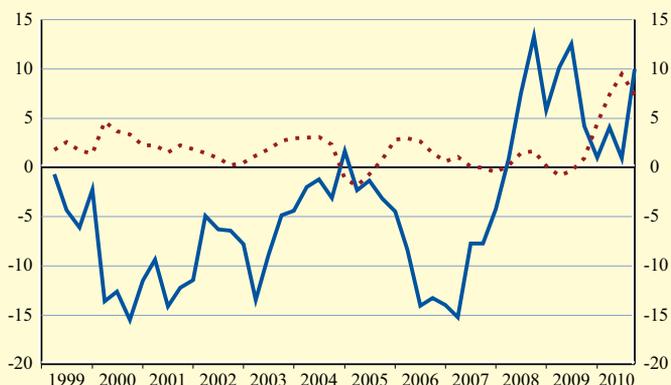
4. Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	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										
2007	954,4	213,2	217,3	494,5	29,4	3.295,5	2.341,6	953,8	59,6	894,2
2008	968,3	227,0	209,8	509,3	22,2	3.242,4	2.278,8	963,6	57,5	906,1
2009 4° trim.	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,1	860,7
2010 1° trim.	1.032,6	242,3	209,0	539,0	42,2	2.949,9	1.985,1	964,8	46,8	918,0
2° trim.	1.068,0	250,2	225,0	547,9	44,8	3.074,8	2.074,6	1.000,2	50,3	949,8
3° trim. ^(p)	1.068,9	257,1	223,2	544,2	44,5	2.950,6	1.995,6	955,1	51,8	903,2
Transazioni										
2007	-7,9	-4,4	-13,0	5,9	3,6	540,1	381,3	158,9	0,3	158,7
2008	13,7	12,5	-8,1	16,5	-7,2	-59,8	-86,0	26,1	0,3	25,8
2009 4° trim.	10,4	-6,0	0,4	12,8	3,1	-3,8	11,4	-15,2	-1,4	-13,8
2010 1° trim.	30,4	12,6	-0,8	10,1	8,5	53,9	24,1	29,6	-0,6	30,2
2° trim.	36,7	9,2	15,9	9,0	2,6	-20,9	0,9	-22,7	-1,3	-21,4
3° trim. ^(p)	1,5	7,7	-1,9	-3,8	-0,3	-11,2	-13,7	2,5	4,3	-1,8
Variazioni percentuali										
2007	-1,2	-4,2	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,5	18,8	0,5	20,2
2008	1,4	5,8	-3,7	3,3	-24,4	-1,5	-3,6	2,8	0,5	3,0
2009 4° trim.	3,7	1,0	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,1	-3,0	-4,2
2010 1° trim.	6,6	4,0	1,8	5,8	101,2	-3,2	-5,4	1,7	-4,7	2,1
2° trim.	7,4	1,0	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,7	-1,4	-5,4	-1,2
3° trim. ^(p)	8,0	10,0	6,5	5,4	45,1	0,9	1,2	-0,6	1,4	-0,7

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

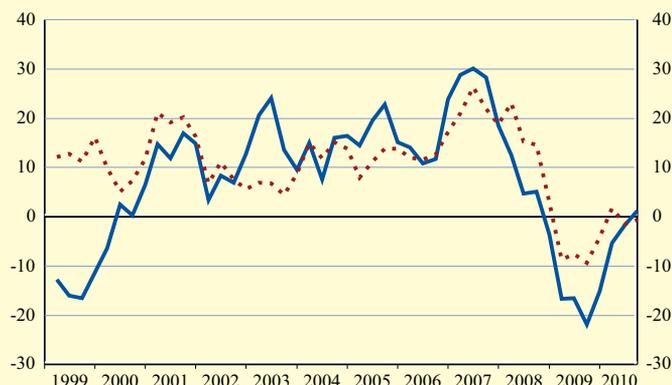
— amministrazioni centrali
 altre amministrazioni pubbliche



F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— banche non residenti
 operatori non bancari non residenti



Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

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

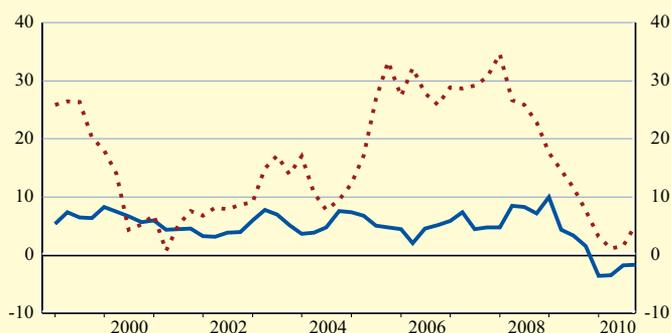
1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari ³⁾						
	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														
2008	761,4	84,3	114,2	537,2	1,1	1,5	23,1	1.802,4	319,9	420,4	852,9	12,3	0,1	197,0
2009	738,6	84,1	86,9	543,8	2,2	1,4	20,2	1.872,5	313,1	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9
2010 2° trim.	740,7	95,5	84,6	536,2	2,3	0,3	21,8	2.074,5	367,9	297,7	1.059,7	9,4	0,2	339,6
3° trim.	734,3	89,4	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.100,1	373,6	300,7	1.076,2	9,0	0,7	339,9
2010 ago.	737,8	90,5	92,0	533,6	2,4	0,3	19,0	2.088,6	365,1	304,5	1.087,0	8,9	0,8	322,3
set.	734,3	89,4	89,3	532,7	2,6	0,3	20,1	2.100,1	373,6	300,7	1.076,2	9,0	0,7	339,9
ott.	729,0	89,4	85,6	529,8	2,5	0,3	21,4	2.083,2	367,5	318,1	1.070,0	9,0	0,6	317,9
nov. ^(p)	719,1	89,4	79,5	527,6	2,5	0,3	19,9	2.210,4	385,0	316,3	1.132,8	8,6	0,5	367,2
Transazioni														
2008	69,2	12,4	42,8	12,2	0,3	0,1	2,2	268,8	4,4	71,8	142,3	0,3	0,3	51,0
2009	-26,9	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,8	56,8	6,8	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0
2010 2° trim.	0,9	4,7	-0,2	-7,2	-0,2	2,2	1,5	72,3	33,9	-21,5	-0,7	-8,0	-0,1	68,6
3° trim.	-5,6	-5,8	5,0	-6,7	0,3	3,3	-1,7	48,6	9,5	10,3	28,3	-0,5	0,5	0,6
2010 ago.	-1,8	-4,5	4,1	-2,9	0,0	1,1	0,4	14,3	4,0	3,3	5,3	-0,4	0,5	1,6
set.	-2,8	-0,8	-2,3	-2,0	0,2	1,1	1,1	26,5	11,0	-0,9	-1,5	0,1	0,0	17,9
ott.	-5,4	0,0	-3,5	-4,3	-0,1	1,1	1,3	-19,1	-5,1	17,8	-5,7	0,0	-0,1	-26,1
nov. ^(p)	-10,5	-0,3	-6,4	-2,2	0,0	0,0	-1,5	92,4	15,1	-3,5	32,3	-0,4	-0,1	49,1
Variazioni percentuali														
2008	10,0	17,3	59,9	2,3	-23,4	-	10,5	17,6	1,4	21,0	20,0	-2,4	-	34,6
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-12,3	3,1	2,0	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010 2° trim.	-1,7	7,0	-7,8	-3,2	33,3	-	14,3	1,6	6,8	-16,6	-1,5	-36,4	-	33,0
3° trim.	-1,7	2,9	2,9	-4,4	36,0	-	4,6	5,2	17,4	-13,3	0,8	-41,0	-	34,1
2010 ago.	-2,0	-0,6	4,2	-4,1	30,4	-	1,3	6,2	20,2	-15,3	1,7	-41,8	-	42,8
set.	-1,7	2,9	2,9	-4,4	36,0	-	4,6	5,2	17,4	-13,3	0,8	-41,0	-	34,1
ott.	-2,7	-3,8	-1,2	-4,7	26,3	-	16,7	5,4	14,3	-8,8	1,3	-46,1	-	34,1
nov. ^(p)	-3,1	0,5	-2,9	-4,7	23,7	-	-7,9	9,6	16,3	-8,6	4,4	-49,6	-	52,2

F9 Depositi totali per settore ²⁾

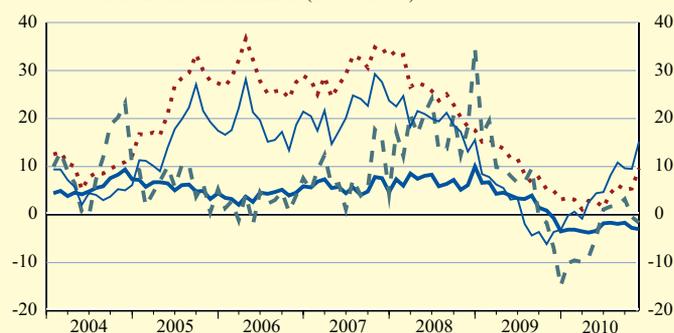
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)


F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- ... altri intermediari finanziari (totale)
- - società di assicurazione e di fondi pensione (inclusi in M3) ⁴⁾
- - altri intermediari finanziari (inclusi in M3) ⁵⁾



Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Include i fondi di investimento.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

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

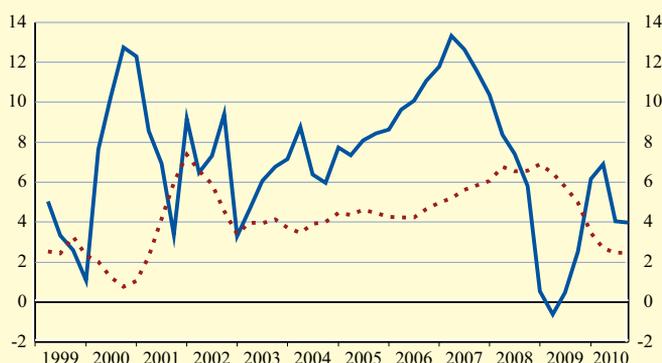
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie ³⁾						
	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														
2008	1.502,6	883,3	502,0	64,4	27,9	1,3	23,7	5.379,2	1.814,5	1.358,2	519,0	1.490,2	113,6	83,7
2009	1.603,1	1.001,1	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,8	2.157,0	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010 2° trim.	1.581,4	1.002,4	410,5	82,2	71,7	2,1	12,5	5.658,9	2.228,4	906,3	644,0	1.732,9	116,9	30,5
3° trim.	1.608,9	998,6	434,8	87,0	74,7	2,1	11,8	5.650,7	2.202,3	897,7	652,2	1.756,4	110,7	31,4
2010 ago.	1.600,1	995,5	431,3	84,4	74,9	2,1	11,9	5.658,7	2.208,8	901,3	650,5	1.753,2	113,0	31,9
set.	1.608,9	998,6	434,8	87,0	74,7	2,1	11,8	5.650,7	2.202,3	897,7	652,2	1.756,4	110,7	31,4
ott.	1.621,3	996,6	450,1	87,1	74,2	2,0	11,3	5.673,1	2.218,4	898,6	655,3	1.760,6	109,4	30,9
nov. ⁴⁾	1.627,7	998,5	449,6	87,0	76,7	2,0	14,0	5.659,2	2.201,9	898,3	656,1	1.762,7	110,1	30,0
Transazioni														
2008	8,0	-5,1	13,5	3,2	-3,4	-0,3	0,0	347,5	28,7	336,2	-43,8	28,1	1,7	-3,4
2009	93,0	114,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,8	320,6	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010 2° trim.	3,7	19,2	-17,1	-0,5	2,0	0,3	-0,1	49,1	62,9	-30,3	11,9	16,3	-6,0	-5,6
3° trim.	34,7	0,3	27,2	5,0	2,9	0,0	-0,7	-4,9	-24,7	-6,9	8,3	23,7	-6,2	0,9
2010 ago.	18,8	4,7	11,3	0,4	2,2	0,0	0,3	-16,2	-30,1	0,7	3,4	11,1	-1,7	0,4
set.	14,0	6,0	5,7	2,7	-0,3	0,0	-0,1	-5,5	-5,5	-2,3	1,8	3,3	-2,3	-0,5
ott.	13,1	-1,4	15,3	0,2	-0,5	0,0	-0,5	22,8	16,3	1,1	3,1	4,2	-1,3	-0,5
nov. ⁴⁾	2,9	-0,6	-2,0	0,5	2,5	0,0	2,7	-15,9	-17,4	-1,3	0,8	2,1	0,7	-0,9
Variazioni percentuali														
2008	0,5	-0,6	2,9	5,4	-11,0	-16,2	0,0	6,9	1,6	33,0	-7,8	1,9	1,5	-3,9
2009	6,2	12,9	-13,9	23,1	146,6	28,3	-31,2	3,5	17,5	-27,1	16,5	12,8	7,5	-55,4
2010 2° trim.	4,1	9,2	-11,2	14,5	50,5	42,9	-36,2	2,5	10,4	-24,5	20,1	8,3	-2,2	-40,1
3° trim.	4,0	5,1	-2,4	12,0	33,7	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,7	-27,2
2010 ago.	4,5	7,1	-5,1	11,2	39,7	43,1	-28,0	2,5	8,3	-20,6	17,7	7,7	-6,9	-33,7
set.	4,0	5,1	-2,4	12,0	33,7	38,8	-32,3	2,5	7,0	-18,2	16,3	7,6	-9,7	-27,2
ott.	4,1	3,6	1,4	11,3	29,0	35,2	-25,3	2,7	6,1	-14,6	14,2	7,1	-12,6	-22,5
nov. ⁴⁾	4,1	2,6	2,5	10,4	30,9	31,4	-5,8	2,4	4,5	-12,3	12,2	7,1	-12,6	-22,0

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3)⁴⁾
 — famiglie (inclusi in M3)⁵⁾



Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

3) Questa categoria include le istituzioni senza fini di lucro al servizio delle famiglie.

4) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.

5) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM ^{1), 2)}

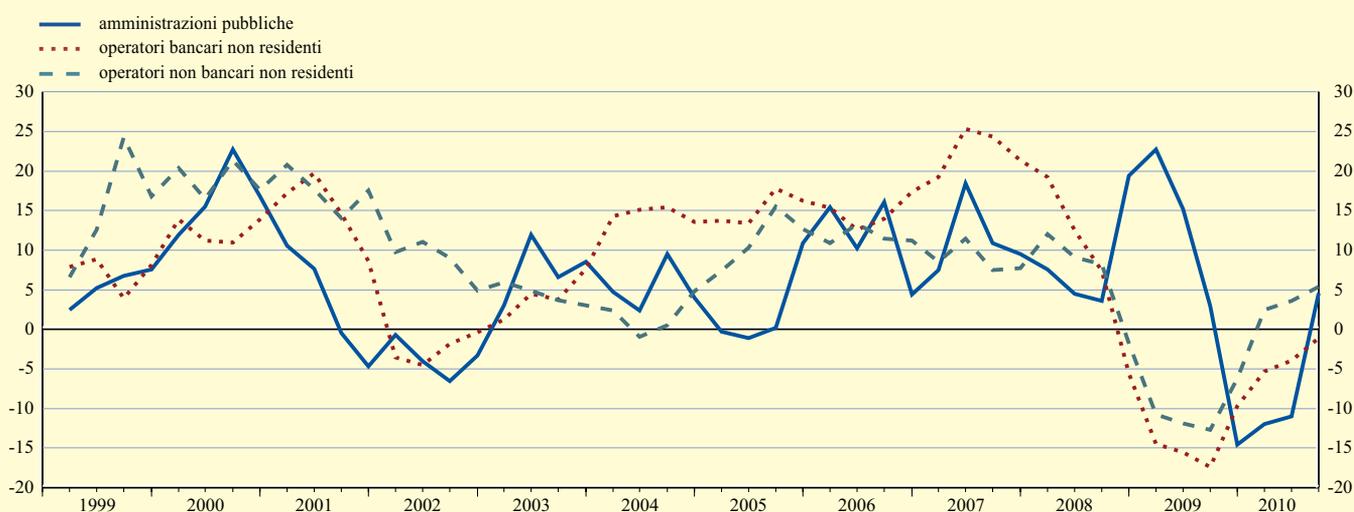
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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 ³⁾	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2007	373,5	126,8	58,8	107,7	80,2	3.859,7	2.952,0	907,7	143,1	764,6
2008	444,7	190,8	52,1	116,1	85,8	3.713,3	2.816,2	897,1	65,6	831,5
2009 4° trim.	372,9	144,1	43,4	114,3	71,1	3.368,7	2.532,7	836,0	56,7	779,3
2010 1° trim.	397,6	166,2	50,4	108,4	72,6	3.543,7	2.639,0	904,7	66,8	837,9
2° trim.	412,7	167,6	54,5	113,8	76,8	3.700,0	2.697,1	1.003,0	46,7	956,2
3° trim. ^(p)	421,5	176,2	58,7	112,0	74,5	3.577,0	2.600,1	976,9	47,7	929,2
Transazioni										
2008	72,7	63,4	-6,5	8,7	7,1	-183,3	-165,8	-17,5	-36,8	19,3
2009	-64,8	-38,1	-8,7	-2,5	-15,5	-331,2	-275,4	-55,8	-4,5	-51,3
2009 4° trim.	-30,1	-12,8	-7,7	-8,8	-0,9	-80,1	-55,9	-24,2	-2,7	-21,5
2010 1° trim.	24,6	22,1	7,0	-5,9	1,4	95,3	49,6	45,7	9,1	36,6
2° trim.	14,7	1,3	4,0	5,1	4,2	-9,6	-26,6	17,0	-2,3	19,3
3° trim. ^(p)	9,3	8,5	4,3	-1,7	-1,8	14,1	4,9	8,9	3,0	5,9
Variazioni percentuali										
2007	9,5	-2,4	29,9	10,6	16,9	17,9	21,3	7,7	15,8	6,3
2008	19,4	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,4	-5,6	-1,7	-25,6	2,7
2009 4° trim.	-14,6	-19,9	-16,7	-2,1	-18,0	-8,8	-9,8	-6,2	-7,0	-6,2
2010 1° trim.	-12,0	-17,2	-0,1	-5,4	-13,3	-3,5	-5,3	2,4	12,0	1,7
2° trim.	-11,0	-20,6	11,5	-4,7	-6,0	-2,0	-4,0	3,6	7,0	3,3
3° trim. ^(p)	4,6	12,3	14,9	-9,2	4,1	0,6	-1,1	5,4	14,2	4,9

F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

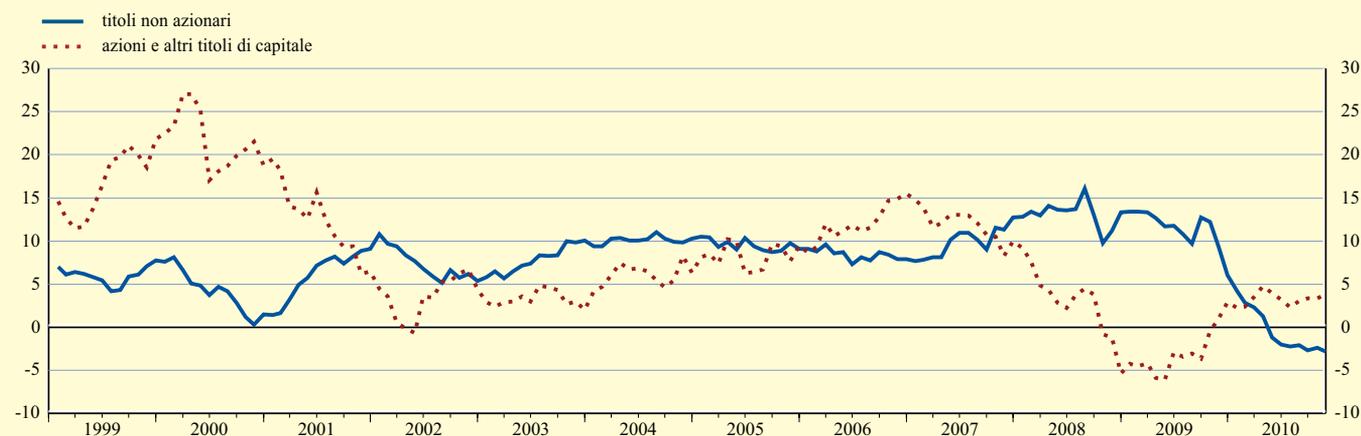
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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												
2008	5.854,5	1.884,0	92,3	1.226,1	19,3	1.355,3	51,2	1.226,5	1.472,8	421,8	775,0	276,1
2009	6.207,7	1.971,1	109,1	1.467,2	16,0	1.457,8	39,4	1.147,1	1.515,3	434,6	800,5	280,2
2010 2° trim.	6.305,2	1.908,4	117,2	1.555,3	18,5	1.477,6	28,5	1.199,7	1.523,4	456,1	772,2	295,1
3° trim.	6.223,2	1.863,9	105,5	1.548,4	17,7	1.516,6	30,2	1.141,0	1.534,7	458,3	785,8	290,6
2010 ago.	6.314,5	1.890,1	117,1	1.549,3	17,5	1.516,8	26,6	1.197,0	1.529,7	457,3	784,4	288,0
set.	6.223,2	1.863,9	105,5	1.548,4	17,7	1.516,6	30,2	1.141,0	1.534,7	458,3	785,8	290,6
ott.	6.205,5	1.834,3	108,4	1.633,3	14,9	1.493,9	27,2	1.093,5	1.547,6	459,4	792,5	295,7
nov. ^(p)	6.191,2	1.836,6	115,7	1.576,2	17,1	1.528,7	27,5	1.089,5	1.552,1	445,2	804,0	302,9
Transazioni												
2008	695,6	213,8	5,8	38,3	1,9	389,8	19,0	26,9	-85,2	22,4	-56,9	-50,8
2009	354,4	83,5	16,6	230,6	-3,2	103,3	-12,0	-64,4	43,2	29,1	11,8	2,3
2010 2° trim.	-95,9	-54,2	-6,9	18,6	-0,4	-4,5	-14,8	-33,8	15,9	10,7	-2,0	7,2
3° trim.	-21,1	-46,4	-0,6	-13,4	0,0	31,5	5,2	2,6	9,6	2,1	9,5	-2,0
2010 ago.	17,0	1,4	10,3	-11,8	-0,3	2,5	-0,4	15,4	14,6	3,7	12,1	-1,3
set.	-39,0	-23,7	-4,4	1,9	1,2	-2,7	5,2	-16,5	3,6	0,2	0,6	2,8
ott.	-5,1	-29,2	4,1	87,1	-2,6	-22,1	-2,7	-39,9	6,5	1,3	5,1	0,1
nov. ^(p)	-38,9	3,5	1,9	-47,8	1,5	37,9	-1,1	-34,8	21,5	1,5	13,7	6,3
Variazioni percentuali												
2008	13,4	12,8	8,0	3,2	9,9	39,9	57,3	2,2	-5,3	5,3	-6,8	-15,4
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010 2° trim.	-2,0	-4,8	-2,6	6,8	-23,0	-1,0	-49,7	-6,8	3,2	8,1	-0,8	7,2
3° trim.	-2,6	-6,9	-2,5	3,5	-15,5	1,5	-39,5	-6,6	3,3	6,3	0,4	7,1
2010 ago.	-2,1	-6,6	1,2	5,2	-18,5	1,6	-49,6	-5,8	3,1	6,3	1,2	3,3
set.	-2,6	-6,9	-2,5	3,5	-15,5	1,5	-39,5	-6,6	3,3	6,3	0,4	7,1
ott.	-2,4	-7,3	1,2	8,3	-25,0	0,2	-40,4	-9,0	3,4	6,2	0,7	6,6
nov. ^(p)	-2,8	-7,1	1,6	5,0	-9,4	2,6	-42,6	-11,1	3,8	5,9	0,8	9,1

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.7 Rivalutazioni di voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}
(miliardi di euro)

1. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti alle famiglie ³⁾

	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
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,6	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2009	-7,5	-1,8	-2,3	-3,4	-4,0	-0,1	-0,2	-3,7	-7,4	-1,6	-1,3	-4,5
2010 1° trim.	-1,9	-1,1	-0,6	-0,2	-1,1	0,0	0,0	-1,1	-2,3	-0,5	-0,3	-1,4
2° trim.	-1,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,0	0,0	-1,0	-1,9	-0,3	-0,4	-1,3
3° trim.	-1,9	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-1,2	-0,1	-0,2	-0,8
2010 lug.	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-0,3
ago.	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,3
set.	-1,2	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2
ott.	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,7	0,0	0,0	-0,7	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5
nov. ^(p)	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,0	-0,2	-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 nell'area dell'euro		
	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
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,1	-3,4	-1,7
2008	-17,8	-4,1	-9,1	-4,6	-6,6	-3,4	-3,2
2009	-35,4	-12,7	-12,5	-10,2	-6,9	-2,6	-4,2
2010 1° trim.	-11,4	-7,1	-4,0	-0,3	-1,0	-0,4	-0,6
2° trim.	-17,8	-5,5	-6,4	-6,0	-0,9	-0,4	-0,5
3° trim.	-10,3	-4,0	-2,8	-3,6	-0,4	-0,3	-0,2
2010 lug.	-3,5	-2,1	-0,4	-1,0	-0,2	-0,3	0,1
ago.	-2,7	-0,9	-0,9	-1,0	0,0	0,0	0,0
set.	-4,1	-1,1	-1,4	-1,6	-0,2	0,1	-0,3
ott.	-1,9	-0,4	-0,8	-0,6	-0,1	0,0	-0,2
nov. ^(p)	-6,7	-2,4	-2,7	-1,7	-0,6	0,1	-0,7

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
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-60,4	-12,0	0,0	4,5	0,0	-19,0	-2,2	-31,7	-63,6	-9,2	-46,2	-8,2
2009	4,4	8,2	0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,8	-3,0	1,0	-5,9	3,4	3,5
2010 1° trim.	14,3	3,2	0,3	4,5	0,1	2,4	0,1	3,7	0,5	-1,0	-0,2	1,7
2° trim.	-12,4	-2,4	0,4	-8,9	0,5	-4,3	0,0	2,3	-14,6	-3,3	-7,3	-4,0
3° trim.	19,5	4,0	-0,1	6,5	0,3	5,7	-1,3	4,4	2,0	0,1	4,4	-2,4
2010 lug.	12,3	2,1	0,2	3,8	0,0	4,1	0,1	2,1	3,3	1,6	4,7	-3,0
ago.	9,8	2,3	-0,4	5,8	0,5	1,1	-1,4	2,0	-2,7	-2,2	-1,2	0,7
set.	-2,6	-0,4	0,1	-3,0	-0,1	0,5	0,0	0,3	1,5	0,7	0,9	-0,2
ott.	-2,0	-0,3	0,1	-2,2	0,0	-0,6	0,0	0,9	1,9	-0,6	2,4	0,1
nov. ^(p)	-14,5	-1,6	-0,1	-9,3	-0,1	-3,2	0,1	-0,3	-2,6	-1,3	-2,2	1,0

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

1. Depositi

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	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														
2007	6.083,9	92,0	8,0	4,8	0,4	1,2	1,0	9.063,4	95,8	4,2	2,2	0,4	0,1	0,5
2008	6.852,0	89,7	10,3	7,3	0,4	1,3	0,8	9.890,2	96,9	3,1	1,9	0,5	0,1	0,4
2009 4° trim.	6.282,0	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.188,9	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 1° trim.	6.222,1	93,0	7,0	4,1	0,3	1,2	0,8	10.201,5	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
2° trim.	6.544,7	92,4	7,6	4,5	0,3	1,2	0,9	10.468,1	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
3° trim. ^(p)	6.105,3	92,5	7,5	4,5	0,3	1,2	0,8	10.515,4	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
2007	2.952,0	47,0	53,0	33,5	2,9	2,4	11,0	907,7	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008	2.816,1	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,1	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009 4° trim.	2.532,37	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,0	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010 1° trim.	2.6389,0	50,1	49,9	32,9	2,2	2,2	9,4	904,7	54,9	45,1	31,9	1,1	1,3	6,1
2° trim.	2.697,1	52,9	47,1	30,8	2,1	1,6	9,5	1.003,0	55,2	44,8	31,7	1,1	1,4	6,5
3° trim. ^(p)	2.600,1	51,4	48,6	32,4	2,3	1,6	9,2	976,9	57,0	43,0	30,5	1,2	1,3	5,8

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7
2007	4.925,0	81,5	18,5	9,2	1,7	1,8	3,4
2008	5.101,8	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009 4° trim.	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010 1° trim.	5.284,2	82,5	17,5	9,5	1,6	1,8	2,5
2° trim.	5.244,3	81,6	18,4	10,0	1,8	2,0	2,5
3° trim. ^(p)	5.143,1	82,3	17,7	9,4	1,7	2,0	2,4

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

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

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

2.8 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM ^{1), 2)}

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

3. Prestiti

	IFM ³⁾							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	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														
2007	5.792,5	-	-	-	-	-	11.102,4	96,2	3,8	1,8	0,2	1,0	0,6	
2008	6.307,7	-	-	-	-	-	11.743,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,1	0,4	
2009 4° trim.	5.917,5	-	-	-	-	-	11.784,9	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 1° trim.	5.916,7	-	-	-	-	-	11.832,5	96,1	3,9	2,0	0,2	1,0	0,4	
2° trim.	6.208,8	-	-	-	-	-	12.057,3	95,8	4,2	2,2	0,3	1,0	0,4	
3° trim. ^(p)	5.841,6	-	-	-	-	-	12.054,9	96,0	4,0	2,0	0,2	1,1	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
2007	2.341,6	48,2	51,8	28,8	2,3	2,4	12,7	953,8	40,8	59,2	41,3	1,2	3,7	8,3
2008	2.278,8	45,8	54,2	31,8	3,0	2,6	11,3	963,6	40,4	59,6	42,0	1,4	4,3	7,5
2009 4° trim.	1.914,9	45,8	54,2	29,4	2,7	2,9	12,6	906,8	40,0	60,0	42,1	1,2	3,7	8,0
2010 1° trim.	1.985,1	46,6	53,4	29,8	2,6	3,0	11,2	964,8	40,2	59,8	42,5	1,3	3,4	7,5
2° trim.	2.074,6	46,5	53,5	29,8	2,8	3,0	12,0	1.000,2	39,2	60,8	43,3	1,4	3,4	7,7
3° trim. ^(p)	1.995,6	45,9	54,1	29,6	3,3	3,0	12,0	955,1	40,5	59,5	41,7	1,4	3,6	7,3

4. Disponibilità in titoli non azionari

	Emessi da IFM ³⁾							Emessi da non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro ⁴⁾	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														
2007	1.739,8	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2.209,3	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008	1.976,3	95,3	4,7	2,6	0,4	0,2	1,2	2.651,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,4
2009 4° trim.	2.080,2	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,4	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 1° trim.	2.092,7	94,6	5,4	3,2	0,2	0,3	1,4	3.033,9	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2° trim.	2.025,6	94,2	5,8	3,5	0,2	0,3	1,5	3.079,9	98,5	1,5	0,8	0,2	0,1	0,4
3° trim. ^(p)	1.969,3	94,6	5,4	3,0	0,2	0,3	1,6	3.112,9	98,5	1,5	0,9	0,2	0,1	0,4
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2007	582,0	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	651,6	35,8	64,2	39,3	4,5	0,8	12,6
2008	580,3	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,2	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,1
2009 4° trim.	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	600,5	34,9	65,1	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 1° trim.	561,8	55,3	44,7	28,0	0,4	0,5	14,8	611,4	32,9	67,1	39,9	4,2	0,9	14,9
2° trim.	558,9	53,4	46,6	27,4	0,5	0,9	15,2	640,7	28,8	71,2	43,7	4,6	0,6	15,1
3° trim. ^(p)	535,2	52,3	47,7	27,7	0,4	0,9	16,1	605,8	29,8	70,2	42,5	4,6	0,6	15,0

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

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

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari)	Fondi di investimento/fondi comuni monetari	Attività non finanziarie	Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati)
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2010 apr.	5.902,5	367,0	2.235,4	1.822,6	793,8	239,8	443,9
mag.	5.864,4	378,6	2.265,0	1.751,4	785,9	240,9	442,6
giu.	5.845,6	384,7	2.271,0	1.718,7	791,7	243,4	435,9
lug.	5.933,4	382,0	2.288,0	1.753,5	797,7	247,7	464,5
ago.	6.029,9	379,5	2.359,3	1.741,6	806,8	249,8	493,0
set.	6.078,7	376,0	2.336,0	1.793,0	823,0	245,7	505,0
ott. ^(p)	6.147,0	375,3	2.332,1	1.835,1	832,2	246,8	525,5
Transazioni							
2010 1° trim.	190,6	-3,7	69,2	34,9	31,1	21,1	38,1
2° trim.	6,3	26,4	6,4	-30,7	8,8	1,1	-5,8
3° trim.	131,3	-13,3	60,5	12,7	16,8	-1,0	55,6

2. Passività

	Totale	Depositi e prestiti ricevuti	Quote di fondi di investimento emesse			Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati)	
			Totale	Detenute da residenti nell'area dell'euro			
				Fondi di investimento	Detenute da non residenti nell'area dell'euro		
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2010 apr.	5.902,5	124,0	5.390,3	4.270,4	597,7	1.119,9	388,2
mag.	5.864,4	125,5	5.332,0	4.210,5	584,4	1.121,5	406,9
giu.	5.845,6	125,9	5.320,2	4.182,1	585,3	1.138,0	399,5
lug.	5.933,4	124,6	5.394,8	4.250,4	595,6	1.144,4	414,0
ago.	6.029,9	125,4	5.463,4	4.290,5	602,4	1.172,9	441,2
set.	6.078,7	126,4	5.504,1	4.326,9	624,8	1.177,2	448,1
ott. ^(p)	6.147,0	127,2	5.566,2	4.367,7	636,0	1.198,5	453,6
Transazioni							
2010 1° trim.	190,6	5,2	141,6	92,7	26,0	48,9	43,9
2° trim.	6,3	10,2	26,0	3,1	1,0	22,9	-29,9
3° trim.	131,3	-5,1	72,8	33,3	21,4	39,5	63,7

3. Quote di fondi di investimento suddivise per strategia di investimento e tipologia di fondo

	Totale	Fondi suddivisi per strategia di investimento					Fondi suddivisi per tipologia			Per memoria: fondi comuni monetari
		Fondi obbligazionari	Fondi azionari	Fondi misti	Fondi immobiliari	Hedge fund	Altri fondi	Fondi aperti	Fondi chiusi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze in essere										
2010 mar.	5.331,7	1.700,2	1.565,8	1.281,2	257,6	100,4	426,5	5.251,9	79,8	1.175,1
apr.	5.390,3	1.725,4	1.579,9	1.293,8	258,2	102,5	430,4	5.309,3	81,0	1.182,8
mag.	5.332,0	1.741,3	1.510,3	1.289,3	256,8	107,5	426,7	5.248,9	83,1	1.190,4
giu.	5.320,2	1.750,3	1.486,8	1.291,4	253,3	107,4	431,0	5.236,3	83,9	1.167,0
lug.	5.394,8	1.766,8	1.521,3	1.307,9	258,6	104,4	435,8	5.310,9	83,9	1.142,7
ago.	5.463,4	1.821,6	1.510,4	1.332,1	258,8	104,8	435,6	5.379,4	83,9	1.179,8
set.	5.504,1	1.809,3	1.552,7	1.343,0	259,6	101,2	438,4	5.419,8	84,3	1.136,9
ott. ^(p)	5.566,2	1.814,0	1.597,0	1.358,3	260,0	100,2	436,7	5.482,2	84,0	1.124,7
Transazioni										
2010 apr.	33,6	15,1	2,3	11,7	2,3	-0,2	2,4	32,4	1,2	-2,3
mag.	-12,2	-1,1	-16,3	2,6	-1,7	1,6	2,8	-13,9	1,7	-16,5
giu.	4,5	1,5	-4,4	4,4	1,0	0,3	1,8	3,9	0,6	-29,7
lug.	25,4	15,2	4,5	5,5	0,6	-0,5	0,0	25,1	0,3	-5,6
ago.	30,1	17,8	2,8	10,2	0,0	-1,3	0,7	30,4	-0,3	27,9
set.	17,2	11,6	0,2	7,3	0,2	-1,2	-1,0	17,0	0,3	-17,8
ott. ^(p)	30,6	9,6	15,8	6,7	0,0	-1,2	-0,5	31,2	-0,6	-6,8

Fonte: BCE.

1) Esclusi i fondi comuni monetari (riportati "per memoria" nella colonna 10 della tavola 3 di questa sezione). Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2.10 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento ¹⁾, suddivisi per emittente

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo; transazioni nel periodo)

1. Titoli non azionari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2009 4° trim.	2.084,4	1.410,0	385,7	684,4	187,7	5,6	146,6	674,4	199,6	259,4	16,2
2010 1° trim.	2.215,7	1.461,0	392,9	706,2	199,5	5,9	156,4	754,7	217,8	292,1	15,6
2° trim.	2.271,0	1.446,8	382,9	713,6	193,0	6,0	151,3	824,2	230,2	325,2	16,6
3° trim. ^(p)	2.336,0	1.476,4	384,7	727,2	194,4	6,4	163,7	859,6	241,4	333,3	16,7
Transazioni											
2010 1° trim.	69,2	25,5	0,6	9,5	8,9	-0,1	6,5	43,7	11,0	17,6	-1,5
2° trim.	6,4	-25,1	-11,7	-5,1	-3,8	0,6	-5,1	31,5	6,6	13,0	-1,4
3° trim. ^(p)	60,5	16,2	3,2	4,0	1,8	0,0	7,2	44,3	8,2	19,9	0,3

2. Azioni e altri titoli (diversi dai fondi di investimento e dai fondi comuni monetari)

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2009 4° trim.	1.681,3	728,1	97,8	-	35,6	23,7	570,9	952,2	138,2	291,4	65,6
2010 1° trim.	1.818,5	750,8	95,1	-	36,3	28,3	590,9	1.067,7	148,6	329,9	75,8
2° trim.	1.718,7	672,2	74,3	-	34,0	24,0	539,8	1.046,5	141,6	315,1	79,0
3° trim. ^(p)	1.793,0	713,2	79,7	-	38,1	24,3	570,9	1.079,8	154,1	314,5	67,3
Transazioni											
2010 1° trim.	34,9	11,1	0,1	-	0,0	1,8	9,2	23,8	0,5	4,9	0,9
2° trim.	-30,7	-23,9	-7,9	-	-1,0	-1,2	-13,8	-6,8	-1,8	-5,4	3,9
3° trim. ^(p)	12,7	8,0	-0,9	-	1,7	0,3	7,0	4,6	1,9	-0,4	-8,8

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM ²⁾	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari ²⁾	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2009 4° trim.	715,4	612,8	74,4	-	538,4	-	-	102,6	15,9	23,3	0,3
2010 1° trim.	779,2	660,9	70,8	-	590,1	-	-	118,3	18,4	34,8	0,6
2° trim.	791,7	662,7	77,4	-	585,3	-	-	129,0	19,0	36,4	0,4
3° trim. ^(p)	823,0	701,1	76,3	-	624,8	-	-	121,9	20,7	33,9	0,4
Transazioni											
2010 1° trim.	31,1	21,3	-4,7	-	26,0	-	-	9,8	1,3	9,9	0,2
2° trim.	8,8	6,5	5,5	-	1,0	-	-	2,3	0,9	-0,9	-0,2
3° trim. ^(p)	16,8	21,4	0,1	-	21,4	-	-	-4,6	0,9	-0,8	0,0

Fonte: BCE.

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

2) Le quote dei fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) sono emesse da altri intermediari finanziari. Le quote dei fondi comuni monetari sono emesse dalle IFM.



CONTI DELL'AREA DELL'EURO

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale

(miliardi di euro)

Impieghi	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2010						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						512
Saldo commerciale ¹⁾						-13
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.131	114	715	55	247	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	25	5	14	3	4	
Consumo di capitale fisso	352	96	197	12	47	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	560	285	239	36	0	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						5
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	904	34	462	339	69	107
Interessi	358	31	58	200	69	49
Altri redditi da capitale	545	2	404	139	0	58
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.929	1.674	-5	44	215	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	261	214	38	9	0	4
Contributi sociali	421	421				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	452	2	17	33	401	1
Altri trasferimenti correnti	192	73	26	48	45	7
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46	33	11	1	1	1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Altro	100	40	16	1	44	5
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.906	1.508	-57	50	406	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.832	1.327			505	
Spese per consumi individuali	1.636	1.327			309	
Spese per consumi collettivi	196				196	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	0	1	15	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero ¹⁾	74	196	-58	35	-99	25
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	451	144	239	11	57	
Investimenti fissi lordi	459	142	249	11	57	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-8	2	-10	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-2	6	0	-4	0
Trasferimenti in conto capitale	40	9	2	4	26	5
Imposte in conto capitale	7	5	0	1		0
Altri trasferimenti in conto capitale	33	4	1	2	26	5
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-23	151	-89	36	-120	23
Discrepanza statistica	0	-44	44	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2010						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						499
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.068	500	1.165	106	298	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	228					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.296					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto	560	285	239	36	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.133	1.133				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	254				254	-1
Redditi da capitale	886	290	218	347	30	125
Interessi	343	53	33	249	8	64
Altri redditi da capitale	543	237	185	98	22	60
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.929	1.674	-5	44	215	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	264				264	1
Contributi sociali	421	1	18	49	353	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	450	450				3
Altri trasferimenti correnti	168	92	11	47	19	30
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45	36	8	1	0	1
Altro	78	56	3	0	18	28
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.906	1.580	-57	50	406	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	16	16				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	74	196	-58	35	-99	25
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	352	96	197	12	47	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	42	10	18	4	11	3
Imposte in conto capitale	7				7	0
Altri trasferimenti in conto capitale	36	10	18	4	4	3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2010								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.400	16.871	32.611	13.683	6.703	3.410	15.939
Oro monetario e DSP				340				
Banconote, monete e depositi		6.436	1.812	9.493	1.943	854	661	3.806
Titoli di debito a breve termine		44	167	631	293	391	27	835
Titoli di debito a lungo termine		1.366	211	6.376	2.267	2.138	351	3.367
Prestiti		72	3.177	12.759	3.542	455	452	1.808
<i>di cui a lungo termine</i>		55	1.767	9.863	2.605	328	364	.
Azioni e altre partecipazioni		4.351	7.568	2.067	5.409	2.399	1.303	5.488
Azioni quotate		777	1.373	497	1.884	435	286	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.129	5.810	1.243	2.759	475	862	.
Quote di fondi di investimento		1.445	385	327	766	1.489	154	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.639	146	2	0	211	3	184
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		491	3.791	943	229	254	615	451
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		151	90	736	121	49	119	105
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		69	14	615	73	4	60	-10
Titoli di debito a breve termine		-3	-10	-9	2	4	-1	-15
Titoli di debito a lungo termine		3	6	-40	-45	33	9	83
Prestiti		-1	50	107	70	3	44	23
<i>di cui a lungo termine</i>		-1	6	98	2	1	30	.
Azioni e altre partecipazioni		8	20	-24	15	6	10	18
Azioni quotate		3	1	-7	-3	-1	1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		20	36	-3	7	0	3	.
Quote di fondi di investimento		-15	-17	-13	11	7	5	.
Riserve tecniche di assicurazione		59	-1	0	0	1	0	-1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		16	11	87	6	-1	-3	6
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-223	-103	401	124	-32	-24	218
Oro monetario e DSP				68				
Banconote, monete e depositi		8	4	122	185	3	0	175
Titoli di debito a breve termine		2	15	8	20	3	0	-6
Titoli di debito a lungo termine		-31	13	102	61	16	-5	87
Prestiti		0	14	200	-59	0	0	-4
<i>di cui a lungo termine</i>		0	3	137	-55	1	0	.
Azioni e altre partecipazioni		-184	-235	-86	-92	-59	-25	-46
Azioni quotate		-70	-69	-50	-98	-25	-30	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-85	-169	-47	2	-9	9	.
Quote di fondi di investimento		-28	3	10	4	-25	-4	.
Riserve tecniche di assicurazione		-19	0	0	0	4	0	4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		1	86	-14	9	2	5	8
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.327	16.858	33.747	13.928	6.720	3.505	16.263
Oro monetario e DSP				408				
Banconote, monete e depositi		6.512	1.830	10.230	2.201	861	721	3.971
Titoli di debito a breve termine		43	171	630	315	398	26	814
Titoli di debito a lungo termine		1.339	230	6.438	2.282	2.187	354	3.537
Prestiti		71	3.240	13.066	3.553	459	496	1.828
<i>di cui a lungo termine</i>		55	1.776	10.098	2.552	329	394	.
Azioni e altre partecipazioni		4.175	7.353	1.956	5.332	2.345	1.288	5.460
Azioni quotate		709	1.306	440	1.784	409	257	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.064	5.677	1.193	2.768	466	875	.
Quote di fondi di investimento		1.402	370	323	781	1.470	156	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.678	146	2	0	216	3	188
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		509	3.888	1.016	244	255	617	465
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

3.1 Conti economici e finanziari integrati per settore istituzionale (continua)

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2010								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.636	25.689	31.750	13.598	6.764	8.440	14.400
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29	22.169	23	0	225	2.559
Titoli di debito a breve termine			317	724	70	11	993	273
Titoli di debito a lungo termine			548	4.631	2.590	45	5.388	2.873
Prestiti		5.912	8.435		3.116	244	1.399	3.157
<i>di cui a lungo termine</i>		5.558	5.891		1.709	83	1.198	.
Azioni e altre partecipazioni		7	12.498	2.887	7.582	515	6	5.091
Azioni quotate			3.590	544	202	179	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.907	1.168	2.253	335	6	.
Quote di fondi di investimento				1.175	5.127			.
Riserve tecniche di assicurazione		34	336	64	1	5.750	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		683	3.526	1.274	215	199	428	448
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.199	11.764	-8.818	861	85	-61	-5.030	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		44	135	681	128	61	240	82
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	790	3	0	8	24
Titoli di debito a breve termine			1	-26	-1	1	0	-7
Titoli di debito a lungo termine			6	-81	-24	1	131	14
Prestiti		47	36		106	4	73	31
<i>di cui a lungo termine</i>		48	32		22	1	47	.
Azioni e altre partecipazioni		0	39	-45	43	1	0	14
Azioni quotate			11	0	0	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	28	4	10	1	0	.
Quote di fondi di investimento				-48	33			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	1	0	0	58	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-3	51	44	1	-4	28	6
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-23	107	-45	54	-6	-13	-120	23
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		15	-583	376	111	-44	-19	437
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	382	0	0	0	114
Titoli di debito a breve termine			6	17	5	0	0	13
Titoli di debito a lungo termine			-6	35	133	-1	-42	123
Prestiti		12	-7		70	-1	3	75
<i>di cui a lungo termine</i>		1	1		48	0	3	.
Azioni e altre partecipazioni		0	-598	-92	-97	-36	0	95
Azioni quotate			-285	-98	-23	-28	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	-313	-34	-14	-7	0	.
Quote di fondi di investimento				40	-60			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	-11	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		3	22	34	-1	4	20	17
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	287	-238	480	24	14	12	-5	-219
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.694	25.241	32.807	13.836	6.782	8.661	14.920
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	23.341	26	0	232	2.697
Titoli di debito a breve termine			324	715	74	12	994	279
Titoli di debito a lungo termine			548	4.585	2.700	45	5.477	3.010
Prestiti		5.971	8.464		3.292	248	1.476	3.264
<i>di cui a lungo termine</i>		5.607	5.924		1.779	84	1.248	.
Azioni e altre partecipazioni		7	11.939	2.750	7.528	480	6	5.200
Azioni quotate			3.316	446	179	150	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	8.623	1.137	2.249	329	6	.
Quote di fondi di investimento				1.167	5.100			.
Riserve tecniche di assicurazione		34	337	64	1	5.797	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		683	3.599	1.352	215	200	475	471
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-934	11.633	-8.382	940	92	-62	-5.155	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2006	2007	2008	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.074	4.259	4.436	4.440	4.431	4.424	4.426	4.442
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	128	136	133	124	118	113	108	101
Consumo di capitale fisso	1.253	1.319	1.383	1.396	1.397	1.398	1.396	1.398
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.192	2.345	2.331	2.186	2.144	2.130	2.156	2.200
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.031	3.627	3.887	3.488	3.210	2.966	2.835	2.758
Interessi	1.653	2.079	2.320	2.043	1.821	1.622	1.509	1.446
Altri redditi da capitale	1.378	1.548	1.567	1.444	1.389	1.343	1.326	1.312
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.328	7.727	7.797	7.600	7.540	7.518	7.552	7.633
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.029	1.113	1.123	1.068	1.038	1.013	1.012	1.019
Contributi sociali	1.541	1.598	1.667	1.673	1.675	1.676	1.681	1.688
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.555	1.602	1.670	1.726	1.757	1.786	1.806	1.816
Altri trasferimenti correnti	723	753	787	785	782	783	789	792
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	184	188	186	184	182	182	182
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	189	187	184	182	182	182
Altro	363	385	409	412	414	419	424	428
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.236	7.634	7.692	7.494	7.431	7.409	7.439	7.519
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.645	6.911	7.168	7.169	7.163	7.179	7.209	7.252
Spese per consumi individuali	5.957	6.198	6.420	6.399	6.385	6.394	6.426	6.467
Spese per consumi collettivi	688	712	748	769	778	784	784	785
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	64	65	71	68	67	66	65	64
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	592	723	524	325	268	231	229	267
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.880	2.027	2.038	1.867	1.786	1.714	1.696	1.728
Investimenti fissi lordi	1.858	1.992	2.019	1.892	1.829	1.782	1.758	1.761
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	22	36	19	-25	-42	-68	-62	-34
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	0	-1	-1	1	2	1
Trasferimenti in conto capitale	170	151	150	167	175	184	191	184
Imposte in conto capitale	23	24	24	29	29	34	34	30
Altri trasferimenti in conto capitale	148	126	126	139	145	150	157	154
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-20	31	-121	-137	-111	-78	-63	-55

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Per i dettagli del calcolo delle poste di saldo, cfr. le Note tecniche.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro (continua)

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Risorse	2006	2007	2008	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.647	8.060	8.283	8.145	8.091	8.065	8.087	8.141
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	915	960	946	911	900	893	893	905
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.562	9.020	9.228	9.056	8.991	8.958	8.980	9.046
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
Allocazione del conto dei redditi primari								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.192	2.345	2.331	2.186	2.144	2.130	2.156	2.200
Redditi da lavoro dipendente	4.082	4.267	4.443	4.446	4.438	4.430	4.432	4.449
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.055	1.104	1.085	1.042	1.028	1.023	1.019	1.022
Redditi da capitale	3.031	3.638	3.825	3.414	3.140	2.901	2.781	2.721
Interessi	1.624	2.040	2.263	1.978	1.754	1.553	1.443	1.391
Altri redditi da capitale	1.407	1.598	1.562	1.436	1.386	1.348	1.338	1.329
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.328	7.727	7.797	7.600	7.540	7.518	7.552	7.633
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.033	1.120	1.130	1.074	1.043	1.019	1.017	1.024
Contributi sociali	1.540	1.598	1.667	1.672	1.674	1.675	1.680	1.688
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.547	1.593	1.662	1.718	1.750	1.778	1.799	1.808
Altri trasferimenti correnti	635	662	682	680	677	676	678	681
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	184	189	187	184	182	182	182
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177	182	185	183	181	179	179	179
Altro	278	296	308	311	312	316	316	320
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.236	7.634	7.692	7.494	7.431	7.409	7.439	7.519
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	64	65	71	68	67	66	65	64
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	592	723	524	325	268	231	229	267
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.253	1.319	1.383	1.396	1.397	1.398	1.396	1.398
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	185	166	160	176	183	192	200	193
Imposte in conto capitale	23	24	24	29	29	34	34	30
Altri trasferimenti in conto capitale	162	141	136	147	154	158	166	163
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>								

Fonti: BCE ed Eurostat.

2) Il prodotto interno lordo è uguale al valore aggiunto lordo di tutti i settori interni più le imposte nette (imposte al netto dei trasferimenti) sulla produzione.

3.3 Famiglie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2006	2007	2008	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2008- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.082	4.267	4.443	4.446	4.438	4.430	4.432	4.449
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.420	1.493	1.539	1.514	1.498	1.489	1.491	1.498
Interessi attivi (+)	264	310	347	305	273	245	228	219
Interessi passivi (-)	166	216	243	204	174	148	138	131
Altri redditi da capitali attivi (+)	749	808	820	776	754	740	731	723
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	794	852	891	877	871	860	857	857
Contributi sociali netti (-)	1.537	1.594	1.663	1.668	1.670	1.671	1.676	1.683
Prestazioni sociali nette (+)	1.541	1.587	1.656	1.712	1.743	1.772	1.792	1.802
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	67	71	71	74	77	80	81	82
= Reddito lordo disponibile	5.617	5.865	6.069	6.069	6.059	6.066	6.075	6.090
Spese per consumi finali (-)	4.910	5.105	5.272	5.225	5.196	5.195	5.220	5.251
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	64	64	71	68	66	65	65	63
= Risparmio lordo	771	825	869	912	929	937	920	903
Consumo di capitale fisso (-)	346	368	385	388	388	388	386	386
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	19	12	1	9	14	12	10	9
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	2.615	1.490	-2.110	-2.173	-1.634	-253	909	970
= Variazioni nella ricchezza netta	3.059	1.959	-1.625	-1.640	-1.080	308	1.453	1.496
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	609	645	639	596	573	556	546	546
Consumo di capitale fisso (-)	346	368	385	388	388	388	386	386
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	321	428	453	261	145	-36	-103	-89
Banconote, monete e depositi	285	350	439	323	245	106	64	63
Partecipazioni in fondi comuni monetari	1	39	-10	-19	-22	-50	-86	-86
Titoli di debito ¹⁾	35	38	24	-43	-78	-92	-81	-67
Attività a lungo	298	133	42	208	362	531	585	555
Depositi	2	-35	-34	26	66	106	120	115
Titoli di debito	33	24	47	26	22	14	-23	-18
Azioni e altre partecipazioni	-27	-75	-108	-16	81	170	217	195
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-5	-3	24	49	89	95	103	96
Quote di fondi comuni di investimento	-22	-72	-132	-65	-8	75	114	99
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	290	219	138	171	192	241	270	263
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	412	372	215	130	103	111	131	136
di cui da IFM dell'area dell'euro	350	283	82	10	-16	63	74	102
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	2.061	1.424	-626	-1.518	-1.638	-725	40	624
Attività finanziarie	558	82	-1.505	-658	2	473	868	370
Azioni e altre partecipazioni	467	82	-1.275	-570	-129	251	504	126
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	60	9	-261	-114	53	180	271	177
Flussi netti restanti (+)	-30	-12	-29	-11	-32	8	33	12
= Variazioni nella ricchezza netta	3.059	1.959	-1.625	-1.640	-1.080	308	1.453	1.496
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	25.641	27.342	26.970	26.034	26.411	26.413	26.995	26.817
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.814	5.269	5.806	5.863	5.799	5.762	5.717	5.760
Banconote, monete e depositi	4.463	4.852	5.323	5.426	5.394	5.462	5.434	5.498
Partecipazioni in fondi comuni monetari	255	293	324	315	313	244	233	214
Titoli di debito ¹⁾	96	125	158	121	92	56	50	49
Attività a lungo	11.871	12.058	10.500	10.689	11.241	11.510	11.768	11.634
Depositi	1.020	952	888	896	928	973	1.002	1.015
Titoli di debito	1.226	1.245	1.300	1.283	1.341	1.352	1.360	1.333
Azioni e altre partecipazioni	4.998	5.006	3.581	3.624	3.923	4.033	4.119	3.961
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.565	3.627	2.596	2.593	2.830	2.861	2.906	2.773
Quote di fondi di investimento	1.433	1.379	986	1.031	1.093	1.172	1.212	1.188
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.627	4.855	4.732	4.885	5.050	5.152	5.287	5.325
Restanti attività finanziarie (+)	246	226	204	211	194	205	191	210
Passività (-)								
Prestiti	5.231	5.595	5.806	5.841	5.862	5.906	5.912	5.971
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.560	4.831	4.906	4.904	4.921	4.961	4.947	5.105
= Ricchezza finanziaria netta	37.341	39.300	37.675	36.954	37.784	37.983	38.759	38.450

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Passività emesse dalle IFM con scadenza inferiore ai due anni e passività emesse da altri settori con scadenza inferiore all'anno.

3.4 Società non finanziarie

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri; consistenze a fine periodo)

	2006	2007	2008	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.376	4.645	4.760	4.613	4.555	4.524	4.535	4.574
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.588	2.716	2.836	2.820	2.803	2.788	2.785	2.794
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	74	80	77	70	65	62	57	50
= Margine operativo lordo (+)	1.714	1.849	1.847	1.723	1.687	1.674	1.693	1.730
Consumo di capitale fisso (-)	703	738	774	781	781	782	781	781
= Margine operativo netto (+)	1.012	1.111	1.074	942	906	892	912	950
Redditi da capitale attivi (+)	504	597	595	526	503	476	470	468
Interessi attivi	172	204	216	186	166	150	139	134
Altri redditi da capitale	332	393	378	341	337	326	331	334
Interest and rents payable (-)	287	354	404	359	323	291	269	257
= Reddito lordo di impresa (+)	1.229	1.354	1.264	1.110	1.086	1.078	1.113	1.160
Utili distribuiti (-)	927	988	1.024	975	934	912	898	892
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	190	212	197	161	139	125	125	132
Contributi sociali da riscuotere (+)	75	64	66	68	68	69	70	70
Prestazioni sociali da erogare (-)	61	62	65	66	66	67	67	67
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	65	56	59	59	61	62	62	63
= Risparmio netto	60	100	-14	-84	-45	-18	29	75
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	311	373	336	191	131	79	76	117
Investimenti fissi lordi (+)	989	1.075	1.092	1.001	959	931	920	930
Consumo di capitale fisso (-)	703	738	774	781	781	782	781	781
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	24	36	17	-29	-46	-70	-63	-33
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	157	168	65	34	81	108	106	44
Bancote, monete e depositi	146	154	15	8	36	87	98	58
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2	-19	30	35	41	40	5	-21
Titoli di debito ¹⁾	10	33	21	-10	4	-19	3	6
Attività a lungo	504	782	731	605	438	236	233	330
Depositi	33	-4	35	62	39	23	5	14
Titoli di debito	-8	-27	-60	-2	-30	-16	-17	29
Azioni e altre partecipazioni	283	439	361	328	266	98	75	73
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	197	374	396	218	163	132	170	213
Restanti attività nette (+)	76	126	-15	-117	-59	-45	49	-3
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	685	900	748	405	263	127	173	164
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	444	539	396	133	0	-111	-100	-86
di cui: titoli di debito	38	38	56	78	90	82	101	78
Azioni e altre partecipazioni	231	382	306	310	291	189	183	168
Azioni quotate	32	54	8	58	73	67	66	46
Azioni non quotate e altre partecipazioni	198	328	299	252	217	122	118	122
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	72	68	74	77	78	79	77	78
= Risparmio netto	60	100	-14	-84	-45	-18	29	75
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.674	1.826	1.905	1.921	1.970	2.010	1.988	1.982
Bancote, monete e depositi	1.367	1.507	1.537	1.549	1.577	1.631	1.601	1.611
Partecipazioni in fondi comuni monetari	183	159	185	215	222	206	198	181
Titoli di debito ¹⁾	124	161	183	158	171	172	189	191
Attività a lungo	10.119	11.117	9.522	9.670	10.343	10.583	10.945	10.842
Depositi	143	171	203	214	215	210	210	219
Titoli di debito	281	252	198	160	148	179	188	210
Azioni e altre partecipazioni	7.498	8.141	6.170	6.295	6.946	7.123	7.370	7.173
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.198	2.553	2.951	3.001	3.033	3.072	3.177	3.240
Restanti attività nette	314	358	422	440	418	422	440	465
Passività								
Debito	7.895	8.692	9.457	9.523	9.521	9.532	9.636	9.673
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.957	4.478	4.870	4.831	4.766	4.710	4.712	4.728
di cui: titoli di debito	675	680	738	772	816	816	865	872
Azioni e altre partecipazioni	13.173	14.367	10.775	10.853	11.926	12.253	12.498	11.939
Azioni quotate	4.541	5.038	2.920	2.917	3.362	3.508	3.590	3.316
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.632	9.330	7.855	7.936	8.564	8.745	8.907	8.623

Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

3.5 Società di assicurazione e fondi pensione

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri, consistenze a fine periodo)

	2006	2007	2008	3° trim. 2008- 2° trim. 2009	4° trim. 2008- 3° trim. 2009	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	63	66	113	54	47	31	17	29
Banconote, monete e depositi	11	6	57	12	-1	-33	-21	1
Partecipazioni in fondi comuni monetari	3	2	20	10	6	10	1	12
Titoli di debito ¹⁾	49	57	36	31	42	55	37	16
Attività a lungo	308	165	73	103	137	206	272	273
Depositi	62	47	-3	15	29	18	1	-5
Titoli di debito	116	48	6	-8	-9	51	85	157
Prestiti	1	-15	39	30	27	15	13	13
Azioni quotate	2	-1	2	-28	-99	-88	-83	-84
Azioni non quotate e altre partecipazioni	32	21	28	15	5	-5	1	5
Quote di fondi comuni di investimento	95	65	1	79	185	215	255	186
Restanti attività finanziarie (+)	15	-3	27	13	9	5	26	12
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	6	3	12	10	10	1	0	5
Prestiti	47	-5	29	20	12	-25	-17	-12
Azioni e altre partecipazioni	11	2	9	6	5	3	3	4
Riserve tecniche di assicurazione	318	243	139	168	201	272	318	299
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	301	227	117	160	194	259	304	290
Riserve premi e riserve sinistri	17	15	22	7	6	13	14	9
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	5	-14	24	-35	-35	-8	11	18
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	171	-2	-600	-274	-30	232	368	187
Altre attività nette	-50	-27	46	40	77	52	100	122
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	41	-32	-195	-123	-48	20	96	34
Riserve tecniche di assicurazione	54	12	-260	-103	55	174	259	176
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	53	13	-257	-100	60	176	263	174
Riserve premi e riserve sinistri	1	-1	-3	-3	-5	-2	-4	2
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	25	-9	-99	-8	41	90	114	100
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	501	564	680	701	693	720	727	743
Banconote, monete e depositi	157	163	224	196	190	195	196	205
Partecipazioni in fondi comuni monetari	80	80	98	102	102	99	103	108
Titoli di debito ¹⁾	264	320	358	403	401	426	428	430
Attività a lungo	5.171	5.311	4.797	4.945	5.167	5.297	5.511	5.507
Depositi	598	646	641	661	663	659	658	656
Titoli di debito	1.863	1.886	1.904	1.902	1.976	2.008	2.102	2.154
Prestiti	410	394	434	445	446	448	455	459
Azioni quotate	742	718	417	436	412	420	435	409
Azioni non quotate e altre partecipazioni	475	513	435	428	459	466	475	466
Quote di fondi comuni di investimento	1.083	1.154	968	1.073	1.210	1.295	1.386	1.362
Restanti attività finanziarie (+)	204	189	252	245	251	244	266	271
Passività (-)								
Titoli di debito	36	29	47	45	49	53	56	58
Prestiti	237	229	260	261	251	233	244	248
Azioni e altre partecipazioni	688	658	471	443	497	495	515	480
Riserve tecniche di assicurazione	5.016	5.270	5.150	5.321	5.492	5.595	5.750	5.797
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.310	4.550	4.411	4.571	4.741	4.845	4.992	5.035
Riserve premi e riserve sinistri	706	720	739	751	751	750	758	762
= Ricchezza finanziaria netta	-101	-123	-198	-179	-179	-116	-61	-62

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

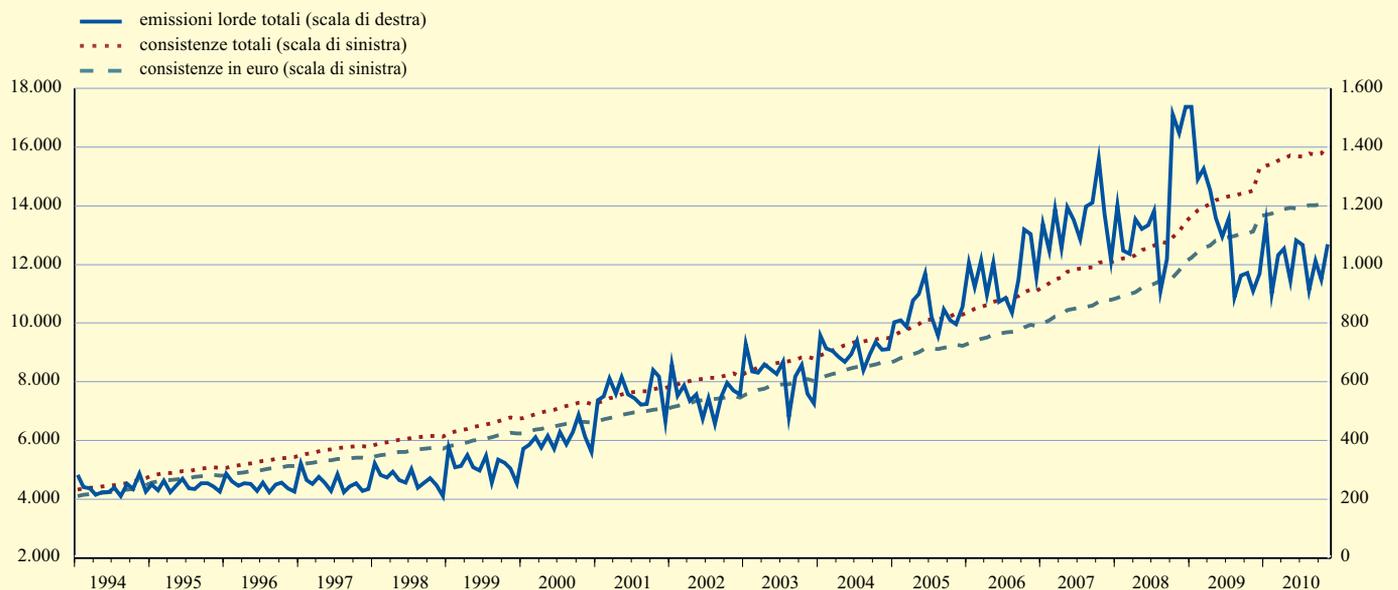


MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati ²⁾		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2009 nov.	15.373,6	886,3	49,7	13.120,5	844,0	51,9	14.507,1	909,1	63,7	9,4	39,3	6,2
dic.	15.898,1	938,3	-63,2	13.646,8	884,8	-61,4	15.277,6	969,4	-61,7	7,8	13,4	4,9
2010 gen.	15.941,1	1.090,9	42,5	13.692,6	1.028,3	45,2	15.369,6	1.140,5	66,5	7,1	61,8	4,3
feb.	15.978,8	860,0	37,9	13.732,0	811,1	39,6	15.417,6	900,3	33,6	5,9	-13,3	3,1
mar.	16.123,6	1.027,8	143,8	13.834,8	923,5	101,9	15.532,0	1.031,2	108,6	5,5	93,7	2,6
apr.	16.167,1	1.003,4	45,9	13.886,6	947,4	53,8	15.614,9	1.053,8	75,2	5,2	48,2	3,1
mag.	16.171,2	867,5	5,7	13.920,2	839,5	35,1	15.719,8	944,0	46,2	4,2	-18,5	2,3
giu.	16.160,7	1.049,4	12,5	13.900,3	983,9	3,3	15.703,1	1.081,3	-11,8	3,6	8,4	2,4
lug.	16.180,9	1.005,0	21,1	13.946,5	966,3	47,2	15.679,5	1.067,6	21,3	3,2	53,9	2,2
ago.	16.247,6	845,1	67,0	14.010,5	804,8	64,3	15.787,8	912,0	80,8	3,6	142,2	4,3
set.	16.264,4	983,4	17,5	14.027,6	908,4	17,9	15.740,8	1.013,0	4,9	3,1	48,0	3,7
ott.	.	.	.	14.068,3	842,3	42,3	15.784,4	948,6	56,4	3,2	28,4	3,4
nov.	.	.	.	14.265,1	956,7	198,8	16.063,0	1.068,2	235,2	4,3	207,9	6,3
A lungo termine												
2009 nov.	13.841,8	200,8	81,7	11.695,9	180,1	77,6	12.897,4	195,3	82,0	10,7	53,8	8,3
dic.	14.350,6	169,6	-35,4	12.214,6	154,0	-25,5	13.639,8	166,1	-34,2	8,9	-15,1	6,0
2010 gen.	14.391,6	309,5	42,0	12.249,4	278,0	35,6	13.716,8	315,9	54,9	8,6	106,2	6,3
feb.	14.448,0	212,1	56,8	12.312,4	193,6	63,4	13.790,2	211,6	59,7	7,5	10,9	4,8
mar.	14.581,5	310,3	132,7	12.421,0	250,1	107,8	13.907,5	281,5	113,1	7,2	108,1	4,8
apr.	14.628,2	246,7	47,8	12.468,5	223,3	48,2	13.983,7	255,2	67,6	7,1	53,7	4,6
mag.	14.636,4	154,4	8,6	12.498,7	148,4	30,5	14.087,9	181,6	48,5	5,9	-15,9	3,5
giu.	14.644,9	272,6	33,1	12.507,8	245,4	33,9	14.105,6	265,3	25,9	5,0	8,0	4,0
lug.	14.677,5	259,4	33,8	12.542,3	240,0	35,6	14.081,6	267,4	16,9	4,8	59,8	3,3
ago.	14.711,0	140,6	34,3	12.575,7	127,2	34,2	14.149,5	152,6	42,4	4,7	103,4	4,6
set.	14.713,1	266,7	2,9	12.589,2	228,0	14,2	14.105,9	258,4	4,9	4,1	37,6	3,6
ott.	.	.	.	12.640,7	195,1	50,8	14.164,0	232,2	66,6	4,1	59,6	3,6
nov.	.	.	.	12.797,7	318,6	158,9	14.393,2	357,0	189,8	4,8	158,4	6,2

F15 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 i dettagli del 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 ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministra- zioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2008	13.444	5.269	2.195	701	4.939	340	1.192	817	83	106	163	24
2009	15.278	5.375	3.215	805	5.508	374	1.126	734	62	86	221	22
2009 4° trim.	15.278	5.375	3.215	805	5.508	374	949	620	54	73	182	20
2010 1° trim.	15.532	5.468	3.177	844	5.654	389	1.024	642	61	74	227	20
2° trim.	15.703	5.455	3.211	848	5.770	418	1.026	661	61	80	198	26
3° trim.	15.741	5.427	3.209	847	5.821	437	998	632	75	67	197	27
2010 ago.	15.788	5.461	3.244	848	5.807	428	912	611	66	61	154	21
set.	15.741	5.427	3.209	847	5.821	437	1.013	629	61	71	222	30
ott.	15.784	5.267	3.229	853	5.995	441	949	559	76	69	217	29
nov.	16.063	5.299	3.315	863	6.139	447	1.068	548	150	66	279	26
A breve termine												
2008	1.627	822	92	122	567	25	975	722	35	97	102	19
2009	1.638	733	88	72	724	21	876	635	19	69	137	15
2009 4° trim.	1.638	733	88	72	724	21	750	542	19	60	116	13
2010 1° trim.	1.625	747	78	76	706	17	754	536	27	61	120	10
2° trim.	1.597	734	88	73	681	21	792	570	31	67	110	16
3° trim.	1.635	743	92	71	692	37	771	547	28	58	118	20
2010 ago.	1.638	757	94	75	681	31	759	548	32	57	107	16
set.	1.635	743	92	71	692	37	755	526	24	54	128	22
ott.	1.620	592	101	72	817	38	716	473	36	53	132	22
nov.	1.670	611	104	73	842	40	711	472	32	53	138	16
A lungo termine²⁾												
2008	11.816	4.447	2.103	579	4.371	315	217	95	48	8	61	4
2009	13.640	4.643	3.126	733	4.784	353	251	99	44	17	84	7
2009 4° trim.	13.640	4.643	3.126	733	4.784	353	199	79	35	13	66	7
2010 1° trim.	13.907	4.721	3.099	767	4.948	372	270	106	33	13	107	10
2° trim.	14.106	4.721	3.123	775	5.089	398	234	91	30	13	89	10
3° trim.	14.106	4.684	3.117	775	5.130	400	226	85	46	9	79	6
2010 ago.	14.150	4.703	3.150	773	5.126	398	153	63	34	4	47	5
set.	14.106	4.684	3.117	775	5.130	400	258	103	37	17	94	8
ott.	14.164	4.675	3.127	781	5.178	403	232	86	40	15	84	7
nov.	14.393	4.688	3.211	791	5.297	406	357	76	118	12	141	9
di cui: a lungo termine con tasso fisso												
2008	7.710	2.305	760	440	3.955	250	120	49	9	7	53	3
2009	8.830	2.587	1.034	600	4.338	271	173	60	18	16	74	4
2009 4° trim.	8.830	2.587	1.034	600	4.338	271	132	46	10	12	59	5
2010 1° trim.	9.093	2.658	1.048	627	4.482	278	186	61	10	12	95	7
2° trim.	9.308	2.663	1.080	655	4.625	286	156	47	12	11	81	5
3° trim.	9.330	2.650	1.067	658	4.670	286	141	48	12	8	70	4
2010 ago.	9.324	2.650	1.088	656	4.645	285	92	36	9	4	40	3
set.	9.330	2.650	1.067	658	4.670	286	179	63	13	13	84	5
ott.	9.381	2.658	1.072	663	4.699	289	149	48	17	15	64	5
nov.	9.522	2.679	1.106	673	4.773	290	182	48	20	11	96	6
di cui: a lungo termine con tasso variabile												
2008	3.594	1.743	1.295	129	363	64	81	36	38	1	5	1
2009	4.372	1.769	2.025	123	374	81	62	28	25	1	6	2
2009 4° trim.	4.372	1.769	2.025	123	374	81	58	26	24	1	5	2
2010 1° trim.	4.360	1.774	1.981	130	382	93	70	38	20	1	7	3
2° trim.	4.341	1.770	1.968	110	383	110	65	37	16	1	5	6
3° trim.	4.343	1.755	1.981	109	386	112	73	29	33	1	6	3
2010 ago.	4.377	1.771	1.993	108	394	111	48	20	23	0	3	2
set.	4.343	1.755	1.981	109	386	112	66	31	23	3	6	3
ott.	4.350	1.740	1.985	109	402	113	74	33	21	0	17	2
nov.	4.421	1.731	2.022	109	445	115	159	21	92	1	43	3

Fonte: BCE.

- 1) I dati mensili sulle emissioni lorde si riferiscono alle transizioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.
- 2) 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.

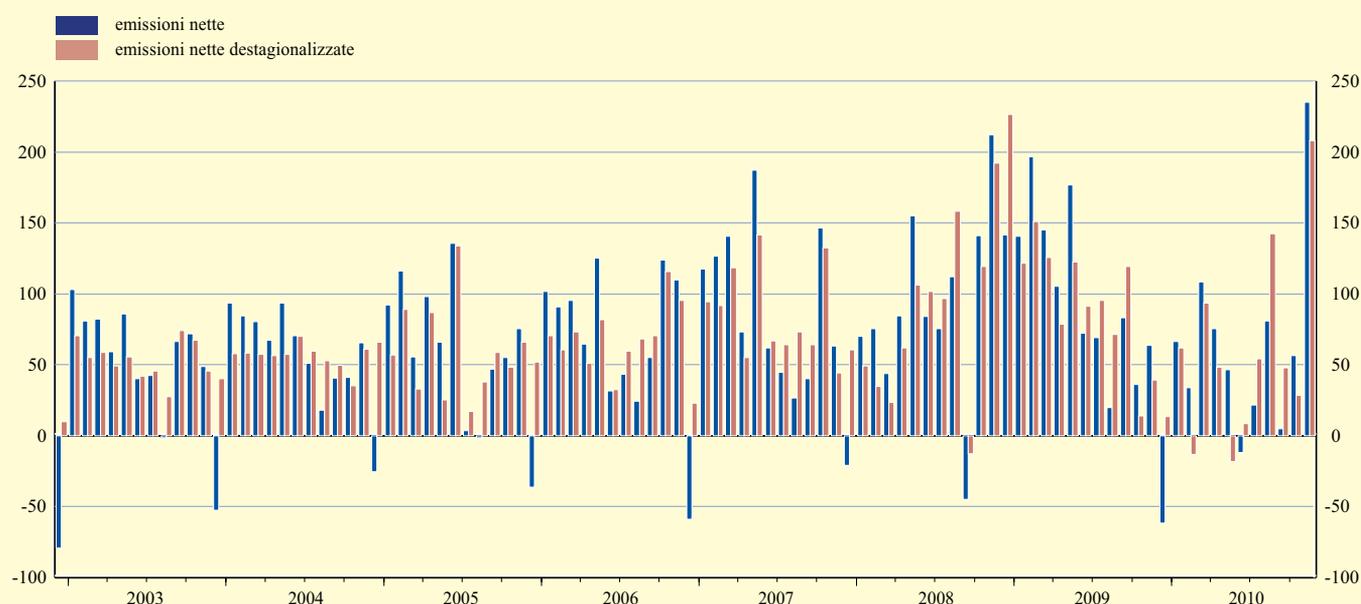
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

	Dati non destagionalizzati ¹⁾						Dati destagionalizzati ¹⁾					
	Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro- sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finan- ziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Totale												
2008	95,8	22,9	35,8	4,4	31,7	1,1	96,3	23,1	35,3	4,5	32,5	0,9
2009	87,2	10,3	19,3	8,6	46,2	2,8	86,9	10,2	18,9	8,3	46,7	2,9
2009 4° trim.	12,7	-21,6	13,1	4,1	11,9	5,2	22,2	-10,5	-13,7	6,9	36,8	2,7
2010 1° trim.	69,6	25,6	-16,8	11,3	46,4	3,1	47,4	7,4	0,9	10,1	24,6	4,5
2° trim.	36,5	-12,2	3,3	4,9	34,9	5,6	12,7	-14,6	-2,0	0,7	23,0	5,7
3° trim.	35,6	2,3	3,8	2,7	20,5	6,4	81,4	11,7	27,4	5,1	29,5	7,7
2010 ago.	80,8	21,9	27,8	-1,7	30,6	2,1	142,2	31,3	55,6	4,8	46,7	3,8
set.	4,9	-7,8	-24,7	6,2	22,3	8,8	48,0	18,0	4,0	7,5	8,3	10,2
ott.	56,4	-26,7	21,6	8,1	48,7	4,6	28,4	-37,6	-5,7	8,1	61,7	1,9
nov.	235,2	10,6	78,0	4,0	137,8	4,9	207,9	9,0	71,0	3,8	121,1	3,0
A lungo termine												
2008	65,3	15,9	32,7	2,8	13,4	0,5	64,8	16,1	32,1	2,8	13,3	0,5
2009	87,9	15,1	22,4	12,7	34,5	3,2	87,8	15,2	22,1	12,8	34,6	3,1
2009 4° trim.	37,5	-14,0	11,9	7,8	27,3	4,4	34,1	-1,9	-14,6	9,0	38,1	3,5
2010 1° trim.	75,9	22,3	-13,3	9,8	52,8	4,3	75,1	12,5	4,8	10,5	43,0	4,2
2° trim.	47,4	-7,1	0,0	6,0	43,9	4,6	15,3	-17,0	-4,9	2,0	30,8	4,4
3° trim.	21,4	-1,8	2,6	3,3	16,3	0,9	66,9	5,9	24,8	5,2	28,6	2,3
2010 ago.	42,4	-3,4	19,2	0,5	24,5	1,5	103,4	5,4	46,9	6,1	42,7	2,2
set.	4,9	4,4	-22,8	10,4	10,5	2,4	37,6	23,4	2,2	9,7	-2,7	5,0
ott.	66,6	-5,0	12,2	6,8	49,0	3,6	59,6	-3,8	-10,6	8,2	64,3	1,6
nov.	189,8	-6,4	75,7	3,8	113,9	2,8	158,4	-5,6	67,2	3,3	92,2	1,2

FI6 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati

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



Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

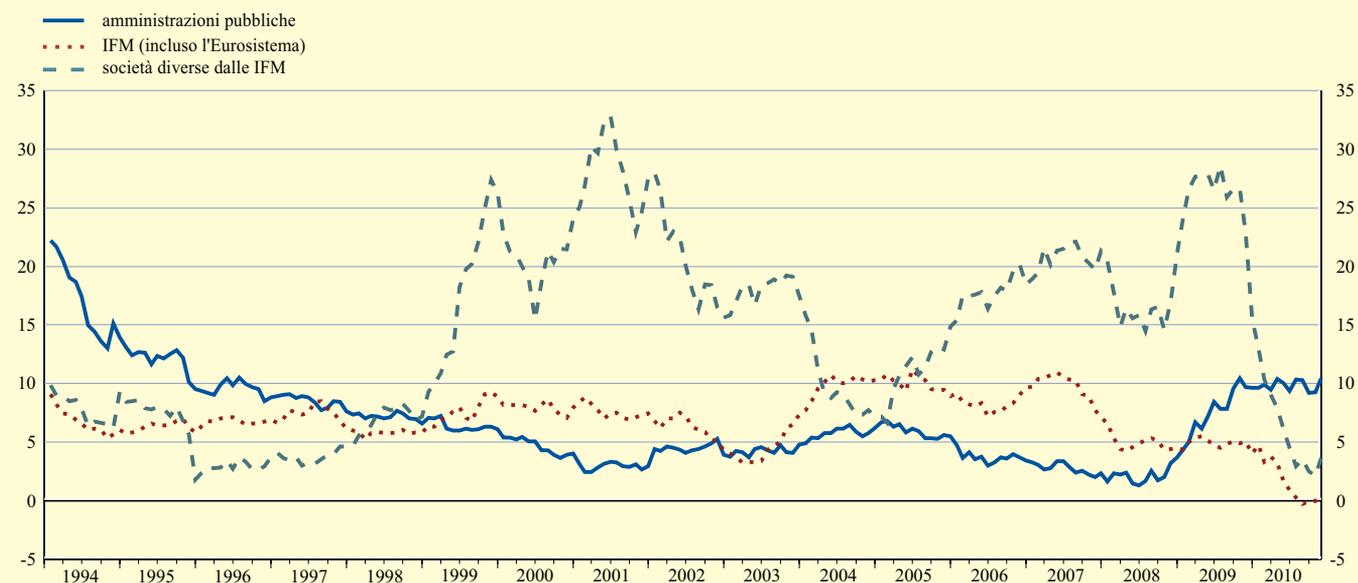
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosi- stema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2009 nov.	9,4	2,5	18,7	16,8	12,1	10,8	6,2	-0,5	8,0	18,0	10,6	9,5
dic.	7,8	2,3	10,4	14,7	11,2	10,0	4,9	-0,1	2,8	16,8	9,3	10,9
2010 gen.	7,1	2,4	9,3	14,0	10,1	9,4	4,3	0,6	0,6	12,4	8,8	8,6
feb.	5,9	0,7	6,2	15,0	9,7	11,0	3,1	-1,3	-2,1	15,5	8,1	11,5
mar.	5,5	1,5	4,5	16,2	8,5	11,8	2,6	-0,4	-3,4	13,2	6,9	12,3
apr.	5,2	1,3	3,5	16,2	8,4	11,2	3,1	2,2	-3,3	13,3	5,3	12,9
mag.	4,2	-0,2	2,4	14,9	8,0	10,4	2,3	0,0	-3,0	12,1	5,4	11,3
giu.	3,6	-0,4	1,3	12,4	7,2	13,7	2,4	-0,8	-0,2	8,1	5,2	16,7
lug.	3,2	-0,9	0,2	10,2	7,4	15,2	2,2	-2,4	-0,1	8,1	6,0	22,4
ago.	3,6	-0,3	1,3	10,3	7,2	15,4	4,3	0,6	4,8	5,4	6,4	19,9
set.	3,1	-0,3	0,6	8,7	6,2	16,6	3,7	-0,3	4,8	4,1	5,6	21,1
ott.	3,2	0,1	0,4	8,5	6,2	16,0	3,4	-2,0	4,1	4,0	7,1	19,0
nov.	4,3	0,1	2,5	8,3	7,9	16,4	6,3	0,1	8,5	4,6	10,3	21,7
	A lungo termine											
2009 nov.	10,7	5,0	21,5	28,4	9,6	11,0	8,3	4,0	8,8	25,1	10,3	7,9
dic.	8,9	4,0	12,6	26,3	9,5	12,0	6,0	2,4	3,4	21,8	8,9	11,2
2010 gen.	8,6	4,8	10,2	23,3	9,5	11,6	6,3	3,6	0,9	16,9	10,4	11,1
feb.	7,5	3,3	7,1	22,6	9,7	12,4	4,8	0,3	-1,7	19,6	10,7	11,8
mar.	7,2	3,8	5,5	22,8	9,2	12,8	4,8	1,4	-3,0	17,3	10,6	13,8
apr.	7,1	3,2	4,4	21,7	10,4	11,0	4,6	1,7	-2,7	16,0	9,7	12,7
mag.	5,9	1,6	2,9	18,6	10,1	8,9	3,5	-0,8	-2,8	12,4	9,9	9,9
giu.	5,0	0,9	1,6	16,0	9,1	12,9	4,0	-0,6	0,0	10,5	9,4	14,7
lug.	4,8	0,2	0,4	12,9	10,2	12,1	3,3	-3,0	0,1	9,0	10,1	13,1
ago.	4,7	-0,3	1,1	13,1	10,2	11,8	4,6	-1,0	4,0	6,9	9,7	11,8
set.	4,1	0,0	0,4	11,4	8,9	12,3	3,6	-1,4	3,9	5,8	7,3	10,8
ott.	4,1	0,0	0,1	10,7	9,1	11,4	3,6	-1,7	3,0	5,7	8,5	10,0
nov.	4,8	-0,5	2,2	9,6	10,4	11,3	6,2	-0,1	7,6	6,9	10,8	12,9

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

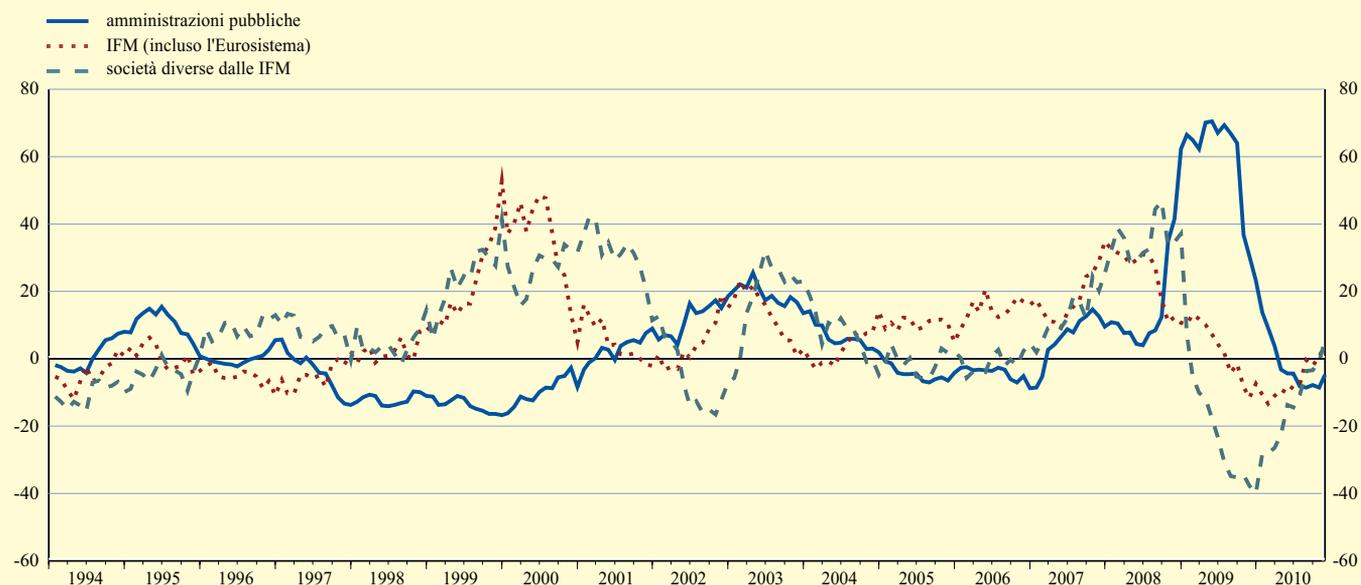
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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

	A lungo termine con tasso fisso						A lungo termine con tasso variabile					
	Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Euro-sistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
	13	14	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche	19	20	Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Ammini- strazioni centrali	Altre ammini- strazioni pubbliche
	Tutte le valute											
2008	3,1	4,9	6,1	4,8	1,5	1,4	12,7	5,4	33,2	7,1	7,6	3,2
2009	9,5	7,1	18,1	25,1	8,1	4,3	12,0	1,8	35,7	-1,9	0,1	20,7
2009 4° trim.	12,2	9,1	20,8	35,4	10,3	6,8	7,4	-1,7	23,9	-4,0	2,0	26,4
2010 1° trim.	11,2	9,8	13,6	29,1	9,6	8,3	1,2	-3,8	5,8	-2,1	4,6	26,9
2° trim.	9,7	7,3	7,3	23,3	10,2	7,5	-1,0	-4,2	0,3	-0,4	5,5	23,4
3° trim.	7,6	3,1	3,4	16,4	10,1	7,2	-1,3	-3,6	-1,2	-1,8	4,8	28,5
2010 giu.	8,0	4,3	4,7	19,2	9,5	7,6	-1,5	-3,6	-1,2	-1,3	2,0	30,9
lug.	7,7	3,1	3,2	16,0	10,5	6,7	-1,4	-3,5	-1,8	-2,0	5,4	30,0
ago.	7,5	2,6	3,6	16,5	10,3	7,1	-1,1	-3,9	-0,9	-2,1	6,6	27,0
set.	7,0	2,8	2,2	14,0	9,7	7,8	-1,0	-3,1	-0,8	-1,2	3,3	26,3
ott.	6,9	2,9	3,1	13,0	9,4	7,0	-0,5	-3,1	-0,9	-1,1	8,7	25,4
nov.	7,1	2,5	3,7	11,8	10,0	6,8	1,0	-3,8	0,9	-0,5	18,6	25,3
	Euro											
2008	3,0	4,8	6,7	3,2	1,7	1,3	14,3	6,6	34,9	7,2	8,0	2,0
2009	10,1	9,0	21,5	23,3	8,2	3,7	14,3	3,9	38,2	-2,4	-0,4	21,8
2009 4° trim.	12,8	11,4	23,1	34,6	10,4	6,3	9,0	-0,2	25,4	-4,7	0,7	27,0
2010 1° trim.	11,4	10,8	15,0	29,6	9,7	8,0	1,6	-3,4	6,3	-2,4	3,2	26,9
2° trim.	9,9	7,4	8,3	23,8	10,2	7,2	-1,1	-3,9	-0,2	-0,6	4,1	23,4
3° trim.	7,9	2,7	4,5	16,8	10,3	7,2	-1,0	-2,9	-1,5	-2,5	4,1	28,6
2010 giu.	8,3	4,5	5,9	19,2	9,6	7,3	-1,8	-3,0	-2,4	-2,6	0,7	31,2
lug.	8,1	2,7	4,1	16,6	10,7	6,8	-1,1	-2,8	-1,9	-2,6	4,4	30,3
ago.	7,9	2,1	4,7	16,8	10,5	7,3	-0,8	-3,1	-1,2	-2,7	6,2	27,1
set.	7,4	2,0	3,5	14,7	9,9	7,9	-0,6	-2,4	-0,7	-1,7	2,9	26,1
ott.	7,1	1,9	4,3	13,5	9,5	7,2	-0,2	-2,5	-1,0	-1,6	8,6	26,2
nov.	7,2	1,2	4,6	12,2	10,1	6,9	1,3	-2,8	0,2	-1,0	18,8	26,4

F18 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) Le variazioni percentuali sul periodo corrispondente sono calcolate su dati di fine periodo per i dati mensili, su medie nel periodo per i dati trimestrali e annuali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli.

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

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

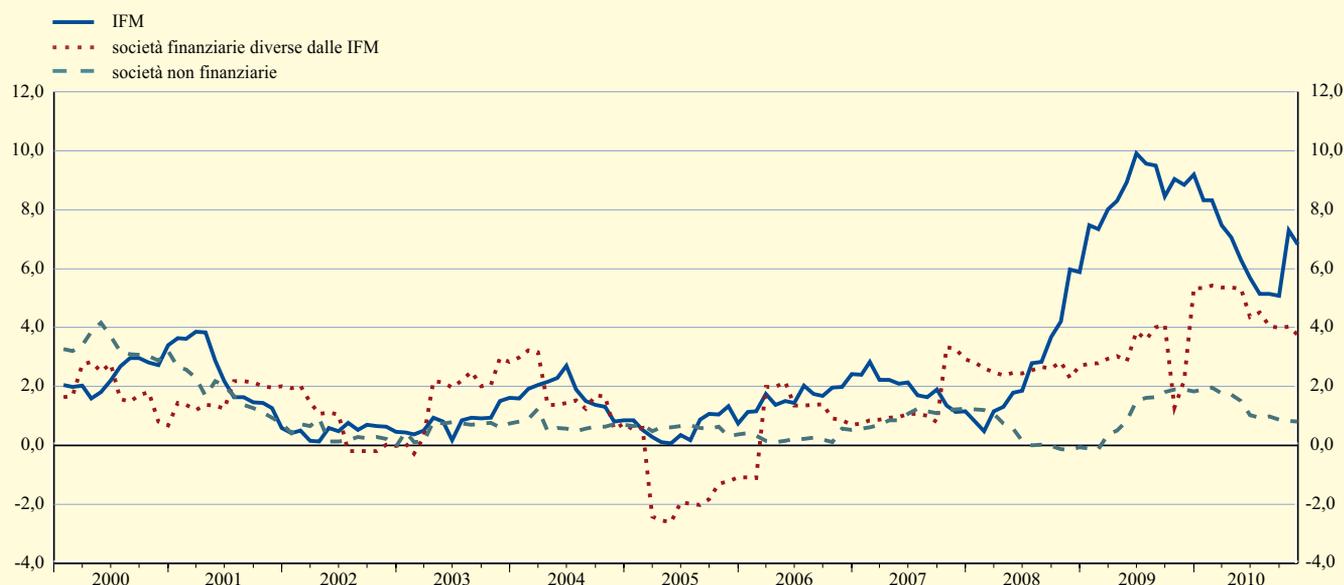
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2001=100	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi	Totale	Variazioni percentuali sui dodici mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2008 nov.	3.501,5	105,2	0,9	392,1	6,0	265,4	2,3	2.843,9	-0,1
dic.	3.509,5	105,4	1,0	375,0	5,9	282,5	2,7	2.852,1	-0,1
2009 gen.	3.312,9	105,6	1,1	340,9	7,5	259,0	2,8	2.712,9	-0,1
feb.	2.941,5	105,6	1,1	273,8	7,4	206,3	2,8	2.461,3	-0,1
mar.	3.024,7	106,1	1,5	312,8	8,0	223,9	2,9	2.488,0	0,4
apr.	3.457,7	106,2	1,6	410,4	8,3	274,6	3,0	2.772,7	0,5
mag.	3.604,0	106,5	1,9	448,8	8,9	283,3	2,9	2.871,9	0,8
giu.	3.556,1	107,3	2,7	445,3	9,9	279,4	3,9	2.831,4	1,5
lug.	3.841,4	107,5	2,7	505,7	9,6	301,1	3,6	3.034,6	1,6
ago.	4.039,5	107,5	2,7	568,4	9,5	321,7	4,0	3.149,3	1,6
set.	4.208,3	107,6	2,8	588,4	8,5	352,2	4,1	3.267,7	1,8
ott.	4.063,0	107,8	2,7	563,3	9,0	326,7	1,3	3.173,0	1,9
nov.	4.077,6	108,1	2,7	563,8	8,8	318,4	2,2	3.195,3	1,9
dic.	4.409,3	108,5	3,0	566,0	9,2	349,4	5,3	3.493,9	1,8
2010 gen.	4.241,8	108,7	2,9	516,7	8,3	339,2	5,3	3.385,9	1,9
feb.	4.160,3	108,7	3,0	499,3	8,3	337,8	5,4	3.323,3	2,0
mar.	4.473,4	109,0	2,8	543,6	7,5	363,8	5,4	3.566,0	1,8
apr.	4.408,1	109,0	2,7	508,4	7,1	344,2	5,4	3.555,5	1,7
mag.	4.092,5	109,1	2,4	445,9	6,3	321,3	5,3	3.325,3	1,5
giu.	4.054,9	109,3	1,9	446,6	5,7	314,3	4,4	3.294,0	1,0
lug.	4.255,7	109,4	1,7	519,9	5,1	336,8	4,5	3.399,0	0,9
ago.	4.120,4	109,4	1,7	479,3	5,1	313,1	4,1	3.327,9	1,0
set.	4.344,4	109,4	1,7	487,0	5,1	325,4	4,0	3.531,9	0,9
ott.	4.529,9	109,8	1,8	514,4	7,3	332,4	4,0	3.683,1	0,8
nov.	4.408,3	110,0	1,7	437,8	6,8	311,3	3,8	3.659,2	0,8

FI9 Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) Per i dettagli del calcolo dell'indice e dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche.

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro

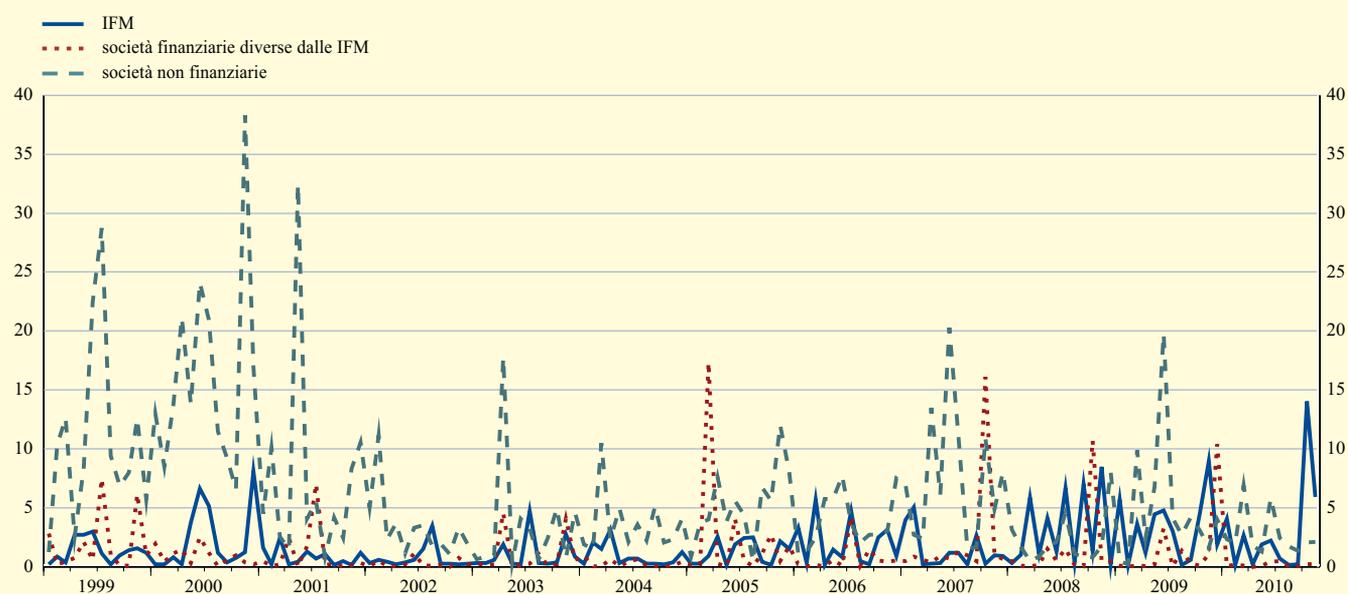
(miliardi di euro; valori di mercato)

2. Transazioni nel mese

	Totale			IFM			Società finanziarie diverse dalle IFM			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
2008 nov.	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
dic.	8,5	2,6	6,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,4	8,0	2,5	5,5
2009 gen.	6,3	0,5	5,8	5,7	0,0	5,7	0,1	0,0	0,0	0,5	0,4	0,1
feb.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6
mar.	13,7	0,2	13,4	3,6	0,0	3,6	0,2	0,0	0,1	9,9	0,2	9,7
apr.	3,7	0,3	3,4	1,2	0,0	1,2	0,1	0,0	0,0	2,4	0,3	2,1
mag.	11,4	0,3	11,1	4,4	0,0	4,4	0,2	0,0	0,1	6,8	0,3	6,5
giu.	27,8	2,0	25,8	4,8	0,0	4,8	3,3	0,3	3,0	19,7	1,8	18,0
lug.	7,2	0,2	7,0	3,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	4,1	0,2	4,0
ago.	4,0	3,3	0,7	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,3	2,7	3,3	-0,6
set.	5,0	0,3	4,7	0,6	0,0	0,6	0,2	0,0	0,2	4,2	0,2	3,9
ott.	7,7	0,3	7,4	4,5	0,0	4,5	0,1	0,0	0,1	3,1	0,2	2,8
nov.	11,6	0,2	11,4	9,0	0,0	9,0	1,0	0,0	1,0	1,6	0,2	1,4
dic.	16,2	0,2	16,1	1,9	0,0	1,9	10,4	0,1	10,3	4,0	0,1	3,9
2010 gen.	6,4	0,0	6,4	4,1	0,0	4,1	0,1	0,0	0,1	2,3	0,0	2,3
feb.	2,2	0,3	1,9	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	2,0	0,3	1,7
mar.	9,6	0,2	9,4	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,2	6,7
apr.	1,8	0,4	1,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	0,3	1,5
mag.	3,2	0,8	2,4	1,9	0,0	1,9	0,1	0,0	0,1	1,3	0,8	0,4
giu.	8,4	0,4	8,0	2,2	0,0	2,2	0,4	0,0	0,4	5,8	0,4	5,4
lug.	3,6	0,8	2,7	0,7	0,0	0,7	0,5	0,0	0,4	2,4	0,8	1,6
ago.	1,7	1,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2	0,6
set.	1,6	0,2	1,4	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,4	0,2	1,2
ott.	16,3	1,1	15,2	14,0	0,0	14,0	0,2	0,0	0,2	2,0	1,1	1,0
nov.	8,2	1,0	7,3	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	0,9	1,2

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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 ²⁾	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	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
2009 dic.	0,45	1,67	2,31	2,40	1,53	2,45	0,47	0,77	2,00	2,54	0,64
2010 gen.	0,43	1,74	2,33	2,52	1,47	2,23	0,45	0,72	1,95	2,46	0,53
feb.	0,42	1,75	2,24	2,36	1,45	2,11	0,44	0,73	2,11	2,39	0,53
mar.	0,42	1,90	2,38	2,24	1,45	2,05	0,44	0,79	2,73	2,35	0,50
apr.	0,41	2,02	2,64	2,14	1,42	2,01	0,43	0,78	2,78	2,30	0,58
mag.	0,40	2,04	2,73	2,24	1,40	1,98	0,43	0,77	2,78	2,26	0,52
giu.	0,43	2,16	2,26	2,47	1,41	1,96	0,43	0,89	1,85	2,29	0,66
lug.	0,43	2,31	2,59	2,36	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,22	0,74
ago.	0,43	2,21	2,54	2,35	1,50	1,91	0,45	1,01	2,01	2,22	0,70
set.	0,43	2,25	2,76	2,28	1,55	1,85	0,46	1,11	2,18	2,81	0,71
ott.	0,44	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,50	1,18	2,36	2,53	0,94
nov.	0,44	2,34	2,67	2,66	1,54	1,83	0,49	1,16	2,35	2,43	0,89

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente, debiti da carte di credito a saldo e revolving ²⁾	Credito al consumo			Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	Prestiti per acquisto di abitazione				Tasso annuo effettivo globale (TAEG) ⁴⁾	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
2009 dic.	8,99	6,43	6,26	7,56	7,43	2,71	3,96	4,42	4,26	3,81	3,08	4,40	4,35
2010 gen.	8,94	6,83	6,42	8,04	7,86	2,71	3,94	4,38	4,26	3,79	3,12	4,45	4,46
feb.	9,01	6,72	6,25	7,98	7,78	2,68	3,83	4,32	4,18	3,74	3,16	4,48	4,74
mar.	8,82	6,35	6,21	7,94	7,59	2,63	3,72	4,21	4,15	3,66	3,05	4,61	4,55
apr.	8,77	6,78	6,12	7,92	7,67	2,62	3,71	4,18	4,12	3,68	3,06	4,32	4,53
mag.	8,77	6,69	6,14	7,84	7,62	2,58	3,64	4,14	4,01	3,58	3,09	4,45	4,50
giu.	8,80	5,18	6,14	7,74	7,11	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,00	4,22	4,27
lug.	8,74	5,48	6,22	7,77	7,32	2,66	3,60	3,94	3,84	3,64	3,15	4,29	4,27
ago.	8,72	5,38	6,26	7,87	7,35	2,83	3,63	3,95	3,81	3,76	3,34	4,52	4,14
set.	8,74	5,52	6,18	7,87	7,31	2,75	3,57	3,84	3,74	3,62	3,32	4,35	4,07
ott.	8,66	5,36	6,03	7,71	7,15	2,76	3,57	3,78	3,69	3,61	3,36	4,43	4,21
nov.	8,61	5,40	6,08	7,68	7,17	2,81	3,55	3,77	3,71	3,66	3,57	4,38	4,19

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente, debiti da carte di credito a saldo e revolving ²⁾	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
2009 dic.	4,06	3,28	4,22	3,96	2,19	3,15	3,58
2010 gen.	4,05	3,25	4,20	3,99	2,02	2,88	3,65
feb.	4,03	3,25	4,22	4,05	1,94	2,90	3,61
mar.	3,98	3,24	4,21	4,00	1,99	2,54	3,44
apr.	3,98	3,19	4,17	3,90	2,00	2,72	3,45
mag.	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,84	3,41
giu.	3,70	3,25	4,11	3,80	2,17	2,86	3,37
lug.	3,70	3,27	4,27	3,95	2,26	2,85	3,19
ago.	3,75	3,38	4,19	3,84	2,28	2,92	3,65
set.	3,80	3,34	4,13	3,78	2,26	2,72	3,51
ott.	3,83	3,42	4,19	3,82	2,33	2,94	3,46
nov.	3,85	3,55	4,31	3,84	2,42	3,04	3,57

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

2) Per questa categoria di strumenti, le nuove operazioni e le consistenze coincidono. Dati di fine periodo. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

3) Per questa categoria di strumenti, i dati relativi alle famiglie e alle società non finanziarie devono essere uniti e attribuiti al settore famiglie, dato che le consistenze relative alle società non finanziarie sono trascurabili rispetto a quelle del settore delle famiglie nell'insieme degli Stati membri partecipanti.

4) 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.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾ *
(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)

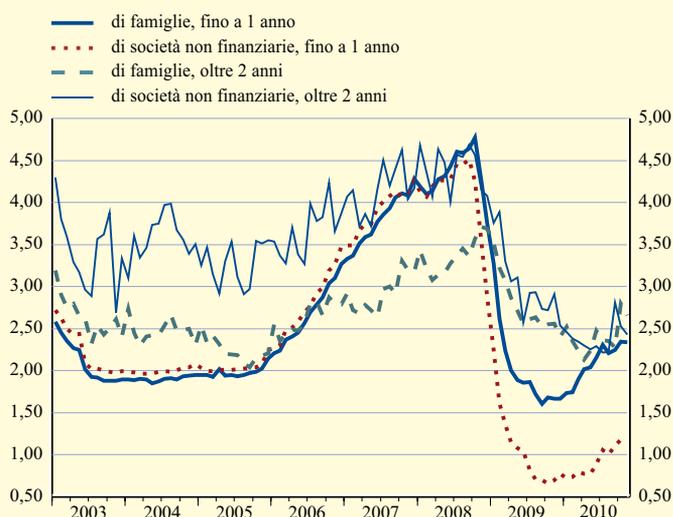
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie			Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita		
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009 dic.	0,45	2,36	2,91	1,53	2,45	0,47	1,56	3,30	1,21
2010 gen.	0,43	2,19	2,80	1,47	2,23	0,45	1,45	3,23	1,20
feb.	0,42	2,14	2,84	1,45	2,11	0,44	1,42	3,31	1,20
mar.	0,42	2,12	2,74	1,45	2,05	0,44	1,38	3,26	1,16
apr.	0,41	2,12	2,74	1,42	2,01	0,43	1,37	3,24	1,16
mag.	0,40	2,12	2,71	1,40	1,98	0,43	1,42	3,22	1,14
giu.	0,43	2,13	2,72	1,41	1,96	0,43	1,46	3,12	1,24
lug.	0,43	2,15	2,73	1,40	1,93	0,45	1,54	3,15	1,24
ago.	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,57	3,12	1,25
set.	0,43	2,20	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26
ott.	0,44	2,22	2,70	1,54	1,82	0,50	1,68	3,07	1,29
nov.	0,44	2,25	2,72	1,54	1,83	0,49	1,69	3,11	1,32

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
2009 dic.	4,07	4,11	4,07	7,55	6,57	5,42	3,46	3,35	3,50
2010 gen.	3,99	4,05	3,99	7,51	6,52	5,37	3,47	3,31	3,45
feb.	4,03	4,11	4,03	7,49	6,61	5,43	3,45	3,33	3,43
mar.	3,98	4,04	3,98	7,43	6,51	5,35	3,43	3,26	3,37
apr.	3,89	4,01	3,92	7,38	6,50	5,29	3,42	3,21	3,33
mag.	3,87	3,97	3,89	7,40	6,45	5,29	3,40	3,20	3,31
giu.	3,79	3,96	3,84	7,61	6,48	5,21	3,29	3,22	3,30
lug.	3,73	3,93	3,82	7,70	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
ago.	3,79	3,89	3,81	7,74	6,46	5,20	3,37	3,28	3,34
set.	3,83	3,88	3,83	7,83	6,46	5,21	3,42	3,29	3,38
ott.	3,80	3,86	3,83	7,79	6,45	5,20	3,48	3,34	3,38
nov.	3,77	3,85	3,84	7,68	6,45	5,22	3,50	3,39	3,41

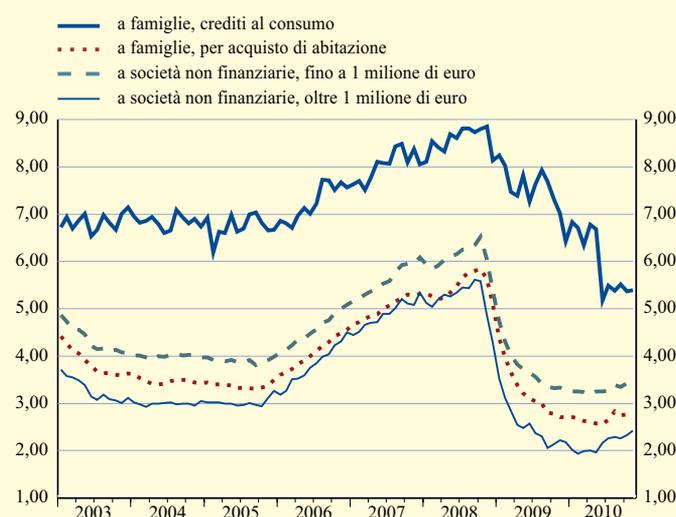
F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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



F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno

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



Fonte: BCE.

* Cfr. pag S42 per la fonte dei dati riportati nella tavola e le relative note a piè di pagina.

4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

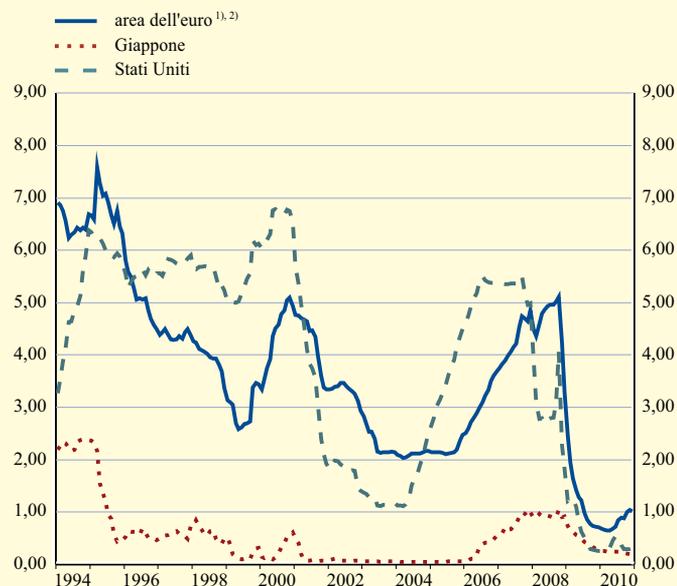
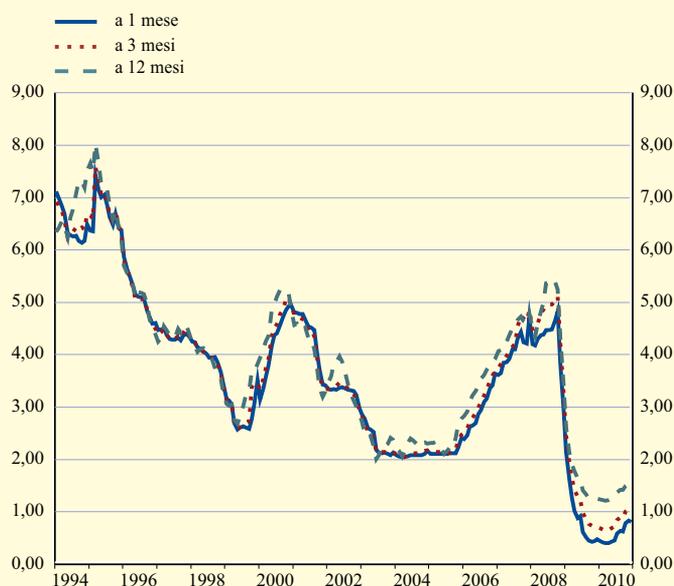
	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a 1 mese (Euribor) 2	Depositi a 3 mesi (Euribor) 3	Depositi a 6 mesi (Euribor) 4	Depositi a 12 mesi (Euribor) 5	Depositi a 3 mesi (Libor) 6	Depositi a 3 mesi (Libor) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2009	0,71	0,89	1,22	1,43	1,61	0,69	0,47
2010	0,44	0,57	0,81	1,08	1,35	0,34	0,23
2009 4° trim.	0,36	0,45	0,72	1,00	1,24	0,27	0,31
2010 1° trim.	0,34	0,42	0,66	0,96	1,22	0,26	0,25
2° trim.	0,35	0,43	0,69	0,98	1,25	0,44	0,24
3° trim.	0,45	0,61	0,87	1,13	1,40	0,39	0,24
4° trim.	0,59	0,81	1,02	1,25	1,52	0,29	0,19
2009 dic.	0,35	0,48	0,71	1,00	1,24	0,25	0,28
2010 gen.	0,34	0,44	0,68	0,98	1,23	0,25	0,26
feb.	0,34	0,42	0,66	0,96	1,23	0,25	0,25
mar.	0,35	0,41	0,64	0,95	1,22	0,27	0,25
apr.	0,35	0,40	0,64	0,96	1,23	0,31	0,24
mag.	0,34	0,42	0,69	0,98	1,25	0,46	0,24
giu.	0,35	0,45	0,73	1,01	1,28	0,54	0,24
lug.	0,48	0,58	0,85	1,10	1,37	0,51	0,24
ago.	0,43	0,64	0,90	1,15	1,42	0,36	0,24
set.	0,45	0,62	0,88	1,14	1,42	0,29	0,22
ott.	0,70	0,78	1,00	1,22	1,50	0,29	0,20
nov.	0,59	0,83	1,04	1,27	1,54	0,29	0,19
dic.	0,50	0,81	1,02	1,25	1,53	0,30	0,18

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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

F24 Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi

(medie 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.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

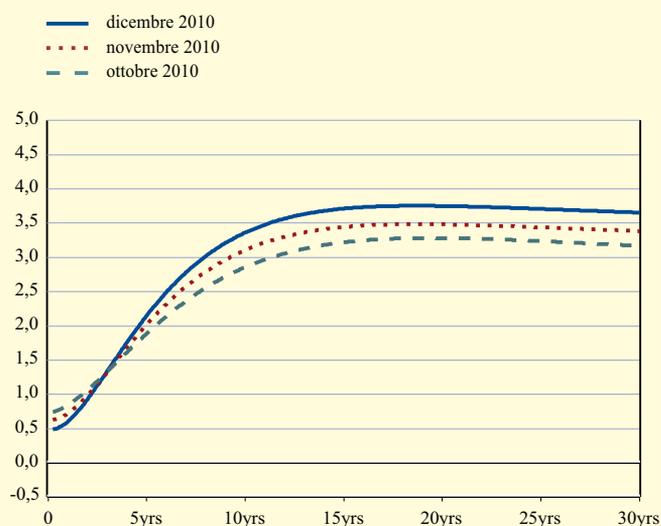
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

	Tassi a pronti								Tassi istantanei a termine			
	3 mesi	1 anno	2 anni	5 anni	7 anni	10 anni	10 anni- 3 mesi (spread)	10 anni- 2 anni (spread)	1 anno	2 anni	5 anni	10 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2009 4° trim.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 1° trim.	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
2° trim.	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
3° trim.	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
4° trim.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69
2009 dic.	0,38	0,81	1,38	2,64	3,20	3,76	3,38	2,38	1,41	2,44	4,27	5,20
2010 gen.	0,28	0,71	1,25	2,48	3,06	3,66	3,38	2,42	1,28	2,25	4,15	5,23
feb.	0,30	0,54	1,02	2,29	2,88	3,49	3,19	2,46	0,98	2,01	3,99	5,08
mar.	0,33	0,60	1,05	2,28	2,86	3,46	3,13	2,41	1,02	1,98	3,96	5,02
apr.	0,32	0,60	1,01	2,18	2,78	3,40	3,07	2,39	1,00	1,85	3,89	4,94
mag.	0,21	0,28	0,57	1,75	2,39	3,00	2,78	2,43	0,47	1,28	3,58	4,46
giu.	0,34	0,42	0,69	1,79	2,41	3,03	2,68	2,33	0,62	1,35	3,54	4,52
lug.	0,45	0,59	0,87	1,88	2,44	3,01	2,56	2,14	0,82	1,51	3,45	4,43
ago.	0,43	0,45	0,62	1,47	1,97	2,48	2,05	1,85	0,55	1,09	2,87	3,70
set.	0,57	0,68	0,90	1,71	2,18	2,67	2,10	1,77	0,86	1,41	3,01	3,91
ott.	0,75	0,84	1,06	1,89	2,36	2,86	2,11	1,80	1,02	1,57	3,21	4,09
nov.	0,63	0,72	0,99	2,02	2,58	3,11	2,48	2,12	0,92	1,62	3,62	4,35
dic.	0,49	0,60	0,93	2,15	2,78	3,36	2,87	2,43	0,85	1,70	3,99	4,69

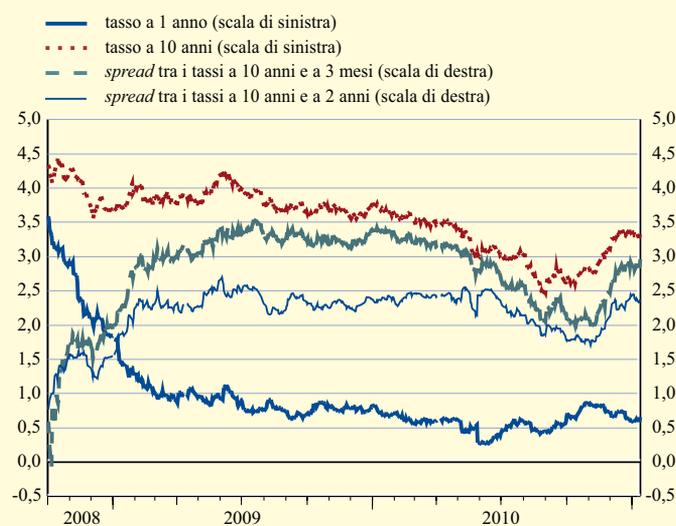
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro ²⁾

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato con rating AAA.

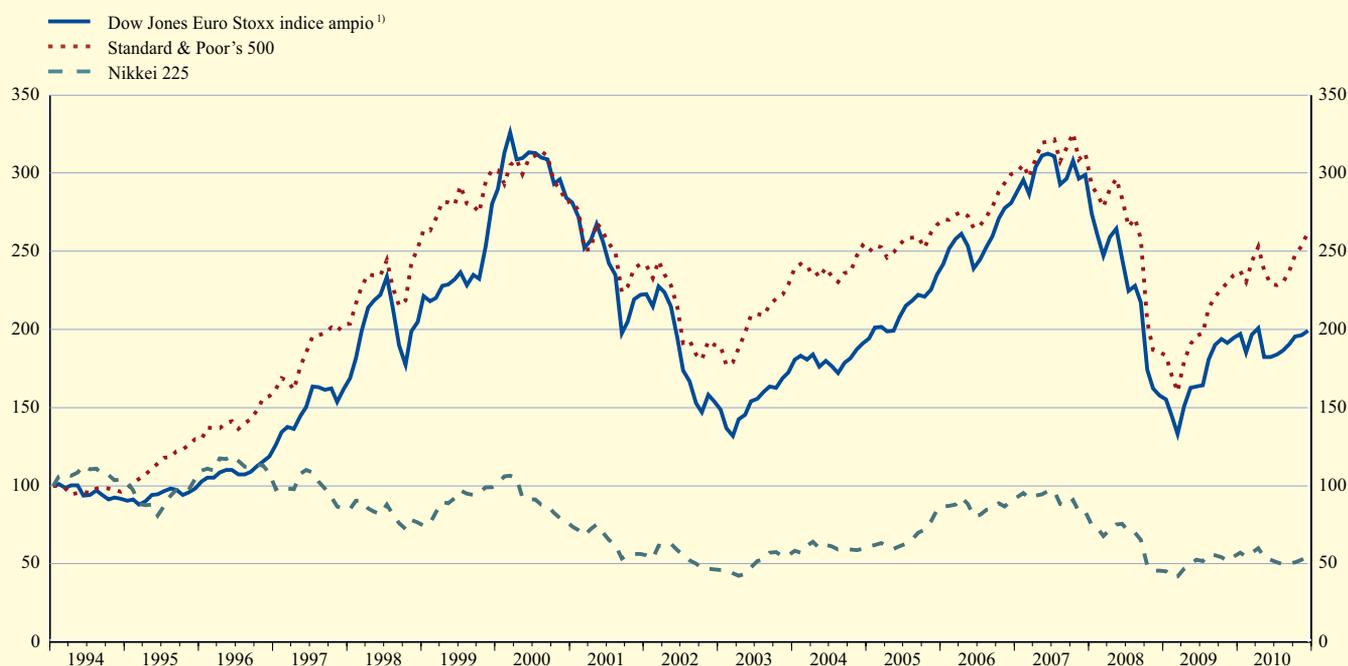
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾												Stati Uniti	Giappone
	Valore di riferimento		Principali indici per settore industriale										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Indice ampio	Primi 50 titoli	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petroliifero ed estrattivo	Finanziari	Industriali	Alta tecnologia	Servizi pubblici	Telecomunicazioni	Servizi sanitari		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2008	313,7	3.319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1.220,7	12.151,6
2009	234,2	2.521,0	353,2	140,5	244,5	293,5	172,1	269,7	200,7	353,7	380,4	363,5	946,2	9.321,6
2010	265,5	2.779,3	463,1	166,2	323,4	307,2	182,8	337,6	224,1	344,9	389,6	408,4	1.140,0	10.006,5
2009 4° trim.	268,1	2.872,7	422,1	151,5	282,8	316,9	209,7	317,7	214,1	375,3	416,5	399,3	1.088,7	9.969,2
2010 1° trim.	268,0	2.849,0	445,0	159,3	294,9	320,0	195,5	326,7	229,9	372,4	398,8	426,3	1.123,6	10.511,2
2° trim.	261,1	2.735,7	446,3	163,7	312,9	305,0	178,8	334,3	229,1	349,6	372,2	412,0	1.134,6	10.345,9
3° trim.	259,5	2.715,9	445,8	165,2	323,0	294,5	181,6	327,0	210,7	325,9	387,6	391,4	1.096,2	9.356,0
4° trim.	273,4	2.817,8	513,8	176,1	361,3	309,9	175,7	361,9	227,0	333,0	399,2	405,0	1.204,6	9.842,4
2009 dic.	270,1	2.907,6	447,0	155,0	290,9	321,1	204,3	321,0	211,0	380,5	419,8	412,4	1.110,4	10.169,0
2010 gen.	273,5	2.922,7	449,4	158,9	295,7	329,8	204,6	331,6	223,1	384,1	407,4	425,5	1.123,6	10.661,6
feb.	257,0	2.727,5	427,9	154,3	285,3	309,8	183,9	312,3	222,7	360,9	386,8	415,0	1.089,2	10.175,1
mar.	272,6	2.890,5	456,0	164,0	302,4	320,3	197,7	335,0	242,2	372,2	401,9	436,8	1.152,0	10.671,5
apr.	278,6	2.937,3	470,9	171,7	313,8	328,6	199,7	349,0	248,8	378,9	396,7	430,0	1.197,3	11.139,8
mag.	252,7	2.642,1	431,4	159,6	305,2	295,4	170,8	324,8	221,9	341,7	360,0	401,0	1.125,1	10.104,0
giu.	253,2	2.641,7	438,1	160,4	319,5	292,7	167,5	330,0	218,3	330,5	361,6	406,1	1.083,4	9.786,1
lug.	255,1	2.669,5	435,0	160,8	320,8	289,3	178,0	324,2	212,3	320,3	369,7	389,2	1.079,8	9.456,8
ago.	258,9	2.712,2	441,5	163,2	315,6	296,0	183,7	324,9	206,8	328,5	392,2	383,1	1.087,3	9.268,2
set.	264,6	2.766,1	460,9	171,6	332,4	298,4	183,0	331,9	212,9	329,0	400,9	401,8	1.122,1	9.346,7
ott.	271,3	2.817,7	489,1	175,1	346,1	304,9	183,2	346,0	223,7	331,4	410,5	405,4	1.171,6	9.455,1
nov.	272,2	2.809,6	509,9	176,3	359,9	307,4	174,4	358,5	222,9	335,0	403,0	405,0	1.198,9	9.797,2
dic.	276,5	2.825,6	540,1	176,8	376,5	316,7	170,0	379,7	234,1	332,6	385,3	404,6	1.241,5	10.254,5

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



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)¹⁾

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati 2)	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
	100,0	100,0	83,1	58,0	42,0	100,0	11,9	7,3	29,3	9,6	42,0	89,0	11,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,3
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,4	2,7
2009	108,1	0,3	1,3	-0,9	2,0	-	-	-	-	-	-	0,1	1,7
2009 3° trim.	108,0	-0,4	1,2	-1,9	1,8	0,2	0,3	-0,9	0,0	0,8	0,4	-0,6	1,2
4° trim.	108,6	0,4	1,0	-0,4	1,7	0,2	0,1	0,1	0,0	0,3	0,4	0,4	0,8
2010 1° trim.	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,0	0,7	0,1	3,0	0,3	1,2	0,4
2° trim.	110,0	1,5	0,8	1,7	1,2	0,6	0,3	0,7	0,2	3,9	0,3	1,5	1,4
3° trim.	109,9	1,7	1,0	1,9	1,4	0,4	0,5	0,7	0,2	0,0	0,5	1,7	2,1
2010 lug.	109,7	1,7	1,0	2,0	1,4	0,2	0,1	0,5	0,1	0,0	0,2	1,7	2,0
ago.	109,9	1,6	1,0	1,7	1,4	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,1	0,2	1,5	2,1
set.	110,1	1,8	1,0	2,1	1,4	0,1	0,0	0,2	0,1	0,3	0,1	1,7	2,1
ott.	110,5	1,9	1,1	2,3	1,4	0,2	0,2	0,0	0,1	0,6	0,1	1,9	2,4
nov.	110,6	1,9	1,1	2,3	1,3	0,2	0,2	0,4	0,2	0,8	0,0	1,8	2,4
dic. ⁴⁾		2,2											

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale ³⁾	19,2	11,9	7,3	38,9	29,3	9,6	10,2	6,0	6,6	3,3	14,9	7,1
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2009 3° trim.	-0,1	0,6	-1,2	-2,8	0,5	-11,9	2,0	1,8	2,5	-0,6	1,8	2,1
4° trim.	-0,2	0,5	-1,5	-0,5	0,3	-3,2	1,9	1,7	2,5	-0,6	1,4	2,2
2010 1° trim.	0,0	0,6	-0,8	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2° trim.	0,7	0,8	0,7	2,2	0,3	8,1	1,8	1,5	2,3	-0,9	0,8	1,5
3° trim.	1,5	0,9	2,3	2,2	0,5	7,3	1,7	1,3	2,5	-0,8	1,1	1,5
2010 giu.	0,9	0,9	0,9	1,8	0,4	6,2	1,8	1,5	2,3	-1,1	1,0	1,5
lug.	1,3	0,9	1,9	2,4	0,5	8,1	1,7	1,3	2,7	-0,9	1,0	1,5
ago.	1,5	1,0	2,4	1,8	0,4	6,1	1,7	1,3	2,5	-0,5	1,1	1,6
set.	1,6	1,0	2,5	2,3	0,6	7,7	1,7	1,3	2,4	-0,9	1,1	1,5
ott.	1,7	1,2	2,4	2,6	0,7	8,5	1,6	1,3	1,9	-1,0	1,3	1,5
nov.	1,8	1,3	2,7	2,6	0,8	7,9	1,7	1,3	2,0	-0,8	1,2	1,5

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Coefficienti di ponderazione utilizzati nel 2010.
- 4) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, 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 e degli immobili residenziali

in perc. del totale ³⁾	Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni										Prezzi delle costruzioni ¹⁾	Prezzi degli immobili residenziali ²⁾	
	Totale (indice 2005 = 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	
2006	105,1	5,1	3,5	2,7	4,6	1,6	1,4	1,4	1,4	13,5	4,7	6,6	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,1	1,2	4,2	4,6	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,3	
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9	
2009 3° trim.	108,0	-7,9	-7,4	-4,2	-7,5	-0,1	-2,7	1,0	-3,2	-18,3	-1,7	-3,9	
4° trim.	108,4	-4,7	-3,0	-3,1	-5,0	-0,6	-2,5	0,4	-2,8	-9,5	-0,3	-1,5	
2010 1° trim.	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,3	
2° trim.	111,4	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	1,8	
3° trim.	112,2	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,8	2,5	2,5	
2010 giu.	111,8	3,1	3,6	1,9	4,3	0,4	0,2	0,8	0,1	6,2	-	-	
lug.	112,1	4,0	3,8	2,1	4,5	0,6	0,4	1,0	0,3	9,6	-	-	
ago.	112,2	3,6	3,3	2,3	4,7	0,7	0,5	1,1	0,4	7,4	-	-	
set.	112,5	4,3	4,0	2,6	5,1	0,7	0,8	1,2	0,7	9,4	-	-	
ott.	112,9	4,4	4,1	2,9	5,5	0,8	1,2	1,3	1,2	8,8	-	-	
nov.	113,3	4,5	4,3	3,0	5,8	0,8	1,5	1,4	1,5	8,8	-	-	

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL¹⁾

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ⁴⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni ⁵⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁶⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁷⁾	Importazioni ⁷⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
																10
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2006	52,9	27,7	5,8	37,9	24,5	6,0	38,3	113,7	1,9	2,4	2,2	2,0	2,9	2,6	3,8	
2007	52,8	7,8	14,3	5,5	5,3	9,3	2,9	116,4	2,4	2,3	2,3	1,7	2,7	1,6	1,3	
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	118,8	2,0	2,6	2,7	2,6	2,3	2,6	3,9	
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,1	-18,0	-11,4	-22,8	119,9	0,9	0,0	-0,2	2,1	-0,7	-3,2	-5,7	
2009 3° trim.	48,1	-18,5	-12,5	-21,4	-18,7	-15,1	-21,3	120,0	0,8	-0,7	-0,8	2,5	-1,6	-4,2	-8,2	
4° trim.	51,2	3,1	5,7	1,8	2,4	-1,0	5,0	120,0	0,3	0,0	0,2	1,5	-0,9	-2,3	-3,3	
2010 1° trim.	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,4	0,5	0,1	1,3	1,6	0,2	2,5	1,6	
2° trim.	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,8	0,9	1,0	2,0	1,9	1,5	5,0	5,5	
3° trim.	59,6	51,6	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,3	1,1	1,4	2,3	1,3	2,0	5,1	5,9	
2010 lug.	58,9	52,5	26,0	67,5	47,4	32,0	60,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
ago.	59,9	47,6	26,7	58,5	46,2	39,5	51,1	-	-	-	-	-	-	-	-	
set.	59,8	54,7	36,8	63,7	54,8	52,2	56,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
ott.	60,2	47,5	34,8	53,9	50,3	52,4	48,9	-	-	-	-	-	-	-	-	
nov.	63,1	48,1	33,9	55,5	47,1	43,9	49,5	-	-	-	-	-	-	-	-	
dic.	69,6	49,4	38,9	54,8	48,4	48,8	48,2	-	-	-	-	-	-	-	-	

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE sulla base di dati Eurostat (colonna 7 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 8-15 nella tavola 3 della sezione 5.1), elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Financial Datastream (colonna 1 nella tavola 3 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 12 nella tavola 2 della sezione 5.1 e colonne 2-7 nella tavola 3 della sezione 5.1).

1) Prezzi degli input delle costruzioni residenziali.

2) Dati a carattere sperimentale basati su fonti nazionali non armonizzate (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

3) Nel 2005.

4) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).

5) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.

6) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati sulla base della domanda interna (prodotto interno al lordo delle importazioni e al netto delle esportazioni) dell'area dell'euro nel periodo 2004-06. Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

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

5.1 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					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, 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	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾								
2008	115,6	3,5	0,9	5,3	4,2	2,5	3,2	2,6
2009	120,1	3,9	-1,8	9,6	1,6	5,2	0,9	2,8
2009 4° trim.	119,9	1,4	-0,7	1,1	2,1	2,7	0,6	2,0
2010 1° trim.	119,8	-0,5	0,1	-6,5	2,1	-0,2	1,0	1,2
2° trim.	119,5	-0,6	0,8	-6,5	2,3	-1,0	1,3	1,7
3° trim.	119,4	-0,5	2,2	-4,2	1,9	-0,5	1,8	0,2
Redditi per occupato								
2008	121,5	3,2	3,7	3,0	5,1	2,6	2,7	3,3
2009	123,4	1,5	2,6	0,4	2,3	1,7	1,4	2,5
2009 4° trim.	124,2	1,4	2,4	0,6	2,0	1,4	1,8	2,1
2010 1° trim.	124,5	1,5	1,5	2,6	0,1	1,6	2,1	1,1
2° trim.	125,4	1,9	2,1	4,0	1,3	1,4	1,3	1,5
3° trim.	125,7	1,5	1,7	3,5	1,6	1,8	1,6	0,2
Produttività del lavoro per occupato²⁾								
2008	105,2	-0,3	2,7	-2,1	0,9	0,1	-0,5	0,7
2009	102,8	-2,3	4,4	-8,4	0,7	-3,4	0,5	-0,2
2009 4° trim.	103,6	0,0	3,1	-0,5	-0,1	-1,2	1,1	0,1
2010 1° trim.	103,9	2,1	1,4	9,7	-1,9	1,8	1,0	-0,2
2° trim.	104,9	2,5	1,3	11,2	-1,0	2,4	0,1	-0,1
3° trim.	105,3	2,1	-0,4	8,1	-0,3	2,3	-0,2	0,0
Redditi per ora lavorata								
2008	123,8	3,1	2,5	3,6	4,5	2,7	2,4	3,1
2009	127,8	3,2	4,0	4,6	4,4	2,7	2,6	2,9
2009 4° trim.	128,2	2,2	3,9	1,7	4,1	1,9	2,4	2,3
2010 1° trim.	128,4	0,9	4,4	0,2	0,1	1,0	1,7	0,6
2° trim.	129,0	1,1	3,1	0,1	1,6	1,1	0,9	1,2
3° trim.	129,1	0,7	1,5	0,2	2,5	1,3	1,1	-0,2
Produttività per ora lavorata³⁾								
2008	108,0	-0,2	2,9	-1,6	0,5	0,4	-0,8	0,4
2009	107,1	-0,8	4,9	-4,8	2,3	-2,4	1,9	0,1
2009 4° trim.	107,6	0,6	4,0	0,5	1,1	-0,9	1,9	0,2
2010 1° trim.	107,8	1,4	3,6	7,2	-2,4	1,0	0,8	-0,7
2° trim.	108,6	1,8	2,9	7,2	-1,3	1,8	-0,2	-0,5
3° trim.	108,8	1,3	1,3	4,5	-0,4	1,5	-0,6	-0,4

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente			Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
in perc. del totale ⁵⁾	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2008	100,0	3,4	3,7	2,8	3,6	4,7	3,2	3,3
2009	102,8	2,9	2,7	3,4	3,4	3,5	2,6	2,7
2009 4° trim.	103,5	2,0	1,7	2,6	1,2	3,3	2,3	2,2
2010 1° trim.	103,9	2,0	1,9	2,1	1,8	2,7	1,9	1,8
2° trim.	104,2	1,6	1,5	1,9	0,9	2,3	1,9	1,9
3° trim.	104,1	0,8	0,7	1,2	0,3	0,6	1,1	1,4

Fonti: Eurostat, elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat (tavola 4 della sezione 5.1) ed elaborazioni della BCE (colonna 8 nella tavola 5 della sezione 5.1).

- Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e il valore aggiunto (in volume) per occupato.
- Valore aggiunto (in volume) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- Costo orario del lavoro nell'intera economia, al netto di agricoltura, amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi non inclusi in altre classificazioni. A causa della diversa definizione dei settori compresi, le stime delle componenti potrebbero non essere coerenti con il totale.
- Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).
- Nel 2008.

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ¹⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ²⁾	Totale	Esportazioni ¹⁾	Importazioni ¹⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2006	8.564,8	8.466,7	4.876,1	1.733,4	1.832,8	24,4	98,1	3.454,9	3.356,8
2007	9.021,7	8.886,9	5.074,9	1.803,2	1.969,5	39,2	134,8	3.735,1	3.600,3
2008	9.239,6	9.143,7	5.234,4	1.893,0	1.994,7	21,7	96,0	3.862,6	3.766,7
2009	8.952,2	8.836,1	5.168,7	1.979,1	1.756,6	-68,4	116,2	3.248,9	3.132,8
2009 3° trim.	2.241,3	2.206,0	1.290,0	499,1	434,1	-17,2	35,3	814,3	779,0
4° trim.	2.246,9	2.205,7	1.299,5	497,3	430,0	-21,0	41,2	837,9	796,6
2010 1° trim.	2.262,2	2.235,0	1.310,8	502,7	430,7	-9,2	27,2	873,9	846,7
2° trim.	2.293,1	2.270,4	1.324,3	505,5	443,1	-2,5	22,7	926,4	903,7
3° trim.	2.310,5	2.279,2	1.332,1	507,7	443,7	-4,3	31,3	952,7	921,4
<i>in percentuale del PIL</i>									
2009	100,0	98,7	57,7	22,1	19,6	-0,8	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ³⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2009 3° trim.	0,4	0,3	-0,2	0,5	-1,2	-	-	2,2	2,1
4° trim.	0,2	-0,1	0,3	-0,1	-1,2	-	-	2,0	1,2
2010 1° trim.	0,4	0,9	0,3	0,1	-0,4	-	-	2,6	4,2
2° trim.	1,0	0,9	0,2	0,1	2,0	-	-	4,4	4,3
3° trim.	0,3	0,2	0,1	0,4	-0,3	-	-	1,9	1,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2006	3,0	2,9	2,1	2,1	5,4	-	-	8,6	8,5
2007	2,8	2,6	1,7	2,3	4,7	-	-	6,3	5,8
2008	0,4	0,4	0,4	2,4	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,1	-3,4	-1,1	2,4	-11,4	-	-	-13,2	-11,9
2009 3° trim.	-4,0	-3,3	-1,2	2,6	-12,0	-	-	-13,7	-12,3
4° trim.	-2,0	-2,8	-0,4	1,7	-9,6	-	-	-5,3	-7,1
2010 1° trim.	0,8	0,4	0,4	1,1	-5,0	-	-	5,7	4,8
2° trim.	2,0	2,1	0,6	0,6	-0,8	-	-	11,7	12,4
3° trim.	1,9	1,9	1,0	0,4	0,2	-	-	11,3	11,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2009 3° trim.	0,4	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,6	0,0	-	-
4° trim.	0,2	-0,1	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,3	-	-
2010 1° trim.	0,4	0,9	0,2	0,0	-0,1	0,7	-0,5	-	-
2° trim.	1,0	0,9	0,1	0,0	0,4	0,4	0,1	-	-
3° trim.	0,3	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2006	3,0	2,9	1,2	0,4	1,1	0,2	0,2	-	-
2007	2,8	2,6	1,0	0,5	1,0	0,2	0,3	-	-
2008	0,4	0,4	0,3	0,5	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,4	-0,6	0,5	-2,5	-0,8	-0,7	-	-
2009 3° trim.	-4,0	-3,2	-0,7	0,5	-2,6	-0,5	-0,8	-	-
4° trim.	-2,0	-2,8	-0,2	0,4	-2,0	-0,8	0,7	-	-
2010 1° trim.	0,8	0,5	0,3	0,2	-1,0	1,0	0,3	-	-
2° trim.	2,0	2,0	0,4	0,1	-0,2	1,7	-0,1	-	-
3° trim.	1,9	1,9	0,5	0,1	0,0	1,2	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 sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.
- 2) Incluse le acquisizioni nette di oggetti di valore.
- 3) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il 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>								
2006	7.650,4	140,2	1.561,9	479,2	1.599,6	2.138,7	1.730,8	914,4
2007	8.062,9	152,2	1.650,8	511,6	1.673,9	2.273,2	1.801,1	958,8
2008	8.294,6	147,1	1.649,1	528,5	1.730,9	2.355,8	1.883,3	945,0
2009	8.060,1	132,1	1.436,1	507,4	1.666,0	2.361,7	1.956,9	892,2
2009 3° trim.	2.018,8	32,2	361,4	125,8	416,9	591,3	491,3	222,5
4° trim.	2.021,6	32,7	363,1	124,1	416,5	593,0	492,1	225,3
2010 1° trim.	2.036,6	34,4	369,4	122,1	419,2	594,2	497,2	225,6
2° trim.	2.058,9	35,0	377,6	124,0	424,3	597,6	500,5	234,1
3° trim.	2.069,1	35,7	378,8	123,9	427,6	602,7	500,4	241,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2009	100,0	1,6	17,8	6,3	20,7	29,3	24,3	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ¹⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2009 3° trim.	0,4	0,3	2,0	-1,8	0,0	0,2	0,2	0,6
4° trim.	0,1	-0,7	0,6	-1,7	0,0	0,1	0,3	1,0
2010 1° trim.	0,6	1,5	2,0	-1,6	0,5	0,4	0,3	-1,7
2° trim.	0,8	-0,7	2,0	0,8	0,8	0,7	0,2	2,5
3° trim.	0,3	-1,2	0,4	-0,7	0,2	0,5	0,3	0,6
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2006	3,0	-0,2	3,7	2,8	2,9	4,1	1,5	3,2
2007	3,1	1,4	3,2	2,4	3,6	4,0	1,7	0,8
2008	0,7	0,9	-2,2	-1,2	1,3	1,7	1,9	-1,3
2009	-4,2	2,1	-13,3	-5,9	-5,0	-1,6	1,1	-2,9
2009 3° trim.	-4,1	2,4	-12,9	-5,9	-5,1	-1,5	1,0	-2,8
4° trim.	-2,3	1,6	-6,8	-5,8	-3,3	-0,8	1,2	-0,1
2010 1° trim.	0,9	0,6	3,6	-6,6	0,4	0,9	1,3	0,1
2° trim.	1,9	0,5	6,8	-4,2	1,4	1,4	1,1	2,3
3° trim.	1,9	-1,0	5,2	-3,1	1,6	1,8	1,2	2,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2009 3° trim.	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
4° trim.	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
2010 1° trim.	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,1	0,1	-
2° trim.	0,8	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,1	-
3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2006	3,0	0,0	0,7	0,2	0,6	1,1	0,3	-
2007	3,1	0,0	0,7	0,2	0,7	1,1	0,4	-
2008	0,7	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,4	0,3	-
2009 3° trim.	-4,1	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,4	0,2	-
4° trim.	-2,3	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,2	0,3	-
2010 1° trim.	0,9	0,0	0,6	-0,4	0,1	0,3	0,3	-
2° trim.	1,9	0,0	1,2	-0,3	0,3	0,4	0,3	-
3° trim.	1,9	0,0	0,9	-0,2	0,3	0,5	0,3	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati sul periodo corrispondente non sono corretti per il 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 ¹⁾	Totale (dest.; indice 2005 = 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	
2007	3,2	108,2	3,7	4,2	4,3	3,8	6,6	2,4	1,3	2,5	-0,9	1,3
2008	-2,6	106,3	-1,8	-1,9	-2,0	-3,5	-0,2	-2,1	-5,7	-1,5	0,3	-5,5
2009	-13,8	90,5	-14,9	-15,9	-16,0	-19,2	-20,8	-5,0	-17,4	-3,0	-5,3	-8,3
2009 4° trim.	-7,4	92,2	-7,4	-8,0	-8,1	-6,7	-13,8	-2,7	-10,1	-1,5	-3,6	-6,1
2010 1° trim.	1,8	94,3	4,7	4,9	4,9	8,0	2,5	3,1	0,0	3,5	3,2	-10,0
2° trim.	6,1	96,6	9,0	9,2	9,3	13,9	8,9	3,7	4,9	3,5	5,4	-3,9
3° trim.	3,8	97,6	7,0	7,7	7,8	9,4	9,8	3,3	3,8	3,2	1,5	-8,0
2010 giu.	6,9	96,9	8,2	8,8	8,8	11,8	8,9	4,3	7,7	3,8	3,4	1,9
lug.	4,1	97,0	7,4	7,8	8,0	9,7	9,5	3,9	5,0	3,7	2,2	-7,8
ago.	4,9	98,2	8,5	9,5	9,6	11,5	12,4	4,4	6,7	4,2	1,1	-8,8
set.	2,7	97,5	5,6	6,1	6,2	7,6	8,3	1,7	1,0	1,8	1,2	-7,7
ott.	4,4	98,3	7,1	7,7	7,9	7,8	12,2	3,3	2,0	3,4	1,2	-5,9
nov.	.	99,4	7,4	7,7	7,7	7,9	12,0	2,4	-0,1	2,7	4,9	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2010 giu.	0,9	-	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,4	0,1	-0,7	0,3	-1,7	2,0
lug.	-1,3	-	0,2	-0,1	0,2	0,0	0,4	0,1	-0,6	0,2	0,2	-3,6
ago.	0,8	-	1,2	1,2	1,1	1,6	3,3	0,0	1,5	-0,1	-0,2	-0,3
set.	-0,5	-	-0,7	-1,0	-0,5	-0,9	-1,0	-0,8	-2,2	-0,5	-1,1	-1,6
ott.	0,7	-	0,7	0,9	1,0	0,3	1,7	0,4	0,0	0,4	1,0	0,3
nov.	.	-	1,2	0,9	0,2	1,6	1,4	0,0	0,1	0,0	1,5	.

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 (escluso carburante per autoveicoli)							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera ²⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) ³⁾	Totale
	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Totale	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale	Alimentari, bevande e tabacco	Non alimentari				
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007	119,8	8,6	114,9	6,5	2,6	104,3	1,8	0,0	3,1	4,1	3,1	968	-0,8
2008	113,0	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,9	-0,1	-1,8	-1,9	896	-7,8
2009	87,5	-22,7	95,4	-18,5	-2,8	101,5	-1,9	-1,7	-2,0	-1,3	-4,0	926	3,4
2009 4° trim.	92,1	-2,7	97,4	-9,2	-1,6	101,8	-0,7	-0,5	-0,8	0,4	-1,1	963	17,9
2010 1° trim.	95,0	13,8	100,9	6,3	0,8	102,3	0,9	1,5	0,8	3,5	0,7	892	7,4
2° trim.	102,4	22,6	104,2	12,2	1,2	102,5	1,0	0,3	1,6	-0,3	2,9	822	-12,7
3° trim.	105,8	16,0	105,9	10,1	2,3	103,0	1,9	0,7	2,9	5,3	1,5	823	-17,0
2010 giu.	105,4	22,5	105,9	13,8	2,0	102,8	1,7	0,8	2,5	0,7	3,6	845	-13,1
lug.	103,7	12,2	104,9	7,5	2,2	102,9	1,6	2,2	1,5	4,7	0,8	782	-18,4
ago.	109,1	24,7	107,5	14,9	2,2	103,1	1,9	-1,1	4,5	7,7	2,9	829	-20,5
set.	104,6	13,5	105,2	9,1	2,4	103,0	2,0	1,0	2,9	4,0	0,9	856	-12,8
ott.	106,1	14,8	107,5	8,4	2,3	103,2	1,8	1,4	2,1	2,0	0,4	796	-14,9
nov.	.	.	.	.	1,2	102,3	0,3	-0,1	0,6	.	.	871	-10,4
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2010 lug.	-	-1,6	-	-1,0	0,1	-	0,1	0,6	-0,2	2,2	-1,1	-	-7,5
ago.	-	5,2	-	2,5	0,2	-	0,2	-0,9	1,0	0,5	1,0	-	6,0
set.	-	-4,2	-	-2,1	-0,1	-	-0,1	0,4	-0,5	-1,2	-0,8	-	3,2
ott.	-	1,4	-	2,2	0,3	-	0,2	0,4	0,0	0,1	-0,1	-	-7,0
nov.	-	.	-	.	-0,8	-	-0,9	-0,9	-0,8	.	.	-	9,4

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

1) Nel 2005.

2) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituivano il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

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

5.2 Produzione e domanda

 (saldi percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese²⁾

	Indice del clima economico ³⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ⁴⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁵⁾	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale ⁵⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,2	5	5	5	13	84,2	-5	-2	-4	5	-8
2008	93,5	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	24	-14
2009	80,8	-28	-56	14	-15	71,1	-25	-7	-26	56	-10
2010	100,8	-5	-25	1	11	.	-14	-5	-12	31	-8
2009 4° trim.	91,9	-19	-50	7	1	71,7	-17	-3	-11	48	-7
2010 1° trim.	96,6	-12	-41	2	7	73,9	-17	-4	-11	46	-7
2° trim.	99,3	-6	-28	0	9	76,3	-17	-6	-18	34	-9
3° trim.	102,2	-3	-19	0	10	77,4	-12	-6	-11	23	-8
4° trim.	105,0	2	-11	0	16	.	-10	-5	-9	21	-7
2010 lug.	101,1	-4	-21	0	9	77,2	-14	-7	-14	27	-9
ago.	102,3	-3	-18	0	10	-	-11	-5	-9	23	-8
set.	103,2	-2	-16	0	12	-	-11	-5	-11	20	-8
ott.	103,8	0	-13	1	14	77,6	-11	-6	-10	22	-6
nov.	105,1	1	-12	0	15	-	-9	-5	-7	20	-6
dic.	106,2	4	-7	0	18	-	-11	-6	-9	21	-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 ⁵⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁵⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁵⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2007	0	-7	7	1	5	15	13	20	16	19	24
2008	-13	-20	-6	-7	-6	17	2	2	-5	4	7
2009	-31	-40	-22	-15	-21	11	-15	-16	-22	-16	-9
2010	-27	-38	-16	-3	-4	8	2	5	3	5	8
2009 4° trim.	-28	-40	-16	-12	-19	10	-7	-4	-8	-8	3
2010 1° trim.	-27	-37	-17	-7	-9	8	-2	0	-4	-2	7
2° trim.	-28	-40	-16	-4	-5	8	0	4	1	4	8
3° trim.	-28	-40	-16	-3	-4	7	3	7	5	8	8
4° trim.	-26	-36	-16	1	1	8	9	9	9	9	10
2010 lug.	-29	-42	-16	-4	-6	7	1	7	5	9	6
ago.	-29	-38	-19	-3	-5	7	1	7	6	8	8
set.	-26	-39	-13	-1	-3	6	6	8	5	8	10
ott.	-25	-35	-15	-1	0	10	7	8	7	7	11
nov.	-26	-36	-16	-2	-5	8	8	10	9	11	10
dic.	-26	-36	-16	5	8	6	13	10	9	10	10

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) A partire da maggio 2010, i dati si riferiscono alla nuova versione della classificazione delle attività economiche dell'Unione europea (NACE Rev. 2).
- 3) 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 per il periodo dal 1990 al 2008.
- 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 dalle medie trimestrali.
- 5) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

1. Occupazione in termini di occupati

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	85,4	14,6	3,8	17,1	7,5	25,5	16,1	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	146,831	1,8	2,0	0,6	-1,7	0,3	3,6	1,9	4,3	1,3
2008	147,963	0,8	1,0	-0,4	-1,7	0,0	-2,1	1,2	2,1	1,2
2009	145,227	-1,8	-1,8	-2,2	-2,2	-5,3	-6,6	-1,7	-2,1	1,4
2009 4° trim.	144,454	-2,1	-2,1	-1,9	-1,5	-6,4	-5,7	-2,1	-1,9	1,1
2010 1° trim.	144,486	-1,2	-1,3	-0,5	-0,7	-5,5	-4,7	-1,4	-0,2	1,5
2° trim.	144,597	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-4,0	-3,3	-1,0	1,3	1,3
3° trim.	144,549	-0,1	0,0	-1,0	-0,6	-2,7	-2,8	-0,6	2,0	1,2
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>										
2009 4° trim.	-0,287	-0,2	-0,2	-0,1	0,6	-1,2	-0,5	-0,5	0,2	0,3
2010 1° trim.	0,031	0,0	0,0	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-0,1	0,5	0,5
2° trim.	0,111	0,1	0,2	-0,7	-1,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,0	0,2
3° trim.	-0,047	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,2

2. Occupazione in termini di ore lavorate

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (milioni)	Totale	Occupati dipendenti	Occupati autonomi	Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore estrattivo, manifatturiero e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
in perc. del totale ²⁾	100,0	100,0	80,5	19,5	5,0	17,1	8,5	26,9	15,7	26,9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	237.118,9	1,7	2,0	0,7	-2,4	0,6	3,6	1,9	4,4	1,0
2008	238.672,4	0,7	1,0	-0,7	-1,9	-0,5	-1,8	0,9	2,5	1,4
2009	230.835,9	-3,3	-3,4	-2,9	-2,6	-8,9	-8,0	-2,7	-3,4	1,1
2009 4° trim.	57.575,5	-2,7	-2,8	-2,0	-2,3	-7,2	-6,8	-2,4	-2,6	1,0
2010 1° trim.	57.644,9	-0,6	-0,7	-0,2	-2,9	-3,3	-4,3	-0,6	0,0	2,0
2° trim.	57.823,8	0,2	0,3	-0,3	-2,3	-0,4	-2,9	-0,4	1,6	1,7
3° trim.	57.902,9	0,6	0,8	0,0	-2,3	0,7	-2,8	0,1	2,4	1,6
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>										
2009 4° trim.	35,9	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,8	0,0	0,7	0,3
2010 1° trim.	69,4	0,1	0,1	0,2	-1,3	0,0	-0,9	0,0	0,2	0,8
2° trim.	178,9	0,3	0,4	-0,1	-0,2	0,6	0,0	0,1	0,9	0,2
3° trim.	79,1	0,1	0,2	-0,2	-0,8	0,4	-1,2	0,1	0,5	0,3

3. Ore lavorate per occupato

	Intera economia		Per status occupazionale		Per settore di attività					
	Totale (migliaia)	Totale	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
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2007	1,615	-0,1	0,0	0,0	-0,8	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,2
2008	1,613	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,5	0,4	-0,3	0,3	0,2
2009	1,589	-1,5	-1,6	-0,7	-0,4	-3,8	-1,6	-1,0	-1,3	-0,3
2009 4° trim.	0,399	-0,6	-0,8	0,0	-0,9	-0,9	-1,1	-0,3	-0,7	-0,1
2010 1° trim.	0,399	0,6	0,6	0,3	-2,2	2,3	0,5	0,8	0,2	0,5
2° trim.	0,400	0,8	0,8	0,6	-1,6	3,7	0,3	0,6	0,3	0,4
3° trim.	0,401	0,8	0,8	0,9	-1,7	3,5	0,0	0,7	0,4	0,4

Fonte: Eurostat.

1) I dati di occupazione e si basano sul SEC 95.

2) Nel 2009.

5.3 Mercato del lavoro

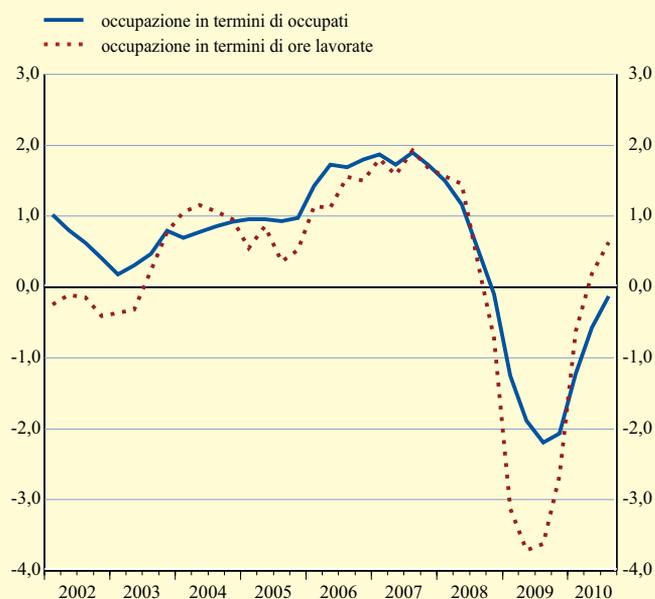
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

4. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale ⁵⁾	100,0		78,3		21,7		53,8		46,2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2006	12,901	8,4	10,070	7,4	2,831	16,5	6,398	7,5	6,503	9,5	2,0
2007	11,706	7,5	9,142	6,6	2,563	15,1	5,753	6,7	5,953	8,6	2,2
2008	11,906	7,6	9,269	6,6	2,636	15,5	6,001	6,9	5,904	8,4	1,9
2009	14,905	9,4	11,670	8,3	3,235	19,5	8,027	9,3	6,878	9,6	1,5
2009 3° trim.	15,313	9,7	11,990	8,5	3,323	20,1	8,283	9,6	7,029	9,8	1,4
4° trim.	15,568	9,9	12,293	8,7	3,275	20,1	8,465	9,8	7,102	9,9	1,5
2010 1° trim.	15,649	9,9	12,397	8,8	3,252	20,1	8,479	9,8	7,170	10,0	1,6
2° trim.	15,789	10,0	12,547	8,8	3,242	20,2	8,509	9,9	7,281	10,2	1,7
3° trim.	15,831	10,0	12,627	8,9	3,203	20,1	8,509	9,9	7,321	10,2	1,6
2010 giu.	15,780	10,0	12,576	8,9	3,205	20,0	8,501	9,9	7,280	10,1	-
lug.	15,816	10,0	12,631	8,9	3,185	20,0	8,485	9,8	7,332	10,2	-
ago.	15,809	10,0	12,620	8,9	3,188	20,1	8,526	9,9	7,282	10,1	-
set.	15,867	10,0	12,630	8,9	3,237	20,3	8,517	9,9	7,350	10,2	-
ott.	15,963	10,1	12,660	8,9	3,303	20,5	8,603	10,0	7,360	10,2	-
nov.	15,924	10,1	12,588	8,9	3,336	20,7	8,582	9,9	7,342	10,2	-

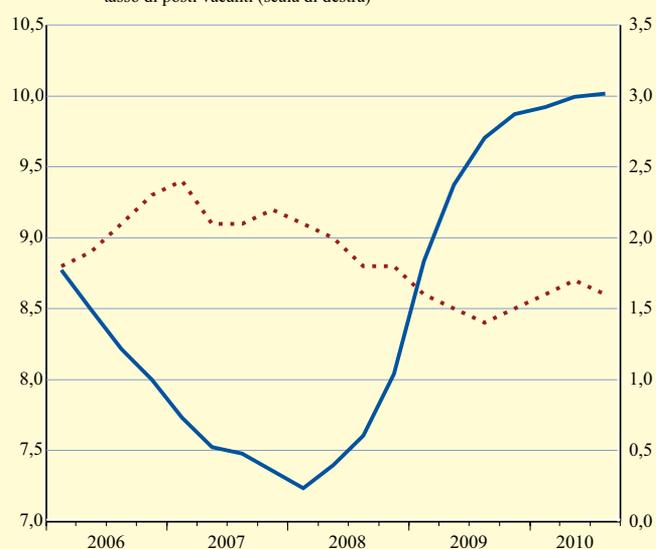
F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾

— tasso di disoccupazione (scala di sinistra)
..... tasso di posti vacanti (scala di destra)



Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 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.
- 5) Nel 2009.



FINANZA PUBBLICA

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

1. Area dell'euro: entrate

	Entrate correnti														Per memoria: pressione fiscale ²⁾
	Totale	Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi	Entrate in conto capitale			
		Famiglie	Imprese						Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti			Imposte in conto capitale		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,8	13,5	0,5	15,6	8,1	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6	
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,1	4,6	2,1	0,3	0,3	41,1	
2003	45,0	44,3	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,2	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1	
2004	44,5	44,0	11,3	8,7	2,5	13,5	0,3	15,5	8,1	4,5	2,1	0,5	0,4	40,7	
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9	
2006	45,3	45,0	12,1	8,9	3,0	13,8	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,4	
2007	45,4	45,1	12,4	9,1	3,2	13,8	0,3	15,1	8,0	4,4	2,1	0,3	0,3	41,5	
2008	45,0	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,2	0,3	41,1	
2009	44,6	44,2	11,4	9,3	1,9	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,5	

2. Area dell'euro: spese

	Spese correnti														Per memoria: spese primarie ³⁾
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2001	47,5	43,6	10,3	4,8	3,8	24,7	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,7	
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,1	44,2	
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8	
2004	47,5	43,5	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4	
2005	47,3	43,4	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3	
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,8	
2007	46,0	42,2	10,0	5,0	3,0	24,3	21,6	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1	
2008	47,0	43,2	10,1	5,1	3,0	24,9	22,0	1,6	0,4	3,8	2,6	1,3	0,0	44,0	
2009	50,8	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,3	1,8	0,5	4,2	2,8	1,4	0,0	48,0	

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

	Disavanzo (-)/avanzo (+)					Disavanzo (-)/avanzo primario (+)	Consumi pubblici ⁴⁾							
	Totale	Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Prestazioni in natura attraverso unità di mercato	Consumi di capitale fisso	Vendite di beni e servizi (segno meno)	Consumi pubblici collettivi	Consumi pubblici individuali
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,8	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,1	0,1	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,6	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,1	12,2
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,1	-0,2	-0,2	0,4	1,0	20,5	10,1	5,1	5,3	1,9	2,1	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,1	-0,5	-0,3	-0,4	-3,4	22,2	10,8	5,6	5,8	2,0	2,3	8,8	13,4

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

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	0,2	-1,6	2,4	2,9	-5,7	2,0	-2,3	-3,4	-1,2	1,4	-2,7	0,5	-1,5	-4,1	-1,3	-3,2	4,0
2007	-0,3	0,3	2,5	0,0	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,3	0,2	-0,4	-2,8	0,0	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,4	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,8	0,6	-0,5	-2,9	-1,8	-2,1	4,2
2009	-6,0	-3,0	-1,7	-14,4	-15,4	-11,1	-7,5	-5,3	-6,0	-0,7	-3,8	-5,4	-3,5	-9,3	-5,8	-7,9	-2,5

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

- 1) Dati relativi agli Euro 16. 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 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) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi swap e a termine.

6.2 Debito ¹⁾
(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori ³⁾
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri settori	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	43,9	22,1	12,3	9,5	25,3
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,1	20,7	11,0	10,4	26,1
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,6	19,5	10,5	10,6	27,3
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	39,8	19,7	11,0	9,1	29,2
2004	69,5	2,2	12,0	5,0	50,3	38,4	18,6	10,7	9,0	31,1
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	36,5	17,4	11,1	8,0	33,8
2006	68,4	2,4	11,7	4,1	50,2	34,6	17,5	9,3	7,8	33,8
2007	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7	32,7	16,9	8,6	7,3	33,4
2008	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5	32,7	17,4	7,8	7,5	37,1
2009	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9	36,8	20,2	8,9	7,7	42,4

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

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale	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	Altre valute
2000	69,2	58,1	5,8	4,8	0,4	6,5	62,7	6,2	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,2	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,7	1,3
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,5	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,3	57,8	6,7	5,2	0,5	7,9	62,4	4,6	14,9	25,6	29,8	69,3	1,0
2006	68,4	56,1	6,5	5,3	0,5	7,4	61,0	4,4	14,4	24,1	29,9	67,9	0,6
2007	66,1	54,1	6,2	5,2	0,5	7,4	58,7	4,4	14,6	23,5	28,0	65,6	0,5
2008	69,8	57,5	6,6	5,2	0,4	10,2	59,6	4,5	17,8	23,3	28,6	68,9	0,9
2009	79,2	65,3	7,6	5,7	0,6	12,2	66,9	4,6	19,6	27,1	32,4	78,0	1,2

3. Paesi dell'area dell'euro

	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
2006	88,1	67,6	4,4	24,8	106,1	39,6	63,7	106,6	64,6	6,7	63,4	47,4	62,1	63,9	26,7	30,5	39,7
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,0	36,1	63,8	103,6	58,3	6,7	61,7	45,3	59,3	62,7	23,4	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,3	110,3	39,8	67,5	106,3	48,3	13,6	63,1	58,2	62,5	65,3	22,5	27,8	34,1
2009	96,2	73,4	7,2	65,5	126,8	53,2	78,1	116,0	58,0	14,5	68,6	60,8	67,5	76,1	35,4	35,4	43,8

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

- 1) Dati relativi agli Euro 16. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. Dati parzialmente stimati.
- 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.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

	Totale	Fonte della variazione			Strumenti finanziari				Detentori			Altri creditori ⁶⁾
		Fabbisogno ²⁾	Effetti di rivalutazione ³⁾	Altre variazioni in volume ⁴⁾	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ⁵⁾	IFM	Altre imprese finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	1,9	1,9	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	1,5	0,0	-0,5	-0,8	1,9
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	-0,1	2,1
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,4	0,8	0,8	2,7
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,3	0,1	3,0
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,5	-0,6	0,8	3,8
2006	1,6	1,5	0,1	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	-0,1	1,0	-1,2	1,7
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,2	0,2	-0,3	1,3
2008	5,2	5,1	0,1	0,0	0,1	0,4	2,6	-2,0	0,7	0,9	-0,5	4,5
2009	7,1	7,3	-0,2	0,0	0,1	0,6	1,6	4,8	3,0	2,2	0,8	4,1

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

Variazione del debito	Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁷⁾	Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾											Altro ⁹⁾	
		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	Prestiti	Titoli ¹⁰⁾	Azioni e altri titoli di capitale	Dismissioni	Apporti di capitale					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2001	1,9	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,6
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	0,0
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
2005	3,3	-2,6	0,7	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,6	-1,4	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,3	0,1	-0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
2008	5,2	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,8	-0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,1
2009	7,1	-6,3	0,9	1,0	0,3	0,0	0,3	0,4	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0

Fonte: BCE.

- 1) Dati relativi agli Euro 16 e 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) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 6) Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 7) Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- 8) Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- 9) Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 10) Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

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

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

	Totale	Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾	
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004 2° trim.	44,7	43,9	11,9	12,9	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,7
3° trim.	42,8	42,3	10,7	12,8	15,3	1,9	0,7	0,5	0,3	39,1
4° trim.	48,9	48,0	12,9	14,2	16,1	2,9	0,7	1,0	0,4	43,7
2005 1° trim.	42,0	41,5	10,0	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,5
2° trim.	44,3	43,7	11,5	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,1
3° trim.	43,5	42,8	11,1	13,0	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,6
4° trim.	49,0	48,2	13,3	14,2	16,1	2,9	0,8	0,7	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,4	42,0	10,3	13,3	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	38,9
2° trim.	45,3	44,9	12,2	13,5	15,1	1,9	1,3	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,8	43,3	11,6	13,0	15,1	2,0	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,3	48,7	14,0	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,3
2007 1° trim.	42,1	41,8	10,2	13,5	14,7	1,7	0,9	0,4	0,3	38,7
2° trim.	45,5	45,1	12,7	13,5	15,0	1,8	1,4	0,4	0,3	41,4
3° trim.	43,6	43,2	12,2	12,8	14,8	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,6	49,1	14,4	14,1	15,7	3,0	0,9	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,3	42,0	10,7	12,9	14,8	1,7	1,1	0,3	0,2	38,6
2° trim.	44,9	44,6	12,6	12,8	15,0	1,9	1,5	0,4	0,3	40,7
3° trim.	43,3	42,9	11,9	12,5	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,7
4° trim.	49,0	48,5	13,6	13,6	16,3	3,0	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,0	41,9	10,2	12,5	15,4	1,8	1,1	0,2	0,2	38,4
2° trim.	44,4	43,8	11,5	12,6	15,5	2,0	1,4	0,6	0,5	40,1
3° trim.	42,7	42,3	11,0	12,3	15,5	2,0	0,7	0,3	0,3	39,1
4° trim.	48,7	48,0	12,7	13,7	16,4	3,2	0,9	0,7	0,5	43,3
2010 1° trim.	41,6	41,4	10,0	12,3	15,4	1,8	0,9	0,2	0,2	38,0
2° trim.	43,8	43,3	11,5	12,4	15,4	1,9	1,3	0,5	0,3	39,5

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

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004 2° trim.	46,6	43,2	10,3	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,4
3° trim.	46,0	42,6	9,9	4,7	3,1	24,8	21,4	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,2	-0,1
4° trim.	50,8	45,6	10,9	5,7	2,9	26,0	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,7
2° trim.	46,1	42,8	10,2	4,9	3,2	24,5	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,9	1,3
3° trim.	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,6	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,2	0,8
4° trim.	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
2006 1° trim.	45,3	42,1	10,0	4,6	3,0	24,6	21,1	1,2	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2° trim.	45,5	42,2	10,2	4,9	3,1	24,0	21,0	1,1	3,2	2,3	0,9	-0,1	2,9
3° trim.	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,4	1,0	-1,5	1,4
4° trim.	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007 1° trim.	44,2	41,1	9,8	4,5	2,9	23,9	20,4	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,6	41,4	9,9	4,8	3,2	23,5	20,5	1,1	3,2	2,3	0,8	0,9	4,1
3° trim.	44,5	41,1	9,5	4,7	3,0	23,9	20,6	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
4° trim.	50,3	45,2	10,6	5,8	2,8	26,0	22,2	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 1° trim.	44,6	41,5	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
2° trim.	45,3	42,0	10,1	5,0	3,2	23,7	20,6	1,1	3,3	2,3	1,0	-0,4	2,8
3° trim.	45,6	42,0	9,7	4,8	3,1	24,4	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,3	0,8
4° trim.	52,0	46,9	11,0	6,1	2,8	27,0	23,1	1,4	5,1	3,4	1,6	-3,0	-0,3
2009 1° trim.	48,5	45,0	10,6	5,3	2,9	26,3	22,4	1,3	3,4	2,2	1,2	-6,4	-3,6
2° trim.	50,1	46,1	10,9	5,5	3,2	26,6	23,1	1,3	4,0	2,7	1,2	-5,8	-2,6
3° trim.	49,4	45,5	10,4	5,3	2,8	27,1	23,4	1,4	3,9	2,7	1,1	-6,7	-3,9
4° trim.	54,9	49,6	11,5	6,4	2,5	29,2	24,9	1,5	5,4	3,5	1,9	-6,3	-3,7
2010 1° trim.	49,6	46,0	10,5	5,1	2,8	27,5	23,3	1,4	3,6	2,1	1,5	-8,1	-5,2
2° trim.	49,0	45,5	10,7	5,4	3,0	26,4	22,9	1,3	3,4	2,5	1,1	-5,2	-2,2

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

1) I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra il bilancio comunitario e soggetti non facenti parte delle amministrazioni pubbliche non sono incluse. I dati trimestrali, invece, a meno di scadenze diverse per la trasmissione dei dati, sono coerenti con quelli annuali. I dati non sono destagionalizzati.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

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

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

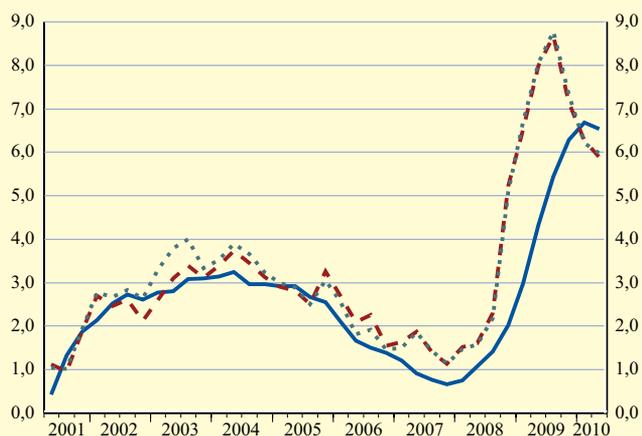
	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2007 3° trim.	67,8	2,1	11,3	5,1	49,3
4° trim.	66,1	2,2	11,1	4,2	48,7
2008 1° trim.	67,1	2,1	11,4	5,0	48,6
2° trim.	67,5	2,1	11,5	4,9	49,0
3° trim.	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
4° trim.	69,8	2,3	11,3	6,7	49,5
2009 1° trim.	73,2	2,3	11,6	7,9	51,5
2° trim.	76,5	2,4	11,9	8,4	53,8
3° trim.	78,3	2,3	12,1	9,2	54,7
4° trim.	79,2	2,4	12,3	8,6	55,9
2010 1° trim.	81,0	2,4	12,5	8,4	57,6
2° trim.	82,4	2,4	13,2	8,0	58,8

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito 1	Disavanzo (-) avanzo (+) 2	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno 11
			Totale 3	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume 9	Altro 10		
				Totale 4	Banconote, monete e depositi 5	Prestiti 6	Titoli 7			Azioni e altri titoli di capitale 8	
2007 3° trim.	-0,6	-0,9	-1,5	-1,4	-2,0	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,2	-0,6
4° trim.	-3,3	-0,7	-4,0	-2,8	-2,1	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-1,1	-3,3
2008 1° trim.	6,4	-2,4	4,0	3,1	1,9	-0,1	0,9	0,3	0,0	0,9	6,4
2° trim.	4,0	-0,4	3,6	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,3	3,9
3° trim.	2,3	-2,3	0,0	-0,8	-1,6	0,0	0,3	0,5	0,4	0,4	1,8
4° trim.	8,2	-3,0	5,1	5,8	0,8	2,5	0,5	1,9	0,0	-0,7	8,2
2009 1° trim.	11,9	-6,4	5,4	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-1,3	0,0	13,1
2° trim.	9,9	-5,8	4,1	3,1	2,3	-0,6	0,2	1,2	0,6	0,5	9,3
3° trim.	4,8	-6,7	-1,9	-2,9	-3,2	0,7	0,0	-0,4	0,2	0,8	4,6
4° trim.	2,3	-6,3	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,3	-1,2	2,5
2010 1° trim.	8,3	-8,1	0,2	0,8	0,8	-0,1	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	8,6
2° trim.	8,3	-5,2	3,1	4,4	2,3	1,9	-0,2	0,4	0,0	-1,3	8,3

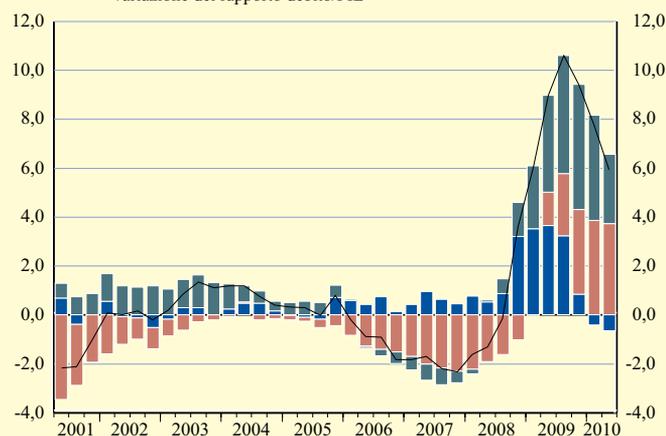
F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito (somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

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



F31 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



Fonti: 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 ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	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
2007	10,7	45,6	46,9	6,3	-88,2	4,6	15,3	-2,6	-90,1	127,1	-66,9	32,3	-5,1	-12,6
2008	-133,9	-18,3	42,1	-58,3	-99,4	9,8	-124,2	116,8	-240,3	303,8	-75,0	131,7	-3,4	7,3
2009	-49,8	39,4	32,2	-28,7	-92,6	6,1	-43,7	31,0	-74,5	264,8	51,5	-215,4	4,6	12,6
2009 3° trim.	-0,4	13,9	11,9	-3,4	-22,7	1,2	0,8	-22,2	-25,7	57,3	2,0	-56,1	0,3	21,4
4° trim.	11,7	19,9	9,1	2,3	-19,6	1,0	12,7	-12,0	11,6	30,7	8,6	-62,9	0,0	-0,7
2010 1° trim.	-21,8	2,7	3,7	7,1	-35,3	2,5	-19,3	22,1	-40,3	16,6	3,9	46,5	-4,6	-2,8
2° trim.	-23,1	3,9	11,9	-18,1	-20,8	1,9	-21,3	46,5	-37,6	101,7	6,5	-25,1	1,0	-25,2
3° trim.	-15,7	7,0	10,1	-5,0	-27,8	1,3	-14,4	24,1	-21,2	10,3	1,7	38,1	-4,9	-9,7
2009 ott.	0,5	8,4	3,1	2,1	-13,1	-0,3	0,3	4,4	7,3	6,7	1,7	-10,7	-0,7	-4,6
nov.	-0,6	5,3	1,1	-0,9	-6,1	0,9	0,3	6,0	-4,8	-0,9	0,8	9,3	1,5	-6,3
dic.	11,8	6,2	5,0	1,2	-0,5	0,4	12,2	-22,3	9,1	24,9	6,1	-61,6	-0,8	10,2
2010 gen.	-13,6	-7,6	0,7	2,0	-8,6	1,5	-12,1	22,2	-5,0	26,9	3,9	-5,2	1,5	-10,1
feb.	-7,2	4,3	1,2	3,6	-16,3	0,8	-6,4	-0,5	-3,3	-6,6	0,3	12,8	-3,6	6,9
mar.	-1,0	6,0	1,8	1,5	-10,4	0,2	-0,8	0,4	-32,0	-3,6	-0,3	38,9	-2,5	0,4
apr.	-6,4	1,1	2,9	-2,3	-8,2	-0,4	-6,8	16,5	-14,5	45,7	0,3	-15,0	-0,1	-9,7
mag.	-17,3	-1,2	3,9	-13,9	-6,1	1,8	-15,5	24,9	-12,1	63,0	-0,4	-25,5	-0,1	-9,3
giu.	0,6	3,9	5,0	-1,9	-6,5	0,4	1,1	5,1	-11,0	-7,0	6,5	15,4	1,1	-6,2
lug.	3,4	7,6	4,0	-0,7	-7,5	1,6	4,9	4,8	-0,6	-17,0	1,0	24,5	-3,1	-9,8
ago.	-10,6	-4,3	2,7	0,3	-9,4	0,3	-10,3	10,4	-11,1	11,5	3,9	7,6	-1,6	-0,1
set.	-8,5	3,7	3,4	-4,7	-10,9	-0,5	-9,0	8,8	-9,6	15,7	-3,2	6,1	-0,2	0,1
ott.	-2,3	6,7	1,7	0,8	-11,4	0,0	-2,2	-0,1	-10,3	14,0	-8,3	4,8	-0,2	2,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2010 ott.	-51,7	31,7	33,4	-14,9	-101,9	7,0	-44,7	76,2	-105,1	166,6	10,7	12,1	-8,1	-31,5
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2010 ott.	-0,6	0,3	0,4	-0,2	-1,1	0,1	-0,5	0,8	-1,2	1,8	0,1	0,1	-0,1	-0,3

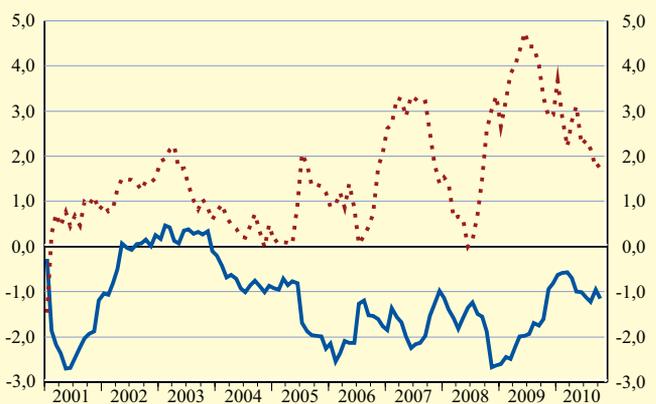
F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale sul PIL)

— saldi di conto corrente



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)

— investimenti diretti netti
- - - investimenti di portafoglio netti



Fonte:

1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

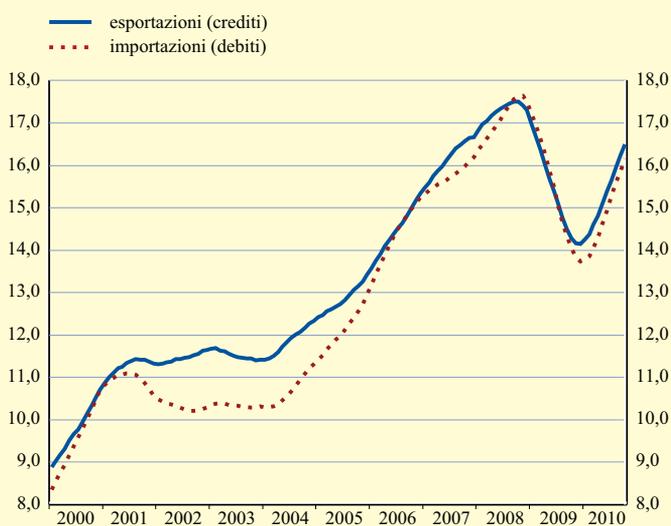
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale				
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti					
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Credito		Debiti			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Rimesse dei lavoratori	11	Rimesse dei lavoratori	12	13	14	15
2007	2.707,8	2.697,2	10,7	1.518,8	1.473,2	494,2	447,2	604,0	597,7	90,9	6,4	179,0	20,7	25,6	21,0
2008	2.728,6	2.862,5	-133,9	1.580,9	1.599,2	513,0	470,9	546,0	604,3	88,6	6,8	188,1	21,6	24,4	14,7
2009	2.259,1	2.308,9	-49,8	1.291,3	1.251,9	469,0	436,8	405,8	434,6	93,0	6,0	185,6	22,4	19,6	13,5
2009 3° trim.	555,2	555,6	-0,4	322,6	308,8	124,3	112,4	93,3	96,7	15,0	1,6	37,7	5,7	3,8	2,7
4° trim.	599,2	587,5	11,7	348,6	328,7	120,8	111,7	97,8	95,5	32,0	1,5	51,6	5,8	6,0	5,0
2010 1° trim.	580,0	601,8	-21,8	348,6	345,9	111,0	107,3	99,2	92,0	21,3	1,4	56,6	5,2	5,3	2,8
2° trim.	637,8	660,9	-23,1	386,4	382,5	127,2	115,3	106,8	124,8	17,4	1,6	38,3	5,3	5,1	3,2
3° trim.	645,9	661,6	-15,7	402,0	395,0	133,4	123,3	96,2	101,2	14,3	.	42,1	.	4,4	3,0
2010 ago.	201,7	212,3	-10,6	122,6	126,8	43,8	41,1	30,6	30,3	4,8	.	14,1	.	1,1	0,9
set.	221,1	229,5	-8,5	139,5	135,8	43,9	40,5	32,9	37,6	4,7	.	15,7	.	0,8	1,3
ott.	220,2	222,5	-2,3	141,6	134,9	42,4	40,7	31,6	30,8	4,6	.	16,0	.	1,1	1,1
	Dati destagionalizzati														
2010 1° trim.	608,1	610,1	-1,9	365,0	349,7	121,9	113,4	102,5	100,2	18,7	.	46,8	.	.	.
2° trim.	636,8	646,6	-9,8	387,5	380,8	127,4	117,4	102,0	103,1	20,0	.	45,3	.	.	.
3° trim.	639,1	660,5	-21,4	392,9	388,7	124,0	117,8	100,4	107,9	21,8	.	46,1	.	.	.
2010 ago.	212,9	219,8	-6,9	131,0	130,8	41,0	39,2	33,2	34,5	7,7	.	15,3	.	.	.
set.	211,5	221,2	-9,7	130,2	128,1	41,3	39,2	33,0	38,4	7,0	.	15,5	.	.	.
ott.	215,3	225,1	-9,8	132,7	134,6	41,7	40,0	33,2	35,5	7,8	.	15,0	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2010 ott.	2.484,3	2.533,6	-49,3	1.503,9	1.473,3	494,2	461,1	400,9	415,4	85,3	.	183,8	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2010 ott.	27,3	27,8	-0,5	16,5	16,2	5,4	5,1	4,4	4,6	0,9	.	2,0	.	.	.

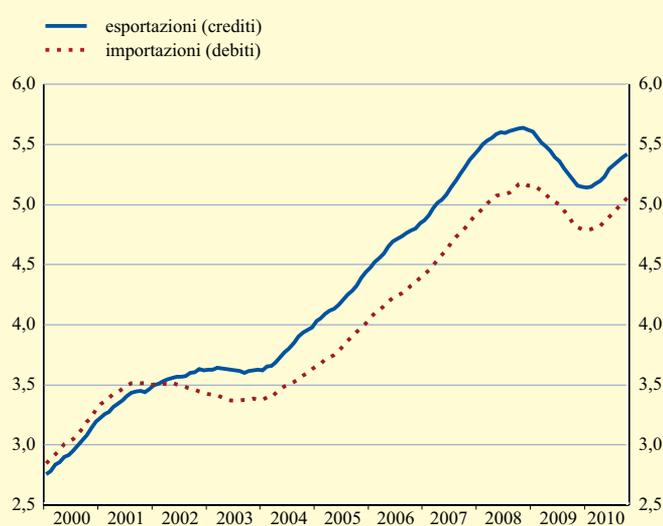
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

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



F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

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



Fonte: BCE.

7.2 Conto corrente e conto capitale

(miliardi di euro)

2. Conto dei redditi

(transazioni)

	Redditi da lavoro dipendente		Redditi da capitale													
	Crediti	Debiti	Totale		Investimenti diretti						Investimenti di portafoglio				Altri investimenti	
			Crediti	Debiti	Su azioni e altre partecipazioni				Su debito		Dividendi		Interessi		Crediti	Debiti
					Crediti	Debiti	Utili reinvestiti	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti			Debiti
1	2	3	4	5											6	7		8	9	10	11	12	13	14	15	16
2007	18,8	11,2	585,2	586,4	212,4	71,3	137,2	42,8	28,6	26,8	45,3	113,8	118,7	110,6	180,3	197,9
2008	19,1	11,8	526,9	592,5	155,5	12,6	127,1	27,0	30,7	25,9	43,2	120,5	125,0	123,7	172,5	195,2
2009	19,2	12,9	386,7	421,7	133,9	8,5	100,5	17,4	20,3	22,3	27,3	76,7	102,3	129,0	102,9	93,2
2009 2° trim.	4,7	2,9	102,7	133,4	36,1	-2,3	29,7	0,8	5,5	7,4	8,5	37,1	25,2	33,1	27,5	26,1
3° trim.	4,7	3,8	88,6	92,9	30,1	6,2	24,2	5,7	4,4	4,6	6,4	13,3	25,7	32,1	21,9	18,7
4° trim.	5,1	3,9	92,8	91,7	35,4	0,0	24,5	0,6	5,3	5,1	6,0	13,9	24,5	30,0	21,6	18,2
2010 1° trim.	4,9	2,2	94,3	89,8	39,0	-1,4	25,0	3,4	4,5	4,3	6,0	12,0	25,0	32,3	19,8	16,2
2° trim.	4,8	2,7	102,0	122,1	41,6	-5,7	28,6	-3,3	4,7	5,0	9,8	38,5	26,1	33,3	19,7	16,6

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2009 al 2° trim. 2010	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Crediti															
Conto corrente	2.372,2	814,3	45,8	72,0	393,2	245,2	58,2	41,4	31,1	101,1	33,1	49,0	76,3	176,2	317,6	732,1
Beni	1.406,2	458,6	28,2	46,1	193,6	190,5	0,2	23,2	16,7	82,9	24,6	31,4	54,9	88,9	164,2	460,7
Servizi	483,3	160,5	10,8	12,9	104,1	26,9	5,7	7,3	7,0	13,2	6,7	10,8	14,2	51,1	72,1	140,5
Redditi	397,1	133,7	6,1	11,8	83,9	24,4	7,6	10,4	6,6	4,8	1,7	6,5	6,8	28,8	76,4	121,3
Redditi da capitale	377,6	127,0	6,0	11,6	82,2	23,7	3,4	10,4	6,6	4,7	1,7	6,4	6,7	21,2	74,5	118,3
Trasferimenti correnti	85,6	61,5	0,6	1,2	11,6	3,3	44,8	0,4	0,9	0,3	0,1	0,3	0,4	7,3	4,9	9,6
Conto capitale	20,3	17,0	0,0	0,0	0,9	0,3	15,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	2,3
	Debiti															
Conto corrente	2.405,8	762,3	40,3	67,3	334,2	222,8	97,7	-	25,6	-	-	85,8	-	160,3	314,6	-
Beni	1.365,9	389,3	26,3	40,4	147,0	175,6	0,0	22,1	10,8	170,0	20,1	44,9	94,4	75,9	119,4	418,9
Servizi	446,8	133,2	7,3	10,2	83,0	32,4	0,2	5,5	5,8	10,8	4,7	8,1	8,4	42,6	93,3	134,4
Redditi	409,0	128,5	6,0	15,6	91,2	10,5	5,3	-	7,2	-	-	32,4	-	35,2	95,6	-
Redditi da capitale	396,5	120,7	5,9	15,5	89,3	4,7	5,3	-	7,1	-	-	32,3	-	34,6	94,5	-
Trasferimenti correnti	184,2	111,3	0,7	1,1	13,0	4,3	92,1	1,5	1,8	2,8	0,7	0,4	0,6	6,6	6,3	52,2
Conto capitale	13,7	2,4	0,1	0,1	0,9	0,2	1,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	1,2	9,0
	Saldo															
Conto corrente	-33,6	52,1	5,5	4,7	59,0	22,4	-39,4	-	5,5	-	-	-36,8	-	15,9	2,9	-
Beni	40,3	69,3	1,9	5,7	46,6	15,0	0,2	1,1	5,8	-87,2	4,5	-13,5	-39,4	13,0	44,8	41,8
Servizi	36,5	27,2	3,5	2,7	21,1	-5,5	5,5	1,8	1,2	2,3	2,1	2,7	5,8	8,5	-21,2	6,1
Redditi	-12,0	5,2	0,2	-3,8	-7,3	14,0	2,2	-	-0,6	-	-	-25,9	-	-6,4	-19,2	-
Redditi da capitale	-18,8	6,3	0,2	-3,9	-7,1	18,9	-1,9	-	-0,5	-	-	-25,8	-	-13,3	-20,0	-
Trasferimenti correnti	-98,5	-49,7	-0,1	0,1	-1,4	-1,0	-47,3	-1,1	-0,9	-2,6	-0,7	-0,1	-0,2	0,7	-1,5	-42,6
Conto capitale	6,6	14,6	-0,1	-0,1	0,0	0,1	14,7	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-6,7

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2006	12.384,3	13.399,8	-1.015,5	144,7	156,5	-11,9	3.153,4	2.729,4	4.372,1	5.950,0	-20,8	4.553,8	4.720,4	325,8
2007	13.994,5	15.268,8	-1.274,3	155,2	169,3	-14,1	3.725,2	3.215,5	4.630,1	6.541,2	-28,9	5.321,0	5.512,2	347,2
2008	13.344,9	14.985,6	-1.640,7	144,3	162,1	-17,7	3.888,0	3.313,4	3.727,4	5.941,5	-29,8	5.385,1	5.730,6	374,2
2009	13.760,1	15.208,0	-1.447,8	153,6	169,8	-16,2	4.261,0	3.472,5	4.225,8	6.741,2	-45,4	4.856,4	4.994,2	462,4
2010 1° trim.	14.413,1	15.737,6	-1.324,6	160,5	175,2	-14,7	4.375,9	3.486,5	4.493,4	7.048,2	-39,0	5.084,1	5.202,9	498,7
2° trim.	14.932,8	16.055,1	-1.122,3	165,0	177,4	-12,4	4.525,2	3.520,8	4.614,0	7.138,5	-49,8	5.260,1	5.395,8	583,3
Variazioni nelle consistenze														
2006	1.545,8	1.845,7	-299,9	18,1	21,6	-3,5	362,6	285,1	484,6	892,2	0,6	692,3	668,4	5,7
2007	1.610,2	1.869,0	-258,8	17,9	20,7	-2,9	571,8	486,1	258,0	591,2	-8,2	767,2	791,8	21,4
2008	-649,6	-283,2	-366,4	-7,0	-3,1	-4,0	162,9	98,0	-902,7	-599,6	-0,9	64,1	218,5	27,0
2009	415,2	222,3	192,9	4,6	2,5	2,2	372,9	159,1	498,4	799,6	-15,6	-528,7	-736,4	88,2
2010 1° trim.	653,0	529,7	123,3	29,6	24,0	5,6	114,9	14,0	267,6	307,0	6,4	227,8	208,7	36,3
2° trim.	519,7	317,5	202,2	22,6	13,8	8,8	149,4	34,3	120,6	90,3	-10,8	176,0	192,9	84,7
Transazioni														
2006	1.728,6	1.719,1	9,4	20,2	20,1	0,1	417,6	257,4	519,8	708,5	0,6	789,3	753,2	1,3
2007	1.942,6	1.940,0	2,6	21,5	21,5	0,0	511,5	421,4	438,9	566,1	66,9	920,2	952,6	5,1
2008	407,8	524,7	-116,8	4,4	5,7	-1,3	333,7	93,4	-15,0	288,9	75,0	10,8	142,4	3,4
2009	-213,4	-182,3	-31,0	-2,4	-2,0	-0,3	288,3	213,8	78,6	343,4	-51,5	-524,2	-739,6	-4,6
2010 1° trim.	182,8	204,9	-22,1	8,3	9,3	-1,0	38,8	-1,5	61,0	77,6	-3,9	82,3	128,8	4,6
2° trim.	67,3	113,8	-46,5	2,9	4,9	-2,0	60,2	22,7	-16,3	85,4	-6,5	30,9	5,8	-1,0
3° trim.	97,0	121,1	-24,1	4,2	5,3	-1,0	28,3	7,0	59,3	69,6	-1,7	6,3	44,5	4,9
2010 giu.	-154,9	-149,8	-5,1	.	.	.	14,5	3,5	-5,9	-13,0	-6,5	-155,8	-140,3	-1,1
lug.	-13,5	-8,6	-4,8	.	.	.	8,4	7,9	21,3	4,4	-1,0	-45,3	-20,9	3,1
ago.	115,3	125,7	-10,4	.	.	.	15,9	4,8	22,7	34,3	-3,9	79,1	86,6	1,6
set.	-4,8	4,0	-8,8	.	.	.	4,0	-5,6	15,3	31,0	3,2	-27,4	-21,3	0,2
ott.	66,9	66,8	0,1	.	.	.	-17,3	-27,6	45,6	59,6	8,3	30,0	34,8	0,2
Altre variazioni														
2006	-182,7	126,6	-309,3	-2,1	1,5	-3,6	-55,0	27,7	-35,2	183,7	0,0	-97,0	-84,8	4,4
2007	-332,4	-71,0	-261,4	-3,7	-0,8	-2,9	60,3	64,7	-180,9	25,1	-75,1	-153,0	-160,8	16,3
2008	-1.057,4	-807,8	-249,6	-11,4	-8,7	-2,7	-170,8	4,6	-887,8	-888,5	-75,8	53,3	76,0	23,7
2009	628,6	404,7	223,9	7,0	4,5	2,5	84,7	-54,7	419,8	456,2	35,9	-4,5	3,2	92,7
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
2006	-343,3	-228,5	-114,8	-4,0	-2,7	-1,3	-72,1	-4,2	-151,6	-101,1	.	-105,7	-123,2	-13,9
2007	-521,9	-339,5	-182,4	-5,8	-3,8	-2,0	-104,1	-17,1	-217,4	-146,9	.	-186,7	-175,5	-13,7
2008	-39,4	55,1	-94,5	-0,4	0,6	-1,0	-20,1	-9,6	6,8	47,4	.	-35,4	17,3	9,2
2009	-45,8	-49,7	3,9	-0,5	-0,6	0,0	-4,8	1,7	-28,4	-27,5	.	-10,1	-23,9	-2,5
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
2006	288,6	298,4	-9,8	3,4	3,5	-0,1	45,4	33,5	226,0	264,9	0,0	.	.	17,1
2007	78,7	113,4	-34,7	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.021,5	-1.018,4	-3,1	-11,0	-11,0	0,0	-154,5	-94,8	-812,8	-923,6	-75,8	.	.	21,5
2009	622,1	494,0	128,1	6,9	5,5	1,4	137,9	44,5	402,2	449,5	35,9	.	.	46,1
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2006	-128,1	56,7	-184,7	-1,5	0,7	-2,2	-28,3	-1,6	-109,6	19,8	.	8,7	38,4	1,2
2007	110,8	155,1	-44,3	1,2	1,7	-0,5	119,2	76,0	-40,8	64,4	.	33,7	14,7	-1,3
2008	3,5	155,5	-152,0	0,0	1,7	-1,6	3,8	109,0	-81,8	-12,3	.	88,7	58,8	-7,1
2009	52,3	-39,6	91,9	0,6	-0,4	1,0	-48,5	-100,9	46,0	34,3	.	5,6	27,0	49,2
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
2006	16,1	14,8	-	.	.	.	15,0	10,5	13,6	13,7	.	20,5	18,7	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,3	20,2	1,6
2008	2,9	3,4	-	.	.	.	9,1	2,9	-0,6	4,6	.	0,2	2,7	1,0
2009	-1,6	-1,2	-	.	.	.	7,4	6,6	2,0	5,8	.	-9,7	-12,8	-1,2
2010 1° trim.	1,1	1,1	-	.	.	.	5,7	5,5	4,6	6,2	.	-4,2	-7,0	1,3
2° trim.	2,2	2,2	-	.	.	.	5,2	3,6	3,4	5,3	.	-0,5	-2,3	0,7
3° trim.	2,8	3,0	-	.	.	.	4,1	2,6	3,2	4,4	.	1,8	1,6	1,6

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2008	3.888,0	3.015,7	213,1	2.802,6	872,3	13,0	859,4	3.313,4	2.354,7	64,5	2.290,1	958,8	18,3	940,4
2009	4.261,0	3.290,8	227,5	3.063,3	970,2	14,4	955,8	3.472,5	2.526,0	76,3	2.449,7	946,6	17,8	928,8
2010 1° trim.	4.375,9	3.380,3	243,3	3.137,0	995,6	15,1	980,5	3.486,5	2.611,7	80,4	2.531,2	874,8	17,8	857,1
2° trim.	4.525,2	3.477,8	255,2	3.222,6	1.047,5	16,5	1.031,0	3.520,8	2.629,5	80,3	2.549,2	891,3	16,1	875,2
Transazioni														
2007	511,5	388,8	18,9	369,8	122,8	-0,1	122,9	421,4	314,6	5,3	309,3	106,8	1,4	105,4
2008	333,7	214,3	20,4	193,9	119,4	-0,3	119,7	93,4	70,0	-1,2	71,2	23,4	1,6	21,8
2009	288,3	215,7	15,4	200,3	72,6	3,4	69,2	213,8	214,9	7,4	207,5	-1,1	-0,6	-0,5
2010 1° trim.	38,8	8,8	6,1	2,7	30,0	0,2	29,7	-1,5	60,7	1,5	59,2	-62,2	-0,2	-62,0
2° trim.	60,2	17,4	-0,7	18,0	42,9	0,5	42,4	22,7	11,7	2,2	9,5	11,0	-2,4	13,4
3° trim.	28,3	27,0	1,2	25,8	1,3	0,3	1,0	7,0	-1,9	1,5	-3,4	8,9	-0,3	9,2
2010 giu.	14,5	-1,9	0,1	-2,0	16,4	0,0	16,5	3,5	2,4	0,9	1,5	1,1	-2,2	3,3
lug.	8,4	7,8	0,3	7,5	0,6	0,2	0,4	7,9	6,8	1,0	5,7	1,1	-0,8	1,9
ago.	15,9	20,7	0,5	20,2	-4,8	-0,1	-4,8	4,8	4,6	0,1	4,5	0,2	0,8	-0,6
set.	4,0	-1,5	0,4	-1,9	5,5	0,1	5,4	-5,6	-13,3	0,4	-13,7	7,6	-0,3	8,0
ott.	-17,3	-35,4	-1,8	-33,6	18,0	0,1	17,9	-27,6	-35,9	0,2	-36,1	8,3	2,3	6,0
Tassi di crescita														
2008	9,1	7,3	9,1	7,2	15,9	-1,0	16,2	2,9	2,9	-1,7	3,1	2,9	9,2	2,8
2009	7,4	7,1	7,3	7,1	8,3	26,3	8,1	6,6	9,3	11,3	9,2	-0,1	-3,2	-0,1
2010 1° trim.	5,7	5,9	5,3	6,0	5,1	20,1	4,8	5,5	10,3	11,7	10,3	-6,7	-4,9	-6,8
2° trim.	5,2	3,9	1,9	4,1	9,3	19,0	9,1	3,6	7,3	12,6	7,2	-5,9	-19,3	-5,6
3° trim.	4,1	3,3	2,8	3,4	6,9	18,9	6,7	2,6	5,7	10,9	5,6	-5,5	-16,1	-5,3

F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

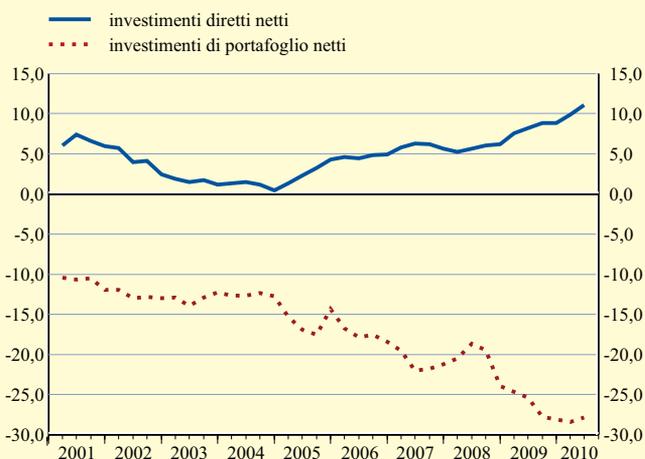
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

F37 Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio

(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

3. Investimenti di portafoglio: attività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito					Strumenti di mercato monetario				
		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM				
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	3.727,4	1.128,6	68,4	3,0	1.060,1	27,1	2.164,2	965,0	20,0	1.199,2	18,4	434,6	358,0	61,6	76,6	1,3
2009	4.225,8	1.488,5	76,2	3,4	1.412,3	34,4	2.339,3	917,5	17,0	1.421,8	36,4	398,0	327,2	44,9	70,8	2,0
2010 1° trim.	4.493,4	1.641,9	90,7	3,6	1.551,2	39,1	2.439,3	934,8	17,3	1.504,5	36,4	412,3	342,0	41,0	70,3	0,6
2° trim.	4.614,0	1.648,2	80,4	3,5	1.567,8	43,6	2.538,5	931,2	16,9	1.607,3	45,9	427,3	336,4	43,6	90,9	0,3
Transazioni																
2007	438,9	62,5	26,7	0,0	35,7	8,2	293,2	148,0	4,9	145,2	3,3	83,3	63,4	26,3	19,8	0,8
2008	-15,0	-106,5	-36,0	0,6	-70,5	-0,2	81,2	40,9	3,2	40,3	2,6	10,3	35,1	15,1	-24,8	0,4
2009	78,6	45,5	-3,6	-0,2	49,1	1,5	24,7	-99,9	-3,4	124,7	17,6	8,4	11,7	-12,7	-3,3	1,0
2010 1° trim.	61,0	36,4	9,5	0,0	26,8	1,0	46,5	3,2	0,2	43,3	-1,6	-21,9	-19,1	-6,1	-2,8	-1,5
2° trim.	-16,3	-7,9	-5,9	-0,2	-2,0	2,7	-2,5	-36,4	-0,7	33,8	0,6	-5,9	-17,1	-2,6	11,2	-0,3
3° trim.	59,3	8,9	-0,9	0,0	9,8	.	4,3	-36,9	1,2	41,2	.	46,1	47,1	6,2	-0,9	.
2010 giu.	-5,9	3,0	-2,6	0,0	5,6	.	0,0	-9,4	-2,7	9,4	.	-9,0	-7,8	-6,1	-1,2	.
lug.	21,3	-1,7	-4,0	0,0	2,3	.	-2,7	-14,1	-0,4	11,4	.	25,8	13,8	-3,6	12,0	.
ago.	22,7	-0,1	-2,2	0,0	2,1	.	13,8	-1,5	0,8	15,3	.	9,0	24,2	4,9	-15,2	.
set.	15,3	10,7	5,3	0,0	5,4	.	-6,8	-21,4	0,7	14,6	.	11,4	9,1	4,9	2,3	.
ott.	45,6	13,3	0,8	0,0	12,5	.	24,5	-46,2	-0,5	70,7	.	7,9	1,6	-3,0	6,3	.
Tassi di crescita																
2008	-0,6	-6,4	-27,8	24,6	-4,8	-0,4	3,6	4,2	20,3	3,1	15,7	2,8	12,0	41,9	-27,7	71,1
2009	2,0	3,3	-5,6	-7,2	3,8	5,4	1,0	-10,2	-17,1	10,2	95,3	1,4	2,6	-22,0	-4,5	73,1
2010 1° trim.	4,6	9,2	19,1	-7,0	8,7	7,0	4,4	-5,5	-5,1	12,0	-10,5	-9,3	-9,1	-32,1	-10,5	-67,0
2° trim.	3,4	8,3	11,3	-10,9	8,1	12,3	4,3	-6,1	-10,0	11,5	-8,6	-14,8	-17,5	-34,3	-2,2	-81,5
3° trim.	3,2	5,1	3,8	-12,1	5,2	.	2,9	-9,2	0,4	11,0	.	-1,8	-3,7	-4,6	8,4	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito				Strumenti di mercato monetario			
		Totale	IFM	non IFM	Totale	IFM	non IFM		Totale	IFM	non IFM	
							Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche			Amministrazioni pubbliche	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	5.941,5	2.186,0	616,9	1.569,1	3.373,3	1.198,2	2.175,1	1.428,2	382,3	62,0	320,3	271,7
2009	6.741,2	2.752,2	686,6	2.065,6	3.461,6	1.132,1	2.329,5	1.478,0	527,3	67,8	459,5	425,0
2010 1° trim.	7.048,2	2.829,3	665,4	2.163,9	3.683,2	1.160,2	2.522,9	1.617,8	535,8	99,0	436,8	395,8
2° trim.	7.138,5	2.781,1	682,3	2.098,8	3.857,3	1.176,8	2.680,6	1.748,3	500,1	79,7	420,4	380,8
Transazioni												
2007	566,1	164,4	34,0	130,4	341,1	154,4	186,7	126,5	60,5	52,1	8,4	20,8
2008	288,9	-101,1	84,4	-185,6	209,2	7,3	202,0	185,6	180,7	-33,4	214,1	191,4
2009	343,4	82,7	3,6	79,0	141,8	6,0	135,8	98,0	119,0	-14,9	133,8	157,5
2010 1° trim.	77,6	0,3	-16,7	17,0	70,4	14,7	55,7	82,0	6,9	37,0	-30,1	-21,3
2° trim.	85,4	3,8	2,0	1,7	90,4	-7,0	97,4	103,6	-8,8	-9,4	0,6	-6,8
3° trim.	69,6	36,2	16,9	19,3	-20,1	8,8	-28,9	.	53,6	15,7	37,8	.
2010 giu.	-13,0	22,5	13,9	8,5	-0,7	-11,6	10,8	.	-34,7	-14,8	-19,9	.
lug.	4,4	4,9	5,3	-0,3	-37,2	-7,8	-29,5	.	36,7	13,9	22,8	.
ago.	34,3	25,4	17,0	8,5	-8,5	13,0	-21,5	.	17,3	-4,6	21,9	.
set.	31,0	5,8	-5,4	11,2	25,6	3,6	22,0	.	-0,4	6,4	-6,9	.
ott.	59,6	42,2	6,9	35,3	12,6	9,9	2,7	.	4,8	0,9	3,9	.
Tassi di crescita												
2008	4,6	-4,2	14,9	-8,6	7,0	0,7	11,0	16,8	75,6	-24,9	207,5	255,5
2009	5,8	3,6	0,6	4,7	4,2	0,5	6,2	6,9	31,2	-32,0	41,6	58,2
2010 1° trim.	6,2	6,1	-2,3	9,4	4,2	2,9	4,8	9,9	25,5	75,5	15,2	23,3
2° trim.	5,3	4,5	-2,1	7,0	5,1	1,9	6,5	12,4	13,5	73,0	4,6	9,1
3° trim.	4,4	2,7	-0,8	3,9	4,4	1,7	5,7	.	14,4	135,5	2,5	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

5. Altri investimenti: attività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2008	5.385,1	28,8	27,7	1,0	3.273,5	3.214,3	59,2	90,7	12,3	42,6	8,8	1.992,1	188,5	1.610,1	432,1
2009	4.856,4	29,7	29,4	0,3	2.837,3	2.806,8	30,5	109,0	8,4	63,6	11,3	1.880,4	192,0	1.504,1	398,5
2010 1° trim.	5.084,1	24,1	23,8	0,3	2.971,9	2.938,2	33,7	106,6	8,4	59,6	7,8	1.981,4	196,5	1.576,6	413,2
2° trim.	5.260,1	24,3	24,0	0,3	3.079,5	3.045,1	34,3	114,4	8,6	65,7	13,0	2.041,9	209,3	1.622,9	439,8
Transazioni															
2007	920,2	22,0	22,0	0,0	538,1	530,9	7,2	-7,8	-1,4	-7,4	-5,5	367,9	14,0	340,8	64,7
2008	10,8	-9,3	-9,3	0,0	-42,1	-58,7	16,6	-5,7	-1,1	-6,0	-4,8	67,9	0,2	62,1	-61,7
2009	-524,2	-0,3	-0,3	0,0	-421,6	-401,2	-20,5	10,9	-0,4	9,5	1,3	-113,2	-1,4	-115,6	-55,7
2010 1° trim.	82,3	-7,0	-7,0	0,0	55,7	52,6	3,2	-6,9	-0,1	-7,7	-3,7	40,5	1,7	26,5	1,3
2° trim.	30,9	-3,4	-3,4	0,0	2,4	-5,0	7,4	5,7	0,0	5,5	5,2	26,1	9,4	18,8	6,6
3° trim.	6,3	1,6	.	.	-17,0	.	.	5,0	.	.	-2,0	16,7	.	.	16,1
2010 giu.	-155,8	-0,6	.	.	-140,3	.	.	0,4	.	.	0,2	-15,3	.	.	-13,5
lug.	-45,3	2,0	.	.	-51,0	.	.	6,3	.	.	-1,5	-2,7	.	.	-0,4
ago.	79,1	-0,9	.	.	71,6	.	.	0,6	.	.	1,0	7,9	.	.	16,3
set.	-27,4	0,5	.	.	-37,6	.	.	-1,8	.	.	-1,5	11,5	.	.	0,3
ott.	30,0	-2,1	.	.	14,5	.	.	26,1	.	.	-0,6	-8,4	.	.	6,2
Tassi di crescita															
2008	0,2	-26,0	-26,7	5,0	-1,3	-1,8	23,5	-6,1	-8,9	-12,3	-35,2	3,7	0,1	4,2	-14,0
2009	-9,7	-1,8	-2,7	0,2	-12,8	-12,4	-36,9	11,4	-3,4	19,5	12,9	-5,7	-0,8	-7,3	-13,3
2010 1° trim.	-4,2	-2,5	-2,5	1,6	-4,0	-3,6	-27,8	-2,6	-3,8	-7,8	-62,2	-4,6	1,9	-6,9	-14,7
2° trim.	-0,5	-36,7	-37,0	-2,5	-1,0	-1,2	17,7	6,5	-3,9	10,4	-13,6	0,5	5,5	-0,6	-8,2
3° trim.	1,8	-13,2	.	.	1,2	.	.	9,6	.	.	5,1	2,4	.	.	-2,3

6. Altri investimenti: passività

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2008	5.730,6	497,5	497,2	0,3	3.756,8	3.702,9	53,9	62,0	0,0	58,0	4,0	1.414,3	177,8	1.058,0	178,5
2009	4.994,2	267,2	266,8	0,3	3.392,6	3.354,1	38,5	71,1	0,0	67,1	4,0	1.263,3	175,0	909,9	178,5
2010 1° trim.	5.202,9	267,1	266,4	0,8	3.578,2	3.534,8	43,4	77,5	0,0	72,9	4,6	1.280,1	177,4	911,3	191,4
2° trim.	5.395,8	275,6	274,9	0,7	3.718,2	3.669,2	49,0	86,3	0,0	81,1	5,1	1.315,7	186,8	946,9	182,0
Transazioni															
2007	952,6	90,4	90,4	0,0	621,3	616,6	4,6	-0,9	0,0	-2,0	1,1	241,8	10,0	232,9	-1,0
2008	142,4	282,3	282,2	0,1	-174,9	-186,1	11,2	9,4	0,0	10,8	-1,4	25,6	9,5	16,1	-0,1
2009	-739,6	-232,5	-232,6	0,2	-353,5	-342,1	-11,3	11,4	0,0	11,6	-0,1	-165,1	-2,3	-147,9	-14,9
2010 1° trim.	128,8	-5,3	-5,7	0,4	104,1	99,2	4,9	4,5	0,0	4,9	-0,4	25,5	-0,4	17,0	8,9
2° trim.	5,8	-0,3	-0,3	0,0	-12,8	-14,1	1,3	8,8	0,0	7,8	1,0	10,0	8,0	2,9	-0,9
3° trim.	44,5	-2,6	.	.	2,6	.	.	5,1	.	.	.	39,4	.	.	.
2010 giu.	-140,3	-12,1	.	.	-140,8	.	.	0,2	.	.	.	12,3	.	.	.
lug.	-20,9	-1,1	.	.	-32,7	.	.	1,0	.	.	.	11,9	.	.	.
ago.	86,6	-2,3	.	.	73,0	.	.	0,7	.	.	.	15,2	.	.	.
set.	-21,3	0,8	.	.	-37,7	.	.	3,4	.	.	.	12,2	.	.	.
ott.	34,8	0,5	.	.	38,8	.	.	6,9	.	.	.	-11,4	.	.	.
Tassi di crescita															
2008	2,7	132,9	133,0	20,8	-4,4	-4,7	17,9	18,1	-17,8	23,0	-24,7	1,9	5,6	1,6	-0,7
2009	-12,8	-46,5	-46,6	42,3	-9,4	-9,2	-20,3	18,3	-148,2	19,7	-3,9	-11,5	-1,3	-13,8	-7,9
2010 1° trim.	-7,0	-37,0	-37,1	81,0	-3,7	-3,6	-8,2	-3,7	-141,7	-4,4	11,8	-7,1	0,1	-9,2	-2,0
2° trim.	-2,3	-19,5	-19,6	106,2	-1,9	-2,1	20,1	11,8	-143,4	11,5	13,6	0,1	4,1	-0,1	-2,8
3° trim.	1,6	-7,6	.	.	0,3	.	.	17,7	.	.	.	6,5	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni nel periodo)

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria					
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera								Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli				Strumenti finanziari derivati						
		1	2				3	4	5	6	7	8						9	10	11	12	13
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																		
2007	347,2	201,0	353,688	4,6	3,6	138,0	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,3	0,0	44,3	-38,5	5,3		
2008	374,2	217,0	349,207	4,7	7,3	145,1	7,6	8,1	129,5	0,6	111,3	17,6	0,0	0,0	262,8	-245,7	5,5		
2009	462,4	266,1	347,180	50,8	10,5	134,9	11,7	8,1	115,2	0,5	92,0	22,7	-0,1	0,0	32,1	-24,2	51,2		
2010 1° trim.	498,7	287,3	347,176	52,7	12,4	146,3	9,9	10,6	126,1	0,6	99,6	26,0	-0,3	0,0	28,8	-23,0	53,0		
2° trim.	583,3	351,9	347,156	56,3	16,3	158,8	9,2	13,0	136,8	0,6	110,8	25,5	-0,2	0,0	32,7	-24,2	56,7		
2010 ott. nov.	555,6	337,2	346,994	53,0	15,1	150,3	5,9	19,0	125,0	-	-	-	0,3	0,0	25,9	-23,7	53,4		
	597,5	369,3	346,991	54,8	15,2	158,1	6,0	20,2	132,2	-	-	-	-0,3	0,0	25,9	-24,0	55,2		
	Transazioni																		
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-	-		
2008	3,4	-2,7	-	-0,1	3,8	2,4	5,0	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,0	-	-	-		
2009	-4,6	-2,0	-	0,5	3,4	-6,4	3,1	-1,2	-9,5	0,0	-14,1	4,6	1,2	0,0	-	-	-		
2010 1° trim.	4,6	0,0	-	-0,2	1,8	3,1	-2,5	2,0	3,6	0,0	1,9	1,7	-0,1	0,0	-	-	-		
2° trim.	-1,0	0,0	-	0,1	3,0	-4,0	-2,0	1,3	-3,2	0,0	0,0	-3,1	-0,1	0,0	-	-	-		
3° trim.	4,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
	Tassi di crescita																		
2006	0,3	-2,4	-	11,6	-49,0	7,7	-48,4	12,7	13,4	0,0	29,2	-15,3	-	-	-	-	-		
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	14,9	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-		
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,4	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-		
2010 1° trim.	1,3	-0,5	-	-3,8	51,8	1,8	-14,0	148,1	-1,6	1,0	-5,3	15,7	-	-	-	-	-		
2° trim.	0,7	-0,1	-	8,1	34,9	-0,7	-28,0	56,1	-1,7	-6,1	-3,6	8,2	-	-	-	-	-		
3° trim.	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento						Per settore (esclusi gli investimenti diretti)				
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2006	8.683,9	4.425,5	217,5	2.697,9	144,1	150,8	1.048,0	1.115,2	116,3	4.586,8	1.817,5	
2007	9.997,1	5.150,5	242,0	2.997,1	172,3	189,4	1.245,8	1.238,2	215,4	5.222,1	2.075,7	
2008	10.924,1	5.316,1	382,3	3.373,3	177,8	236,7	1.437,9	1.762,0	497,5	5.017,0	2.209,7	
2009 4° trim.	10.422,5	4.597,9	527,3	3.461,6	175,0	221,3	1.439,3	1.974,1	267,2	4.592,6	2.149,3	
2010 1° trim.	10.808,7	4.785,3	535,8	3.683,2	177,4	240,2	1.386,9	2.091,1	267,1	4.837,4	2.226,2	
2° trim.	11.181,2	4.972,1	500,1	3.857,3	186,8	236,9	1.427,9	2.215,3	275,6	4.974,7	2.287,7	
	Consistenze (in percentuale del PIL)											
2006	101,4	51,7	2,5	31,5	1,7	1,8	12,2	13,0	1,4	53,6	21,2	
2007	110,8	57,1	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,4	57,9	23,0	
2008	118,2	57,5	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,1	5,4	54,3	23,9	
2009 4° trim.	116,4	51,4	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,1	3,0	51,3	24,0	
2010 1° trim.	120,4	53,3	6,0	41,0	2,0	2,7	15,4	23,3	3,0	53,9	24,8	
2° trim.	123,6	55,0	5,5	42,7	2,1	2,6	15,8	24,5	3,0	55,0	25,3	

Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro, in linea con l'impostazione adottata dall'Eurosistema per le riserve ufficiali. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

7.3 Conto finanziario

(miliardi di euro, consistenze a fine periodo; transazioni nel periodo)

9. Scomposizione geografica

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Canada	Cina	Giappone	Svizzera	Stati Uniti	Centri finanziari offshore	Organizzazioni internazionali	Altri paesi
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
2009	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	788,4	120,6	2,5	-13,0	-125,4	256,8	-0,3	45,7	44,2	-28,9	129,8	-42,0	77,7	-0,3	441,6
All'estero	4.261,0	1.427,8	34,5	123,7	988,9	280,7	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	838,9
Azioni/utili reinvestiti	3.290,8	1.073,9	29,1	79,8	735,3	229,7	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	629,9
Debito	970,2	353,9	5,3	43,9	253,6	51,0	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,1
Nell'area dell'euro	3.472,5	1.307,2	32,0	136,7	1.114,3	23,9	0,3	73,9	4,1	106,6	293,7	826,3	463,2	0,4	397,3
Azioni/utili reinvestiti	2.526,0	1.073,2	22,6	120,9	922,4	7,1	0,3	60,9	1,1	85,5	200,9	613,2	245,2	0,2	245,8
Debito	946,6	234,0	9,4	15,8	191,9	16,8	0,1	13,0	3,0	21,1	92,8	213,1	218,0	0,2	151,4
Investimenti di portafoglio: attività	4.225,8	1.424,6	79,0	156,4	1.000,8	89,3	99,2	95,4	47,5	181,9	107,0	1.349,1	434,1	29,3	556,8
Azioni	1.488,5	296,9	8,8	28,8	245,2	13,4	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	468,9	193,3	1,5	275,8
Strumenti di debito	2.737,3	1.127,7	70,2	127,6	755,5	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,1	240,8	27,8	281,1
Obbligazioni e note	2.339,3	979,0	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,5	225,5	27,2	254,7
Strumenti di mercato monetario	398,0	148,7	7,3	19,6	120,0	1,7	0,1	3,5	0,7	58,1	4,0	140,7	15,4	0,6	26,3
Altri investimenti	-137,9	-104,4	50,0	11,4	-96,8	89,8	-159,0	0,2	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-3,8	14,1	172,8
Attività	4.856,4	2.247,1	108,6	84,7	1.847,0	190,5	16,3	26,8	31,5	95,0	238,7	687,1	599,3	61,3	869,6
Amministrazioni pubbliche	109,0	23,1	0,1	5,4	6,8	0,2	10,4	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.867,0	1.540,4	90,9	50,5	1.240,1	156,3	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	352,9	329,8	20,4	409,3
Altri settori	1.880,4	683,6	17,5	28,8	600,1	34,0	3,3	11,5	19,1	30,4	113,1	330,8	267,6	13,6	410,6
Passività	4.994,2	2.351,5	58,6	73,3	1.943,8	100,7	175,2	26,5	40,3	78,0	357,2	793,6	603,1	47,1	696,8
Amministrazioni pubbliche	71,1	28,8	0,1	0,4	4,4	0,1	23,9	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.659,8	1.746,1	47,2	39,7	1.486,2	76,5	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,1	498,5	27,6	533,1
Altri settori	1.263,3	576,5	11,2	33,2	453,2	24,1	54,8	7,1	21,2	32,0	86,7	271,3	104,3	2,6	161,6
dal 3° trim. 2009 al 2° trim. 2010	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	92,0	3,0	0,4	-2,0	-9,5	14,1	0,0	3,3	4,6	-0,1	15,8	44,5	7,7	-0,2	13,4
All'estero	213,0	48,6	2,5	5,2	25,6	15,3	0,0	9,3	4,0	-1,4	29,9	54,5	14,3	0,0	53,9
Azioni/utili reinvestiti	125,4	28,1	1,5	3,7	10,0	12,9	0,0	9,4	0,4	-1,4	8,6	44,8	2,5	0,0	32,9
Debito	87,6	20,4	1,0	1,5	15,5	2,4	0,0	-0,1	3,5	-0,1	21,2	9,7	11,8	0,0	21,0
Nell'area dell'euro	121,1	45,5	2,1	7,2	35,1	1,2	0,0	6,1	-0,6	-1,3	14,1	10,0	6,6	0,2	40,5
Azioni/utili reinvestiti	176,8	34,7	1,4	11,9	25,2	-3,7	0,0	5,9	0,2	2,6	13,3	42,7	54,8	0,2	22,4
Debito	-55,7	10,8	0,7	-4,7	10,0	4,9	0,0	0,1	-0,8	-3,9	0,7	-32,6	-48,2	0,0	18,1
Investimenti di portafoglio: attività	135,4	49,0	8,7	15,5	-4,4	13,5	15,7	-4,3	6,4	-20,2	5,0	5,6	-7,2	-3,5	104,6
Azioni	105,2	20,9	1,6	3,2	15,0	0,8	0,2	1,6	6,3	7,1	5,3	21,9	6,6	0,1	35,5
Strumenti di debito	30,2	28,1	7,2	12,3	-19,4	12,6	15,5	-5,9	0,0	-27,3	-0,3	-16,3	-13,8	-3,6	69,1
Obbligazioni e note	95,8	60,4	5,6	15,6	11,8	11,8	15,6	-2,9	-0,1	-11,7	0,8	-5,8	-4,3	-3,1	62,5
Strumenti di mercato monetario	-65,6	-32,3	1,5	-3,3	-31,2	0,8	-0,1	-2,9	0,2	-15,6	-1,1	-10,5	-9,5	-0,5	6,6
Altri investimenti	97,6	-46,9	-11,3	-9,2	-4,4	-17,4	-4,5	3,4	14,7	-11,5	44,0	90,9	55,6	-11,3	-41,3
Attività	-23,2	-7,5	-5,2	2,3	0,9	-7,0	1,6	-1,5	6,0	-8,9	-30,6	-12,8	36,6	-3,2	-1,3
Amministrazioni pubbliche	6,8	5,6	-0,2	5,3	0,5	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,7	0,8
IFM	-41,5	2,6	-7,2	-6,0	20,8	-5,8	0,7	-0,5	3,1	-10,8	-7,3	-14,7	2,8	-3,9	-12,7
Altri settori	11,5	-15,7	2,2	3,0	-20,5	-1,3	0,8	-1,0	3,0	2,0	-23,3	2,1	33,8	0,0	10,6
Passività	-120,8	39,4	6,1	11,4	5,3	10,4	6,1	-4,9	-8,7	2,7	-74,7	-103,6	-19,0	8,1	40,0
Amministrazioni pubbliche	9,1	5,8	0,1	0,0	3,9	0,0	1,9	0,1	0,0	-0,1	0,1	-2,2	0,0	5,4	-0,1
IFM	-131,0	51,4	6,5	8,9	29,6	7,8	-1,4	-0,9	-10,2	1,7	-79,1	-108,4	-21,8	2,5	33,9
Altri settori	1,1	-17,9	-0,5	2,6	-28,2	2,6	5,7	-4,1	1,6	1,1	4,3	7,0	2,9	0,1	6,1

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

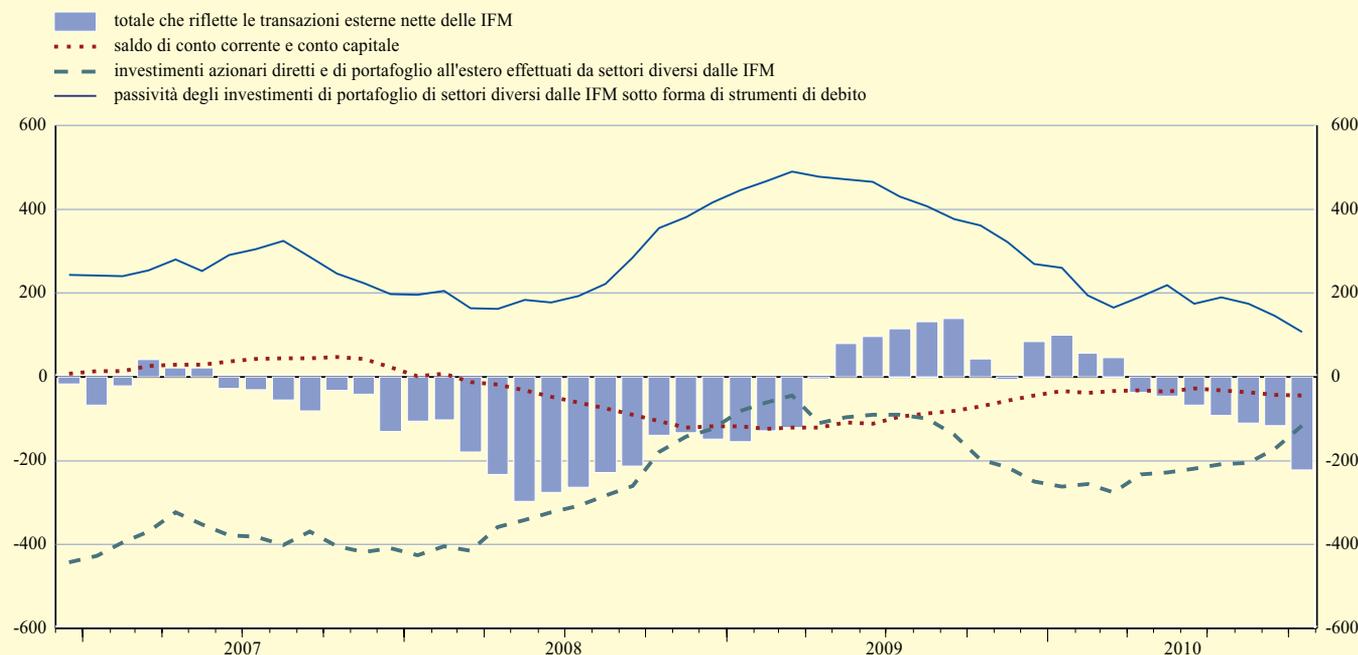
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2007	-130,1	22,3	-494,4	413,7	-36,6	-165,1	131,1	197,5	-360,3	240,8	-67,2	-11,9
2008	-148,2	-117,1	-314,1	92,7	70,4	-15,0	-185,8	416,7	-62,9	35,5	-74,9	6,3
2009	84,8	-43,7	-269,5	207,0	-49,1	-121,4	79,0	269,6	102,3	-153,6	51,5	12,6
2009 3° trim.	6,8	0,8	-66,7	39,0	-38,0	-30,5	62,2	38,4	19,1	-40,7	2,0	21,4
4° trim.	42,1	12,7	-46,7	56,9	-34,9	-35,6	38,8	13,0	28,1	2,0	8,6	-0,7
2010 1° trim.	-81,8	-19,3	-32,5	-2,8	-26,8	-40,5	17,0	25,6	-33,6	30,0	3,9	-2,8
2° trim.	-33,8	-21,3	-60,4	22,9	2,0	-45,0	1,7	98,0	-31,8	18,9	6,5	-25,2
3° trim.	-42,4	-14,4	-26,8	5,9	-9,8	-40,3	19,3	8,9	-21,7	44,5	1,7	-9,7
2009 ott.	13,7	0,3	-15,3	23,5	-13,3	-6,8	-22,3	44,3	-26,6	32,9	1,7	-4,6
nov.	-10,6	0,3	-14,9	12,3	-7,6	-15,0	0,9	10,0	4,5	4,3	0,8	-6,3
dic.	39,0	12,2	-16,4	21,1	-14,1	-13,8	60,2	-41,3	50,1	-35,2	6,1	10,2
2010 gen.	-28,3	-12,1	-6,4	3,4	-11,5	-11,1	-3,0	29,7	-9,1	-2,0	3,9	-10,1
feb.	-11,9	-6,4	3,7	-7,3	-1,3	-5,2	17,9	-11,1	-13,9	4,5	0,3	6,9
mar.	-41,6	-0,8	-29,8	1,2	-14,0	-24,2	2,2	6,9	-10,7	27,5	-0,3	0,4
apr.	-44,4	-6,8	-17,3	1,9	-3,5	-14,4	-5,6	44,5	-18,0	-15,8	0,3	-9,7
mag.	5,7	-15,5	-28,7	16,1	11,1	-22,4	-1,2	62,6	-28,7	22,1	-0,4	-9,3
giu.	5,0	1,1	-14,4	4,9	-5,6	-8,2	8,5	-9,1	14,9	12,5	6,5	-6,2
lug.	-27,4	4,9	-7,9	7,6	-2,3	-23,3	-0,3	-6,7	-3,6	13,0	1,0	-9,8
ago.	-3,8	-10,3	-15,4	3,9	-2,1	0,0	8,5	0,4	-8,4	15,9	3,9	-0,1
set.	-11,2	-9,0	-3,5	-5,7	-5,4	-16,9	11,2	15,2	-9,7	15,6	-3,2	0,1
ott.	-92,5	-2,2	15,6	-30,2	-12,5	-77,0	35,3	6,6	-17,7	-4,5	-8,3	2,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2010 ott.	-222,1	-44,7	-135,5	29,2	-68,9	-231,6	134,5	107,8	-50,1	57,9	10,7	-31,5

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

7.5 Commercio di beni
1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
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)													
2008	3,9	8,2	1.561,6	771,1	338,0	413,9	1.303,8	1.610,1	1.019,1	232,9	333,9	1.021,7	293,6
2009	-18,1	-22,1	1.276,6	627,0	264,2	354,8	1.062,5	1.259,4	727,5	193,6	315,4	838,5	175,1
2009 4° trim.	-9,3	-14,4	328,1	163,6	66,9	91,9	273,6	321,6	189,5	48,5	78,6	212,6	49,3
2010 1° trim.	12,9	9,6	354,8	176,2	68,9	98,8	292,7	351,1	209,6	52,3	82,0	232,7	53,1
2° trim.	22,3	27,4	377,6	188,2	75,7	103,6	315,7	382,0	232,5	55,9	85,0	252,2	59,8
3° trim.	22,7	26,4	394,7	196,8	79,8	107,5	329,1	394,5	240,1	59,2	87,8	261,4	59,1
2010 mag.	22,8	29,8	124,2	61,4	25,1	34,2	104,0	127,1	77,2	18,1	28,6	83,3	20,5
giu.	26,6	32,2	131,3	65,4	27,0	35,8	110,7	132,8	81,2	20,3	29,1	88,4	20,0
lug.	17,3	25,8	131,0	65,0	26,2	35,7	109,1	131,0	79,5	20,1	28,9	86,8	20,3
ago.	29,9	32,9	131,6	65,7	26,5	35,6	109,4	133,3	81,4	20,1	29,6	88,2	20,6
set.	22,4	21,6	132,2	66,1	27,1	36,2	110,6	130,1	79,1	19,1	29,3	86,4	18,2
ott.	20,2	20,7	132,0	.	.	.	110,4	128,5	.	.	85,3	.	.
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2008	1,4	0,1	143,4	136,8	154,3	147,0	142,3	126,9	119,3	140,4	144,5	133,3	108,1
2009	-16,6	-14,5	119,4	115,0	119,2	127,5	115,9	108,9	99,8	114,9	136,0	110,5	97,8
2009 4° trim.	-6,7	-7,7	123,1	120,3	121,3	132,7	120,2	111,1	102,2	117,8	139,1	114,7	95,7
2010 1° trim.	11,5	4,6	130,2	126,3	124,3	138,8	126,3	116,2	107,2	123,0	140,7	121,8	94,9
2° trim.	16,2	14,1	135,0	130,9	134,8	141,4	133,3	119,3	110,7	127,1	140,7	126,7	95,5
3° trim.	15,7	12,4	139,1	134,7	142,1	144,0	137,0	120,2	111,6	130,8	141,0	128,0	95,0
2010 apr.	12,4	8,4	132,5	129,4	127,2	139,9	129,4	116,4	107,8	121,3	137,5	122,9	93,0
mag.	16,9	16,0	133,3	128,3	134,2	140,1	131,9	119,6	110,3	124,7	143,6	126,6	97,6
giu.	19,3	18,0	139,0	134,9	143,1	144,3	138,7	122,1	114,0	135,4	141,1	130,6	95,9
lug.	10,5	10,5	138,0	133,6	140,2	141,6	135,6	119,4	110,7	132,5	138,6	127,0	97,5
ago.	22,9	19,3	139,7	134,7	141,5	145,3	137,3	121,8	113,1	134,3	142,6	130,1	99,3
set.	15,2	8,4	139,6	135,7	144,5	145,2	138,0	119,5	111,1	125,7	141,7	126,8	88,2

2. Prezzi²⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾							Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.)						
	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero	Totale (indice 2005=100)	Totale				Per memoria: Settore mani- fatturiero		
		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo	Beni energetici			
in perc. del totale	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2008	104,1	1,9	1,7	-0,4	2,3	23,8	1,7	110,8	5,5	-0,4	-4,6	2,3	28,6	-0,2
2009	101,5	-2,6	-3,8	0,6	0,5	-23,7	-2,5	99,2	-10,4	-5,7	-1,3	0,3	-28,3	-4,0
2010 1° trim.	103,3	1,6	-0,1	-0,2	0,7	35,6	1,7	104,3	5,3	2,1	-2,4	-0,8	27,2	0,4
2° trim.	105,9	4,3	5,2	0,9	2,4	30,9	4,3	109,7	11,2	10,8	0,0	2,7	33,1	5,6
3° trim.	106,1	4,6	6,4	1,6	2,9	19,6	4,5	110,2	11,1	12,2	1,9	4,8	25,9	6,7
2010 giu.	106,5	4,6	6,4	1,5	3,1	20,9	4,5	110,7	11,1	12,8	1,6	4,4	25,5	7,0
lug.	106,1	4,6	6,4	1,4	2,9	23,2	4,5	110,1	11,8	12,4	2,0	4,1	29,3	6,7
ago.	106,1	4,2	6,2	1,6	2,7	14,4	4,1	110,3	10,1	11,7	1,8	4,8	21,5	6,3
set.	106,2	4,9	6,6	1,9	3,0	21,7	4,7	110,2	11,4	12,6	1,9	5,4	27,2	7,1
ott.	105,8	4,7	6,6	1,7	2,8	19,0	4,6	109,6	10,1	11,8	0,9	5,4	21,6	6,3
nov.	106,2	4,8	6,7	2,0	2,8	18,6	4,7	111,0	11,0	13,5	0,5	6,6	23,6	7,1

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

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

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE 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				
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2008	1.561,6	35,1	53,9	220,4	233,7	78,5	86,7	42,7	186,5	309,5	65,7	33,7	100,1	68,2	146,1
2009	1.276,6	27,1	40,8	175,2	176,3	49,4	78,8	34,7	152,7	283,6	68,8	28,8	91,8	54,2	112,1
2009 2° trim.	311,2	6,6	9,8	42,9	42,4	12,3	19,1	8,4	38,5	70,2	17,0	7,1	22,8	12,5	25,8
3° trim.	320,7	6,7	10,4	44,3	44,5	12,0	19,6	9,3	36,8	71,8	17,8	7,2	22,7	14,3	28,1
4° trim.	328,1	6,6	10,7	44,9	45,9	12,4	19,7	9,2	38,0	74,7	18,8	7,3	23,0	14,3	28,5
2010 1° trim.	354,8	7,0	11,7	46,7	48,4	13,5	21,4	10,7	41,1	81,6	22,3	8,1	24,9	16,8	31,1
2° trim.	377,6	7,4	12,9	47,9	51,7	15,6	22,9	11,4	45,3	87,9	23,4	8,7	25,6	18,6	30,5
3° trim.	394,7	7,6	13,1	50,2	54,4	17,2	23,8	12,0	47,9	91,3	23,6	8,9	26,6	18,8	31,8
2010 mag.	124,2	2,5	4,2	15,7	17,2	5,1	7,5	3,6	15,0	28,9	7,8	2,9	8,4	6,3	9,9
giu.	131,3	2,5	4,6	16,4	18,0	5,4	7,9	4,1	15,5	30,9	8,1	3,0	8,6	6,6	10,7
lug.	131,0	2,5	4,4	16,4	17,7	5,6	7,9	4,0	15,9	30,6	7,9	3,0	8,7	6,2	10,9
ago.	131,6	2,5	4,3	16,8	18,3	5,9	7,9	3,8	16,0	29,9	7,7	3,0	8,9	6,3	10,9
set.	132,2	2,6	4,4	16,9	18,4	5,8	7,9	4,2	15,9	30,9	8,0	3,0	8,9	6,3	10,0
ott.	132,0	.	.	.	.	5,8	8,2	4,3	15,5	30,9	8,2	3,0	8,9	6,2	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2009	100,0	2,1	3,2	13,7	13,8	3,9	6,2	2,7	12,0	22,2	5,4	2,3	7,2	4,2	8,8
Importazioni (c.i.f.)															
2008	1.610,1	30,7	52,1	164,7	184,9	122,0	70,2	32,4	136,0	479,8	184,5	57,4	141,1	81,7	114,4
2009	1.259,4	26,9	37,5	127,0	161,8	81,6	65,2	26,2	115,4	376,8	158,0	43,8	94,0	59,4	87,6
2009 2° trim.	304,3	6,5	8,9	30,9	39,0	18,1	16,2	6,3	30,0	92,3	39,3	10,5	22,8	14,3	19,1
3° trim.	312,2	6,8	9,6	31,6	41,1	21,9	16,1	6,6	25,8	92,3	38,3	10,9	22,5	14,8	23,1
4° trim.	321,6	6,7	9,6	32,6	42,7	23,7	16,1	6,8	27,9	94,5	39,1	10,8	24,4	15,5	20,9
2010 1° trim.	351,1	6,6	10,4	35,1	45,2	24,5	17,1	7,4	29,3	109,8	45,9	11,7	27,0	16,5	22,2
2° trim.	382,0	6,8	11,7	36,3	48,8	27,3	19,5	7,5	32,7	124,0	53,4	12,9	29,3	18,1	19,8
3° trim.	394,5	7,0	12,1	37,5	50,4	26,5	19,1	7,5	31,5	127,6	55,8	13,1	28,8	19,7	26,7
2010 mag.	127,1	2,3	3,8	12,2	16,6	9,7	6,9	2,4	10,2	40,8	17,8	4,2	9,6	6,0	6,6
giu.	132,8	2,4	4,2	12,4	16,8	8,8	6,7	2,6	12,4	43,8	18,9	4,5	9,8	6,3	6,6
lug.	131,0	2,3	4,1	12,5	16,4	9,1	6,5	2,5	10,4	42,5	18,4	4,4	9,5	6,5	8,8
ago.	133,3	2,3	4,1	12,9	16,9	8,9	6,4	2,5	10,5	43,2	18,9	4,3	10,0	6,6	9,1
set.	130,1	2,4	3,9	12,0	17,0	8,5	6,1	2,5	10,7	41,9	18,5	4,4	9,4	6,6	8,9
ott.	128,5	.	.	.	.	9,0	6,0	2,6	10,8	40,7	17,3	4,3	8,7	6,7	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2009	100,0	2,1	3,0	10,1	12,8	6,5	5,2	2,1	9,2	29,9	12,5	3,5	7,5	4,7	6,9
Esportazioni (f.o.b.)															
2008	-48,6	4,4	1,8	55,7	48,9	-43,6	16,5	10,4	50,5	-170,3	-118,8	-23,7	-41,0	-13,6	31,7
2009	17,2	0,2	3,3	48,2	14,5	-32,2	13,5	8,4	37,3	-93,1	-89,1	-15,0	-2,2	-5,2	24,4
2009 2° trim.	6,9	0,1	0,9	12,0	3,4	-5,9	3,0	2,1	8,5	-22,1	-22,4	-3,5	0,0	-1,8	6,7
3° trim.	8,5	-0,1	0,8	12,7	3,4	-9,8	3,5	2,7	11,1	-20,5	-20,5	-3,7	0,2	-0,5	5,0
4° trim.	6,5	-0,1	1,1	12,3	3,1	-11,3	3,6	2,5	10,1	-19,8	-20,3	-3,4	-1,5	-1,2	7,7
2010 1° trim.	3,8	0,4	1,3	11,5	3,1	-11,0	4,3	3,4	11,7	-28,1	-23,6	-3,6	-2,1	0,3	8,9
2° trim.	-4,4	0,6	1,2	11,5	2,9	-11,6	3,3	3,9	12,6	-36,1	-30,1	-4,2	-3,8	0,4	10,7
3° trim.	0,2	0,6	1,0	12,7	3,9	-9,3	4,7	4,5	16,3	-36,3	-32,2	-4,1	-2,2	-0,8	5,1
2010 mag.	-2,9	0,1	0,4	3,5	0,6	-4,5	0,6	1,1	4,9	-11,9	-10,0	-1,3	-1,2	0,3	3,3
giu.	-1,5	0,1	0,4	4,0	1,2	-3,5	1,2	1,5	3,2	-12,8	-10,8	-1,5	-1,2	0,3	4,1
lug.	-0,1	0,3	0,3	3,9	1,3	-3,5	1,4	1,6	5,6	-12,0	-10,5	-1,4	-0,7	-0,3	2,1
ago.	-1,7	0,2	0,2	4,0	1,3	-3,1	1,6	1,3	5,5	-13,3	-11,2	-1,3	-1,0	-0,3	1,8
set.	2,0	0,2	0,5	4,8	1,3	-2,8	1,8	1,6	5,2	-11,1	-10,5	-1,4	-0,4	-0,3	1,2
ott.	3,6	.	.	.	.	-3,2	2,2	1,7	4,7	-9,8	-9,1	-1,3	0,2	-0,5	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-21						TCE-41	
	Nominale	Reale IPC	Reale IPP	Reale deflatore del PIL	Reale CLUPM	Reale CLUPT	Nominale	Reale IPC
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	110,5	110,1	107,8	105,4	114,8	104,4	118,0	107,2
2009	111,7	110,6	105,0	106,3	120,6	106,3	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	98,9	.	.	.	112,3	99,3
2009 4° trim.	113,8	112,2	106,6	107,8	121,4	108,4	122,5	109,0
2010 1° trim.	108,7	107,0	102,3	102,7	114,4	102,9	116,9	103,4
2° trim.	103,1	101,8	97,5	97,6	108,8	97,6	110,4	97,8
3° trim.	102,3	100,9	96,9	96,8	106,9	96,3	109,8	97,2
4° trim.	104,4	102,5	98,8	.	.	.	112,1	98,7
2009 dic.	113,0	111,2	105,4	-	-	-	121,7	108,0
2010 gen.	110,8	108,9	104,1	-	-	-	119,1	105,5
feb.	108,0	106,1	101,7	-	-	-	116,2	102,7
mar.	107,4	105,7	101,1	-	-	-	115,2	102,0
apr.	106,1	104,5	100,2	-	-	-	113,5	100,5
mag.	102,8	101,4	97,1	-	-	-	109,9	97,4
giu.	100,7	99,4	95,3	-	-	-	107,7	95,5
lug.	102,5	101,1	97,0	-	-	-	109,9	97,5
ago.	102,1	100,6	96,7	-	-	-	109,5	97,0
set.	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,2
ott.	106,1	104,2	100,5	-	-	-	113,8	100,3
nov.	104,8	102,8	99,1	-	-	-	112,4	99,0
dic.	102,6	100,6	96,9	-	-	-	110,1	96,8
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2010 dic.	-2,0	-2,1	-2,2	-	-	-	-2,1	-2,2
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2010 dic.	-9,2	-9,6	-8,1	-	-	-	-9,5	-10,4

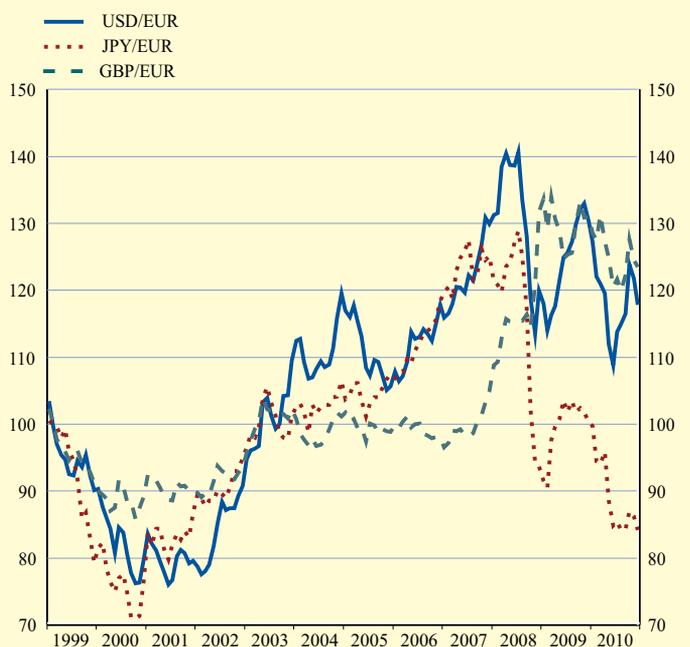
F39 Tassi di cambio effettivi

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



F40 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 sudcoreano	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
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1.606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2009	7,4462	10,6191	0,89094	1,3948	130,34	1,5100	1.772,90	10,8114	2,0241	1,5850	8,7278	1,7727
2010	7,4473	9,5373	0,85784	1,3257	116,24	1,3803	1.531,82	10,2994	1,8055	1,3651	8,0043	1,4423
2010 2° trim.	7,4416	9,6313	0,85239	1,2708	117,15	1,4086	1.481,01	9,8857	1,7674	1,3054	7,9093	1,4403
3° trim.	7,4498	9,3804	0,83305	1,2910	110,68	1,3321	1.526,12	10,0324	1,7503	1,3416	7,9561	1,4289
4° trim.	7,4547	9,2139	0,85944	1,3583	112,10	1,3225	1.538,70	10,5441	1,7693	1,3757	8,0499	1,3747
2010 giu.	7,4409	9,5723	0,82771	1,2209	110,99	1,3767	1.483,22	9,5091	1,7081	1,2674	7,9062	1,4315
lug.	7,4522	9,4954	0,83566	1,2770	111,73	1,3460	1.538,85	9,9308	1,7588	1,3322	8,0201	1,4586
ago.	7,4495	9,4216	0,82363	1,2894	110,04	1,3413	1.522,39	10,0193	1,7482	1,3411	7,9325	1,4337
set.	7,4476	9,2241	0,83987	1,3067	110,26	1,3089	1.517,10	10,1470	1,7439	1,3515	7,9156	1,3943
ott.	7,4567	9,2794	0,87638	1,3898	113,67	1,3452	1.560,30	10,7835	1,8116	1,4152	8,1110	1,4164
nov.	7,4547	9,3166	0,85510	1,3661	112,69	1,3442	1.544,16	10,5941	1,7739	1,3831	8,1463	1,3813
dic.	7,4528	9,0559	0,84813	1,3220	110,11	1,2811	1.513,74	10,2776	1,7262	1,3327	7,9020	1,3304
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2010 dic.	0,0	-2,8	-0,8	-3,2	-2,3	-4,7	-2,0	-3,0	-2,7	-3,6	-3,0	-3,7
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2010 dic.	0,1	-13,0	-5,7	-9,5	-16,1	-14,7	-11,1	-9,3	-15,3	-13,4	-6,0	-17,8
	Corona ceca	Corona estone	Lat lettone	Litas lituano	Fiorino ungherese	Zloty polacco	Lev bulgaro	Nuovo leu romeno	Kuna croata	Nuova lira turca		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2009	26,435	15,6466	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	1,9558	4,2399	7,3400	2,1631		
2010	25,284	15,6466	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	1,9558	4,2122	7,2891	1,9965		
2010 2° trim.	25,591	15,6466	0,7078	3,4528	274,85	4,0171	1,9558	4,1854	7,2477	1,9560		
3° trim.	24,928	15,6466	0,7089	3,4528	282,44	4,0087	1,9558	4,2553	7,2532	1,9560		
4° trim.	24,789	15,6466	0,7095	3,4528	275,77	3,9666	1,9558	4,2888	7,3683	1,9897		
2010 giu.	25,780	15,6466	0,7082	3,4528	281,49	4,1055	1,9558	4,2434	7,2225	1,9274		
lug.	25,328	15,6466	0,7090	3,4528	283,75	4,0814	1,9558	4,2608	7,2198	1,9669		
ago.	24,806	15,6466	0,7085	3,4528	281,45	3,9899	1,9558	4,2396	7,2525	1,9484		
set.	24,651	15,6466	0,7091	3,4528	282,10	3,9548	1,9558	4,2655	7,2874	1,9528		
ott.	24,531	15,6466	0,7094	3,4528	274,01	3,9496	1,9558	4,2787	7,3277	1,9800		
nov.	24,633	15,6466	0,7094	3,4528	275,51	3,9520	1,9558	4,2940	7,3830	1,9717		
dic.	25,174	15,6466	0,7096	3,4528	277,62	3,9962	1,9558	4,2929	7,3913	2,0159		
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2010 dic.	2,2	0,0	0,0	0,0	0,8	1,1	0,0	0,0	0,1	2,2		
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2010 dic.	-3,5	0,0	0,3	0,0	1,6	-3,6	0,0	1,5	1,4	-8,4		
	Real brasiliano ¹⁾	Yuan renminbi cinese	Corona islandese ²⁾	Rupia indiana ³⁾	Rupia indonesiana	Ringgit malese	Peso messicano ¹⁾	Dollaro neozelandese	Peso filippino	Rublo russo	Rand sudafricano	Baht thailandese
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,6143	14,165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2009	2,7674	9,5277	-	67,3611	14,443,74	4,9079	18,7989	2,2121	66,338	44,1376	11,6737	47,804
2010	2,3314	8,9712	-	60,5878	12,041,70	4,2668	16,7373	1,8377	59,739	40,2629	9,6984	42,014
2010 2° trim.	2,2762	8,6717	-	57,9879	11,581,24	4,1172	15,9583	1,8145	57,848	38,5027	9,5974	41,152
3° trim.	2,2589	8,7388	-	59,9818	11,612,07	4,0716	16,5210	1,7979	58,363	39,5260	9,4593	40,825
4° trim.	2,3037	9,0405	-	60,9153	12,178,16	4,2304	16,8206	1,7915	59,240	41,7192	9,3785	40,728
2010 giu.	2,2057	8,3245	-	56,8582	11,169,39	3,9853	15,5346	1,7667	56,594	38,1507	9,3398	39,635
lug.	2,2600	8,6538	-	59,8100	11,546,78	4,0924	16,3699	1,7925	59,072	39,1317	9,6351	41,273
ago.	2,2691	8,7520	-	60,0584	11,573,26	4,0654	16,4571	1,8059	58,245	39,1898	9,4192	40,937
set.	2,2476	8,8104	-	60,0771	11,716,16	4,0570	16,7361	1,7955	57,772	40,2564	9,3236	40,264
ott.	2,3378	9,2665	-	61,7399	12,407,16	4,3092	17,2845	1,8498	60,285	42,1471	9,6165	41,636
nov.	2,3391	9,0895	-	61,4539	12,224,00	4,2588	16,8386	1,7703	59,485	42,3360	9,5320	40,826
dic.	2,2387	8,7873	-	59,6472	11,925,21	4,1313	16,3797	1,7587	58,050	40,7385	9,0143	39,805
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2010 dic.	-4,3	-3,3	-	-2,9	-2,4	-3,0	-2,7	-0,7	-2,4	-3,8	-5,4	-2,5
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2010 dic.	-12,4	-11,9	-	-12,4	-13,8	-17,1	-12,8	-13,7	-14,3	-7,2	-17,5	-18,0

Fonte: BCE.

- 1) Per queste valute la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2008. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.
- 2) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.
- 3) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



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

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE (variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Bulgaria	Repubblica Ceca	Danimarca	Lettonia	Lituania	Ungheria	Polonia	Romania	Svezia	Regno Unito
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
IACP										
2009	2,5	0,6	1,1	3,3	4,2	4,0	4,0	5,6	1,9	2,2
2010	3,0	1,2	2,2	-1,2	1,2	.	.	6,1	.	.
2010 3° trim.	3,3	1,6	2,3	-0,3	1,8	3,6	2,1	7,5	1,3	3,1
4° trim.	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	.	.	7,8	.	.
2010 ott.	3,6	1,8	2,4	0,9	2,6	4,3	2,6	7,9	1,6	3,2
nov.	4,0	1,9	2,5	1,7	2,5	4,0	2,6	7,7	1,7	3,3
dic.	4,4	2,3	2,8	2,4	3,6	.	.	7,9	.	.
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2007	1,1	-0,7	4,8	-0,3	-1,0	-5,0	-1,9	-2,6	3,6	-2,7
2008	1,7	-2,7	3,4	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,8	-2,7	-10,2	-9,2	-4,4	-7,2	-8,6	-0,9	-11,4
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2007	17,2	29,0	27,4	9,0	16,9	66,1	45,0	12,6	40,0	44,5
2008	13,7	30,0	34,2	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,2	52,1
2009	14,7	35,3	41,4	36,7	29,5	78,4	50,9	23,9	41,9	68,2
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 lug.	6,05	3,97	2,72	10,00	5,15	7,39	5,84	7,18	2,70	2,97
ago.	5,99	3,56	2,45	10,00	5,15	7,07	5,62	7,15	2,45	2,68
set.	5,90	3,34	2,40	9,97	5,15	7,04	5,49	7,14	2,53	2,84
ott.	5,82	3,43	2,46	9,24	5,15	6,87	5,53	7,02	2,64	2,80
nov.	5,74	3,59	2,65	8,99	5,15	7,38	5,82	7,04	2,86	3,03
dic.	5,76	3,89	3,01	7,55	5,15	7,92	5,98	7,09	3,21	3,34
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 lug.	4,09	1,23	1,13	1,74	1,70	6,17	3,84	6,92	0,87	0,74
ago.	4,04	1,24	1,14	1,28	1,70	5,82	3,82	6,46	0,99	0,73
set.	3,94	1,22	1,15	1,19	1,65	6,41	3,82	6,48	1,16	0,73
ott.	3,99	1,20	1,19	1,22	1,61	5,90	3,83	6,44	1,37	0,74
nov.	3,99	1,22	1,24	0,95	1,59	5,87	3,86	6,35	1,59	0,74
dic.	3,93	1,22	1,21	0,83	1,56	6,17	3,92	6,00	1,86	0,75
PIL a prezzi costanti										
2008	6,2	2,5	-1,1	-4,2	2,9	0,8	5,1	7,3	-0,6	-0,1
2009	-4,9	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,7	-7,1	-5,3	-4,9
2010 1° trim.	-4,0	1,0	-0,9	-5,1	-0,6	-1,1	3,1	-2,6	2,8	-0,3
2° trim.	0,5	2,3	2,8	-2,6	-0,3	0,6	3,8	-0,5	4,5	1,6
3° trim.	1,0	2,8	3,4	2,5	0,8	2,2	4,7	-2,5	6,8	2,7
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2008	-22,3	0,2	2,7	-11,6	-11,3	-6,3	-3,7	-11,1	8,6	-1,3
2009	-8,6	0,1	3,5	11,0	7,6	0,8	-0,5	-3,6	7,4	-1,5
2010 1° trim.	-6,7	2,4	2,9	12,0	3,9	4,5	0,2	-6,7	7,8	-2,8
2° trim.	-4,3	-2,4	5,1	7,3	7,8	4,0	-0,9	-7,8	6,5	-1,1
3° trim.	14,6	-6,8	7,0	3,2	0,6	3,7	-2,7	-1,4	6,2	-2,7
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2008	104,7	50,0	177,8	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	204,4	441,4
2009	107,9	50,8	189,8	156,3	87,2	141,2	59,6	69,1	205,0	416,6
2010 1° trim.	106,2	49,0	201,5	162,4	91,1	143,9	57,8	71,7	206,2	436,7
2° trim.	107,3	52,4	202,1	164,9	89,7	153,8	60,6	77,0	216,6	428,2
3° trim.	103,5	.	.	162,6	88,8	142,8	.	.	202,2	429,3
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2008	12,5	5,1	6,7	22,0	10,4	4,8	7,5	22,9	3,1	2,3
2009	12,8	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	1,6	7,2	4,8	5,7
2010 1° trim.	7,7	-2,2	0,3	-18,8	-10,8	0,2	7,4	-	-0,6	4,4
2° trim.	0,4	-0,9	-2,4	-15,2	-10,0	-2,8	5,9	-	-1,8	0,5
3° trim.	-1,2	1,6	-2,4	-6,8	-7,7	-0,1	4,8	-	-2,8	.
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2008	5,6	4,4	3,4	7,5	5,9	7,8	7,2	5,8	6,2	5,7
2009	6,9	6,7	6,0	17,1	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010 2° trim.	9,9	7,3	7,5	19,4	18,2	11,3	9,6	7,1	8,5	7,8
3° trim.	10,1	7,1	7,4	18,2	18,3	11,0	9,6	7,3	8,3	7,7
2010 set.	10,1	7,1	7,6	18,2	18,3	11,0	9,7	7,3	8,2	7,8
ott.	10,1	7,2	7,8	.	.	11,2	9,8	.	8,1	.
nov.	10,2	7,3	8,0	.	.	11,3	9,8	.	7,8	.

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

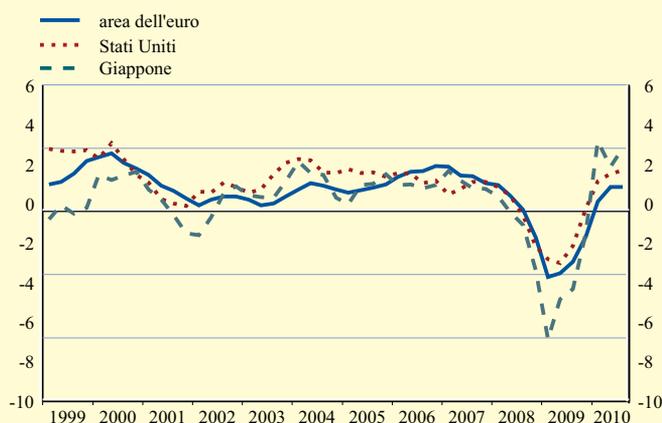
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio ²⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ³⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Stati Uniti											
2007	2,9	2,4	1,9	3,2	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,4	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-10,9	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	.	.	.	.	.	.	0,34	3,57	1,3257	.	.
2009 4° trim.	1,4	-3,4	0,2	-3,7	10,0	5,1	0,27	4,17	1,4779	-11,1	68,6
2010 1° trim.	2,4	-2,9	2,4	3,9	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,7	71,7
2° trim.	1,8	-1,9	3,0	8,8	9,7	1,6	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
3° trim.	1,2	-1,1	3,2	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
4° trim.	.	.	.	.	.	.	0,29	3,57	1,3583	.	.
2010 ago.	1,1	.	.	6,9	9,6	2,7	0,36	2,58	1,2894	.	.
set.	1,1	.	.	6,4	9,6	3,0	0,29	2,69	1,3067	.	.
ott.	1,2	.	.	6,6	9,6	3,2	0,29	2,82	1,3898	.	.
nov.	1,1	.	.	6,0	9,8	3,3	0,29	3,12	1,3661	.	.
dic.	.	.	.	.	.	.	0,30	3,57	1,3220	.	.
Giappone											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,3
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,1	162,2
2009	-1,4	0,4	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	.	.
2010	.	.	.	.	.	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2009 4° trim.	-2,0	-3,6	-1,8	-4,2	5,2	3,3	0,31	1,42	132,69	.	.
2010 1° trim.	-1,2	-3,7	5,5	27,6	4,9	2,8	0,25	1,48	125,48	.	.
2° trim.	-0,9	-1,2	3,5	21,0	5,2	3,0	0,24	1,18	117,15	.	.
3° trim.	-0,8	.	5,0	13,6	5,1	2,8	0,24	1,03	110,68	.	.
4° trim.	.	.	.	.	.	2,6	0,19	1,18	112,10	.	.
2010 ago.	-0,9	.	.	15,1	5,1	2,8	0,24	1,06	110,04	.	.
set.	-0,6	.	.	11,6	5,0	2,8	0,22	1,03	110,26	.	.
ott.	0,2	.	.	4,3	5,1	2,8	0,20	1,01	113,67	.	.
nov.	0,1	.	.	5,9	5,1	2,6	0,19	1,27	112,69	.	.
dic.	.	.	.	.	.	2,4	0,18	1,18	110,11	.	.

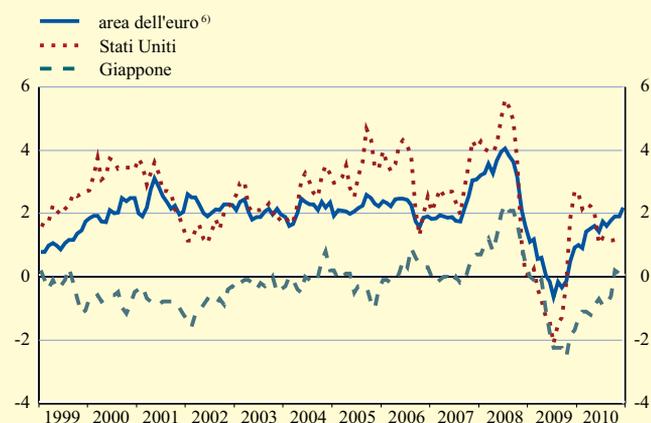
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

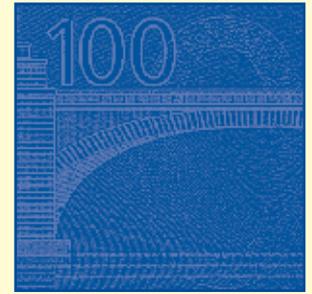
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

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 (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

SEZIONI 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:

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

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2006 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato 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:

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

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 formule (f) oppure (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:

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

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

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

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

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati)

vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

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 "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".

2) Per ulteriori 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 e*, 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 (ovvero dicembre 2001) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accredito/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

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 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:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2001. Il tasso di crescita a_t 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:

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

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

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 intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

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

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

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:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata 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 dei 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.

Come nelle formule k) e l), il tasso di crescita a_t 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:

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

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

TAVOLA I DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). 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 vie-

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 “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

ne 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.

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 oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. 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. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggre-

gando 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.

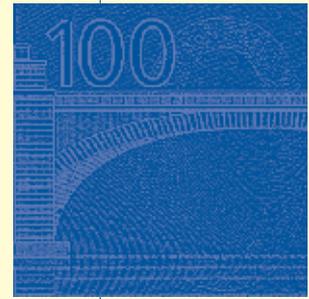
SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(q) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



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 "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 12 gennaio 2011.

Tutte le serie che contengono osservazioni relative al 2011 si riferiscono agli Euro 17 (ovvero all'area dell'euro, inclusa l'Estonia) per l'intera serie storica, salvo diversa indicazione. Per i tassi di interesse, le statistiche monetarie, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e le riserve ufficiali – nonché, per ragioni di coerenza, per le componenti e controparti di M3 e per le componenti dello IAPC – le serie statistiche si riferiscono all'area dell'euro nella sua composizione evolutiva.

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

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 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ 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: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, 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 dei conti (SEC 95) e 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, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “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. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

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 un'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 e 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 (ORP) (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 BCN 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,

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). L'elenco completo delle IFM è consultabile 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 in termini di: a) quote/unità emesse da fondi di mercato monetario dell'area dell'euro; b) 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 (ovvero 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 dati sulle transazioni corretti 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 sezioni 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 terza edizione della pubblicazione: *Monetary financial institutions and markets statistics sector manual – Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007). Nella pubblicazione *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 sono state raccolte e compilate sulla base di vari regolamenti della BCE relativi al bilancio consolidato del settore delle istituzioni finanziarie monetarie. Dal mese di luglio 2010 raccolta e compilazione vengono eseguite sulla base del Regolamento BCE/2008/32²⁾.

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 e le transazioni relative al bilancio dei fondi di investimento dell'area dell'euro (esclusi i fondi comuni monetari, che sono ricompresi nelle statistiche sui bilanci delle IFM). I fondi di investimento sono organismi che investono il capitale raccolto tra il pubblico in attività finanziarie e/o non finanziarie. Una lista completa dei fondi di investimento dell'area dell'euro è disponibile sul sito Internet della BCE. Il bilancio è in forma aggregata e include pertanto fra le attività le quote/partecipazioni emesse da altri fondi di investimento. Le quote/partecipazioni emesse dai fondi di investimento

sono anche disaggregate per strategia d'investimento (fondi obbligazionari, fondi azionari, fondi misti, fondi immobiliari, *hedge fund* e altri fondi) e per tipo (fondi aperti al pubblico e fondi riservati a investitori specializzati). La sezione 2.10 fornisce ulteriori dettagli sui principali tipi di attività detenute dai fondi comuni di investimento dell'area dell'euro. La sezione riporta una scomposizione geografica degli emittenti dei titoli di debito detenuti dai fondi d'investimento, nonché una disaggregazione per settore economico degli emittenti residenti nell'area dell'euro.

Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nella pubblicazione *Manual on investment fund statistics*. Da dicembre 2008 informazioni statistiche armonizzate sono raccolte e elaborate sulla base del Regolamento BCE/2007/8 relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento.

CONTI DELL'AREA DELL'EURO

Nella Sezione 3.1 vengono riportati i conti trimestrali aggregati per l'area dell'euro. Questi forniscono informazioni esaustive sull'attività economica di famiglie (incluse le istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie), società non finanziarie e pubbliche amministrazioni nonché sulle interazioni fra tali settori, l'area dell'euro e il resto del mondo. I dati riportati, non stagionalizzati e a prezzi correnti, si riferiscono all'ultimo trimestre disponibile e vengono presentati in base ad una sequenza semplificata di conti conforme al quadro di riferimento metodologico del Sistema europeo dei conti 1995.

In breve, la sequenza di conti (transazioni) include: 1) la formazione del conto dei redditi che mostra come l'attività produttiva si traduca in varie categorie di reddito; 2) l'allocazione del conto dei redditi primari, che registra entrate e spese relative a varie forme di reddito da capitale (per l'economia nel suo insieme, il saldo del conto dei redditi primari e il reddito nazionale);

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) la distribuzione secondaria del conto dei redditi, che illustra come il reddito nazionale di un settore istituzionale subisca variazioni a causa dei trasferimenti correnti; 4) l'utilizzo del conto dei redditi, che dà conto di come il reddito disponibile viene speso per consumi o risparmiato; 5) il conto capitale, che presenta come i risparmi e i trasferimenti netti di capitale vengano spesi nell'acquisizione di attività non finanziarie (il saldo del conto capitale è l'accreditamento netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal momento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e

di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

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: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde 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). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza op-

zionali, la più lontana delle quali eccede un anno; quelli con scadenza indefinita. 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. Si stima che le 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 suddivisi in: a) titoli denominati in euro e in tutte le altre valute; b) titoli emessi da residenti nell'area dell'euro e totale dei titoli; c) scadenze di lungo termine e totale delle scadenze. 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 è stato depurato dagli effetti della stagionalità. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.2 contiene una scomposizione per settore di appartenenza di consistenze in essere, emissioni lorde ed emissioni nette di emittenti residenti nell'area dell'euro, come previsto dal SEC 95. La BCE è inclusa nell'Eurosistema.

I totali sulle consistenze in essere per il totale dei titoli e per quelli a lungo termine nella colonna 1 della tavola 1 della sezione 4.2 corrispondono ai dati per le emissioni di titoli totali e a lungo termine da parte di residenti nell'area dell'euro riportati nella colonna 7 della sezione 4.1. Le consistenze per i titoli di debito emessi da IFM (colonna 2 nella tavola 1 della sezione 4.2) sono in linea di massima confrontabili con i dati rela-

tivi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tasso fisso e variabile nella tavola 1 della sezione 4.2 è attribuibile alle obbligazioni a *zero coupon* e ad effetti di rivalutazione.

La sezione 4.3 riporta i tassi di crescita sui dodici mesi, corretti e non corretti per la stagionalità, per i titoli di debito emessi dai residenti nell'area dell'euro (suddivisi per scadenza, tipo di strumento, settore emittente e valuta di denominazione). Essi sono basati sulle transazioni finanziarie che avvengono quando un soggetto istituzionale contrae o redime una passività. I tassi di crescita sui dodici mesi, dunque, non includono riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non trae origine da transazioni. I tassi di crescita corretti sono stati annualizzati a scopo di presentazione. Per dettagli, cfr. le note tecniche.

La sezione 4.4 riporta, alle colonne 1, 4, 6 e 8, le consistenze in essere di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro suddivise per settore emittente. I dati mensili per le azioni quotate emesse da società non finanziarie corrispondono alle serie trimestrali riportate nella sezione 3.4 (bilancio finanziario e azioni quotate).

Alle colonne 3, 5, 7 e 9 della tavola 1 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 emette o rimborsa azioni per cassa, ad esclusione degli investimenti in azioni proprie. 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 di interesse che le IFM residenti nell'area dell'euro applicano sui depositi e sui prestiti denominati in euro alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area. I tassi di interesse delle IFM dell'area dell'euro sono calcolati come media ponderata (in base al relativo volume di attività) dei tassi di interesse dei paesi dell'area dell'euro per ciascuna categoria.

Le statistiche sui tassi di interesse delle IFM sono distinte per tipo di operazioni, per settore, per categoria e scadenza dello strumento, per periodo di preavviso o per periodo di determinazione iniziale del tasso di interesse. Le nuove statistiche sui tassi di interesse delle IFM sostituiscono le dieci serie statistiche transitorie sui tassi di interesse al dettaglio nell'area dell'euro pubblicate nel Bollettino mensile 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* precedente a gennaio 1999, i dati mensili, trimestrali e annuali sono medie nel periodo indicato. I tassi sui depositi a vista sono rappresentati dai tassi di interesse di fine periodo del mercato interbancario fino a dicembre 1998 incluso e successivamente da medie di periodo dell'Eonia (*euro overnight index average*). 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 tassi di fine periodo stimati sulla base della curva dei rendimenti nominali a breve dei titoli di debito denominati in euro con *rating* AAA emessi dalle amministrazioni centrali dell'area dell'euro. Le curve dei

rendimenti sono stimate sulla base del modello di Svensson³⁾. Sono disponibili anche gli *spread* tra i tassi a dieci anni e i tassi a tre mesi e a due anni. Ulteriori curve dei rendimenti (pubblicate giornalmente e corredate di figure e tavole) sono disponibili all'indirizzo internet <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>, dal quale è altresì possibile scaricare i dati giornalieri.

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 sugli indicatori di costo del lavoro, sul PIL e sulle componenti della spesa, sul valore aggiunto per branca di attività economica, sulla produzione industriale, sulle vendite al dettaglio, sulle immatricolazioni di nuove autovetture e sull'occupazione in termini di ore lavorate sono corrette per tenere conto del numero delle giornate lavorative.

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro (tavola 1 della 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

3) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 1051.

destagionalizzato e stime provvisorie dei prezzi amministrati basate sullo IAPC, entrambi 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 termine⁴⁾. A partire da gennaio 2009, per la produzione di statistiche di breve termine è stata utilizzata la classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2) prevista dal Regolamento (CE) n. 1893/2006 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 dicembre 2006, che definisce la classificazione statistica delle attività economiche NACE Revisione 2 e modifica il Regolamento (CEE) n. 3037/90 del Consiglio nonché alcuni regolamenti (CE) relativi a settori statistici specifici⁵⁾. 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 Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007⁶⁾. I prezzi alla produzione riflettono i prezzi *ex fabrica* e sono comprensivi di imposte indirette a esclusione dell'IVA e di altre imposte con soggetto passivo differente dal produttore ma pagate da quest'ultimo. La produzione industriale riflette il valore aggiunto delle industrie interessate.

I due indici dei prezzi delle materie prime non energetiche presentati nella tavola 3, sezione 5.1 sono redatti utilizzando lo stesso insieme di materie prime, ma avvalendosi di due diversi schemi di ponderazione: uno basato sulle rispettive importazioni di materie prime dell'area dell'euro (colonne 2-4) e l'altro (colonne 5-7) basato su una stima della domanda interna dell'area dell'euro, o "utilizzo", tenendo conto delle informazioni sulle importazioni, esportazioni e della produzione interna di ciascuna materia prima (ignorando, per semplificare, le scorte ritenute relativamente stabili nel periodo osservato). L'indice dei prezzi delle materie prime ponderato in base alle importazioni è adeguato all'analisi degli sviluppi esterni, mentre quello ponderato in base all'utilizzo è

adatto allo scopo specifico dell'analisi delle pressioni internazionali dei prezzi delle materie prime sull'inflazione dell'area dell'euro. Gli indici delle materie prime ponderati in base all'utilizzo rappresentano dati sperimentali. Per maggiori dettagli sulla compilazione degli indici dei prezzi delle materie prime della BCE, cfr. il riquadro 1 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

Gli indicatori di costo del lavoro (tavola 5 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 lavoro⁷⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003⁸⁾. Una scomposizione degli indicatori di costo 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 3 nella sezione 5.1) e le statistiche sull'occupazione (tavole 1, 2 e 3 nella sezione 5.3) sono ricavate dai conti nazionali trimestrali del SEC 95.

I dati sugli ordinativi nell'industria (cfr. tavola 4 nella sezione 5.2) 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,

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

5) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

6) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

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

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

della produzione di metalli, dei beni d'investimento e dei beni durevoli di consumo. I dati sono calcolati sulla base dei prezzi correnti.

Gli indici sul fatturato nell'industria e sulle vendite al dettaglio (cfr. 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 (al netto delle vendite di veicoli a motore e motocicli), ad esclusione del carburante per autotrazione. 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 (cfr. tavola 5 nella sezione 5.2) derivano da indagini svolte dalla Commissione europea.

I tassi di disoccupazione (cfr. tavola 4 nella sezione 5.3) sono rilevati in modo conforme alle raccomandazioni dell'Organizzazione internazionale del lavoro. 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 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 nelle sezioni 6.4 e 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, in base alle definizioni stabilite nel regolamento della Commissione europea n. 1500/2000 del 10 luglio 2000⁹⁾, 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. 479/2009 del Consiglio per quanto riguarda i riferimenti al SEC 95. 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 sui conti trimestrali non finanziari delle amministrazioni pubbliche¹⁰⁾. 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. 222/2004 e quelli forniti dalle BCN.

TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

Nella compilazione delle statistiche relative alla bilancia dei pagamenti (b.d.p.) e alla posizione

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

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

patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹¹⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹²⁾. 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* (maggio 2007) e nei rapporti delle *Task Force Portfolio Investment Collection Systems* (giugno 2002), *Portfolio Investment Income* (agosto 2003) e *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.cmf.org) il rapporto della *Task Force* congiunta BCE/Commissione europea (Eurostat) che analizza la qualità delle statistiche su bilancia dei pagamenti e posizione patrimoniale (giugno 2004). Il rapporto annuale sulla qualità delle statistiche sulla b.d.p/p.p.e. dell'area, basato sulle raccomandazioni della *Task Force* e sui principi di base dell'*ECB Statistics Quality Framework* di aprile 2008, è disponibile sul sito Internet della BCE.

Le tavole delle sezioni 7.1 e 7.4 seguono le convenzioni del Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti: avanzi nel conto corrente e nel conto capitale sono riportati con un segno positivo, mentre nel conto finanziario un segno positivo indica un incremento delle passività o un decremento delle attività. Nelle tavole della sezione 7.2 sia le transazioni a credito sia quelle a debito sono presentate con un segno positivo. Inoltre, a partire dal numero di febbraio 2008 di questo Bollettino, la struttura delle tavole della sezione 7.3 è stata modificata al fine di consentire una presentazione contestuale dei dati sulla bilancia dei pagamenti, della posizione patrimoniale sull'estero e dei relativi tassi di crescita; nelle nuove tavole, le transazioni in attività e passività che producono un incremento delle posizioni sono indicate 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 dettati 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 7.2, la tavola 1 riporta anche dati di conto corrente corretti per la stagionalità. Laddove necessario, i dati sono corretti per tenere conto anche degli effetti del numero delle giornate lavorative, degli anni bisestili e della Pasqua. La tavola 3 della sezione 7.2 e la tavola 9 della sezione 7.3 forniscono una scomposizione della b.p.d. e della posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro nei confronti dei principali paesi partner, presi singolarmente o come gruppo, operando una distinzione tra stati membri dell'UE che non hanno adottato l'euro e aree o paesi non appartenenti 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 transazioni e le posizioni relative alle passività negli investimenti di portafoglio, ai derivati finanziari o alle riserve ufficiali non sono incluse nella scomposizione. Non sono inoltre riportati dati separati per i redditi da capitale che fanno capo al Brasile, alla Cina continentale, all'India o alla Russia. Un'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 di questo Bollettino.

Le statistiche relative alla b.d.p e alla p.p.e. dell'area dell'euro nella sezione 7.3 sono redatte

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

12) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

sulla base delle transazioni e delle posizioni nei confronti dei non residenti dell'area dell'euro, considerando l'area dell'euro come una singola entità economica (cfr., in questo Bollettino, il riquadro 9 del numero di dicembre 2002, il riquadro 5 del gennaio 2007 e il riquadro 6 del gennaio 2008). 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 per le azioni non quotate e altri investimenti (ad esempio, prestiti e depositi). 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.

La tavola 1 nella sezione 7.3 fornisce una sintesi della p.p.e. e delle transazioni finanziarie per la bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. La scomposizione della variazione nella p.p.e. annuale si ottiene applicando un modello statistico alle variazioni della p.p.e., diverse dalle transazioni, sulla base di informazioni derivate dalla scomposizione geografica, dalla composizione valutaria delle attività e delle passività, nonché dagli indici dei prezzi delle diverse attività finanziarie. Le colonne 5 e 6 di questa tavola si riferiscono agli investimenti diretti da parte di unità residenti all'estero e all'investimento diretto da unità non residenti nell'area dell'euro.

Nella tavola 5 della sezione 7.3 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.

Le consistenze delle riserve ufficiali e di altre attività e passività connesse dell'Eurosistema

sono riportate nella tavola 7 della sezione 7.3. 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 tavola 7 sono conformi allo schema di riferimento sulle riserve internazionali e le attività liquide in valuta. Le attività incluse nelle riserve ufficiali dell'Eurosistema tengono conto, per definizione, della composizione evolutiva dell'area dell'euro. Nel periodo precedente all'entrata di un paese nell'area dell'euro, le attività detenute dalla banca centrale nazionale del paese sono incluse alla voce investimenti di portafoglio (se si tratta di titoli) oppure altri investimenti (nel caso di attività di altra natura). Le variazioni delle riserve auree dell'Eurosistema (colonna 3) sono dovute a transazioni in oro nell'ambito dei termini del Central Bank Gold Agreement (Accordo tra le banche centrali sull'oro) del 26 settembre 1999, che è stato aggiornato il 27 settembre 2009. Maggiori informazioni sulla rilevazione ai fini statistici delle riserve ufficiali dell'Eurosistema possono essere ricavate dalla pubblicazione della BCE *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (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.

Le statistiche sul debito estero lordo dell'area dell'euro riportate nella tavola 8 della sezione 7.3 indicano la consistenza effettiva (e non quella potenziale) delle passività nei confronti di non residenti nell'area dell'euro che comportano il pagamento di capitale e/o interessi da parte del debitore in uno o successivi istanti futuri. La tavola 8 presenta una scomposizione del debito estero lordo per strumento e settore istituzionale.

La sezione 7.4 contiene una presentazione monetaria della b.d.p dell'area dell'euro, nella quale vengono riportate le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM che riflettono le transazioni esterne nette delle IFM. Le transazioni delle istituzioni diverse dalle IFM includono transazioni di b.d.p. per le quali non è disponibile

una scomposizione per settore. Tali transazioni sono relative al conto corrente e al conto capitale (colonna 2) e agli strumenti finanziari derivati (colonna 11). Una nota metodologica aggiornata sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro è disponibile nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE. Si veda anche il riquadro 1 nel numero di giugno 2003 di questo Bollettino.

La sezione 7.5 riporta i dati sul commercio estero (in beni) dell'area dell'euro. La fonte dei dati è l'Eurostat. I dati in valore e gli indici di volume sono stagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative. 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) e corrisponde alla classificazione elementare dei beni nel Sistema dei conti nazionali. Le definizioni di beni manufatti (colonne 7 e 12) e di petrolio (colonna 13) sono coerenti con la definizione del SITC rev. 4. Nella scomposizione geografica (tavola 3 nella sezione 7.5) sono riportati i principali partner commerciali, individualmente o per gruppi regionali. La Cina 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 7.1 e 7.2). Una parte della discrepanza è attribuibile, nei dati relativi al commercio estero, all'inclusione dei servizi di assicurazione e trasporto nei dati relativi ai beni importati.

I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (o prezzi industriali dell'output per il mercato non interno) riportati nella tavola 2, sezione 7.5 sono stati introdotti dal Regolamento (CE) n. 1158/2005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 luglio 2005 che modifica il regolamento (CE) n. 1165/98 del Consiglio, e che rappresenta il principale riferimento normativo per le statistiche a breve termine. L'indice dei prezzi all'importazione dei beni industriali include i

beni industriali importati dall'esterno dell'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E della Classificazione statistica dei prodotti associata alle attività nella Comunità economica europea e tutti i settori istituzionali degli importatori, fatta eccezione per le famiglie, le pubbliche amministrazioni e le istituzioni senza scopo di lucro. L'indice riflette il prezzo di costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore al netto di dazi e imposte, e si riferisce alle effettive transazioni in euro registrate una volta trasferita la proprietà dei beni. I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono a tutti i prodotti industriali esportati direttamente da produttori dell'area dell'euro verso il mercato esterno all'area dell'euro inclusi nelle sezioni da B a E del NACE Rev. 2. Non sono incluse le esportazioni e le riesportazioni da parte di grossisti. Gli indici riflettono il prezzo f.o.b. (*free on board*) espresso in euro e calcolato ai confini dell'area dell'euro, incluso le imposte indirette e fatta eccezione per l'IVA e altre imposte deducibili. I prezzi all'importazione dei prodotti industriali e i prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni seguono la classificazione dei Raggruppamenti principali di industrie (RPI) definiti nel Regolamento (CE) della Commissione n. 656/2007 del 14 giugno 2007. Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 11 nel numero di dicembre 2008 di questo Bollettino.

TASSI DI CAMBIO

Nella sezione 8.1 sono riportati gli indici dei tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro, reali e nominali, calcolati dalla BCE sulla base di medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali nei confronti delle valute di alcuni 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, 1998-2000, 2001-2003 e 2004-2006 e sono calcolati in modo da tenere conto della concorrenza sui mercati terzi. Gli indici TCE sono ottenuti concatenando gli indici basati su ciascuno dei quattro set di pesi al termine di ciascun periodo triennale. L'indice TCE risultante

ha come periodo base il primo trimestre 1999. Il gruppo di partner commerciali del TCE-21 è composto dagli 11 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-41 comprende quelli del TCE-21 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. 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 5 *Andamenti dell'interscambio internazionale e revisione dei tassi di cambio effettivi dell'euro* nel numero di gennaio 2010 di questo Bollettino, la nota metodolo-

gica 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 dell'UE (cfr. sezione 9.1) seguono gli stessi principi dei dati relativi all'area dell'euro. Pertanto i dati sul conto corrente e sul conto capitale e sul debito estero lordo includono le società veicolo (*special-purpose vehicles*). I dati per gli Stati Uniti e per il Giappone (cfr. sezione 9.2) sono ottenuti da fonti nazionali.



ALLEGATI

CRONOLOGIA DELLE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELL'EUROSISTEMA ¹⁾

15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo del-

¹⁾ La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

la BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE, 8 OTTOBRE E 5 NOVEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 DICEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 13 aprile 2010.

14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

4 MARZO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla proce-

dure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi, a partire dall'operazione da aggiudicare il 28 aprile 2010.

8 APRILE E 6 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

10 MAGGIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide di adottare diverse misure per far fronte alle gravi tensioni nei mercati finanziari. In particolare decide di condurre interventi nei mercati dei titoli di debito dei settori pubblico e privato dell'area dell'euro (Programma relativo ai mercati dei titoli) e di adottare una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni regolari di rifinanziamento a più lungo termine, con scadenza a tre mesi, a maggio e giugno 2010.

10 GIUGNO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Decide inoltre di adottare una procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per le regolari operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi previste per il terzo trimestre del 2010.

8 LUGLIO E 5 AGOSTO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 SETTEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 gennaio 2011, in particolare l'adozione di una procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi.

7 OTTOBRE E 4 NOVEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

2 DICEMBRE 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 aprile 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

13 GENNAIO 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati, rispettivamente, all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.





PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



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.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

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 dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

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, come ad esempio 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.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

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.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

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 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.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

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 (definita come PIL, in volume, 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 (ivi incluse le amministrazioni

ni pubbliche e il settore privato) e i titoli 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, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, 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.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

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.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'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 denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è 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 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, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [*collateral*]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

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, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

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, 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 inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (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 corrisposte 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 *note*, 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 pari almeno 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 operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [*enhanced credit support*]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

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 assorbimento della liquidità [*liquidity-absorbing operation*]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [*open market operation*]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [*longer-term refinancing operation (LTRO)*]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e un anno.

Operazione di rifinanziamento marginale [*marginal lending facility*]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [*main refinancing operation (MRO)*]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [*reverse transaction*]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [*central parity (or central rate)*]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [*purchasing power parity (P.P.P.)*]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze

dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

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, al netto delle 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 (in volume) 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 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione 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 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione 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 o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: 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 o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

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.

Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]: settore che secondo la definizione del SEC 95 comprende tutte le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. In alcuni casi, esse si limitano a detenere le attività cartolarizzate e provvedono a emettere i titoli per il tramite di una diversa entità, che è spesso a sua volta una SVF.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: è definita dal Consiglio direttivo 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.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

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. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i 10 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli 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 marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prestatore) 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, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

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.

