



BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA

01 | 2011

02 | 2011

03 | 2011

04 | 2011

05 | 2011

06 | 2011

07 | 2011

08 | 2011

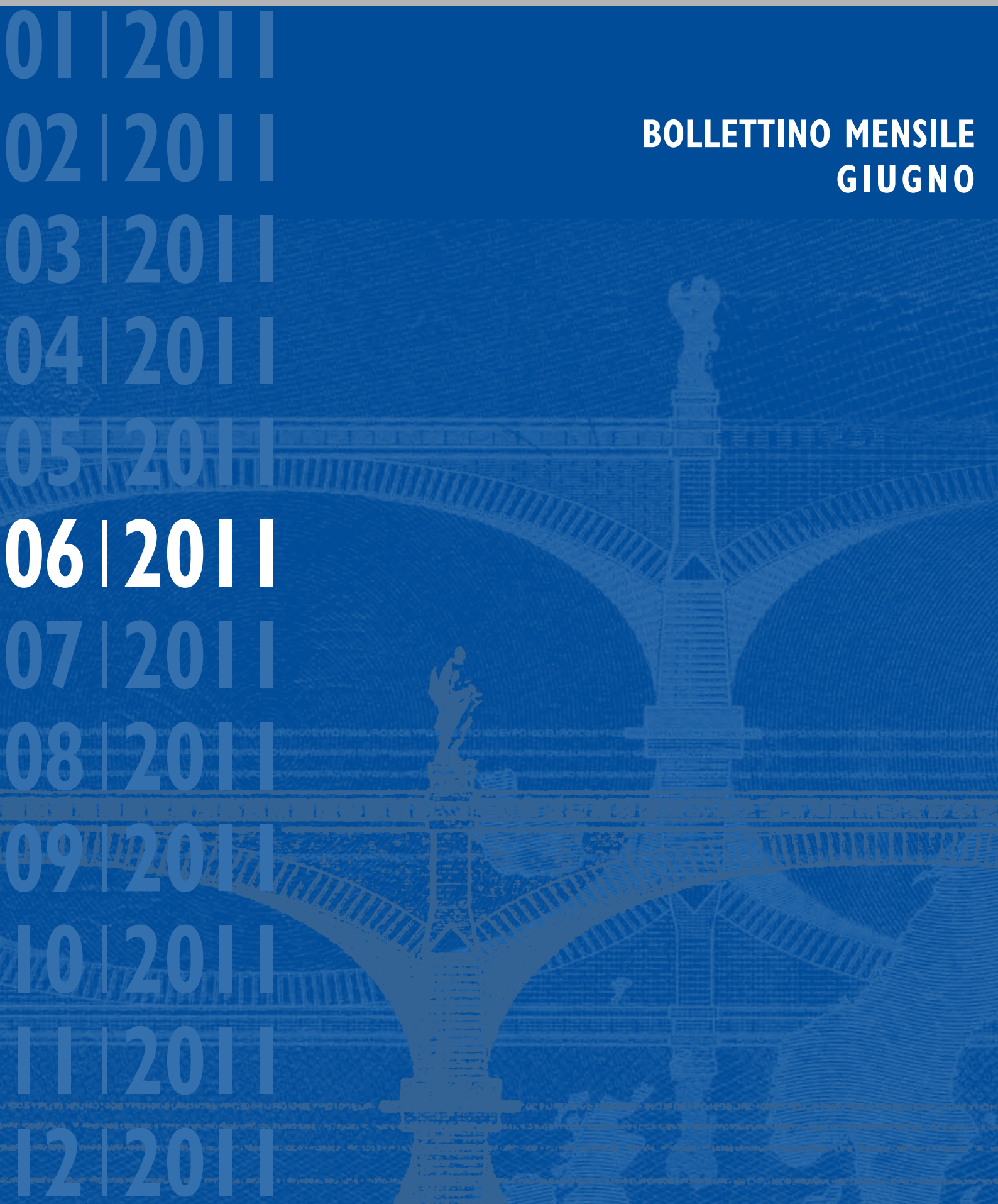
09 | 2011

10 | 2011

11 | 2011

12 | 2011

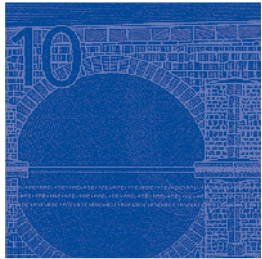
BOLLETTINO MENSILE GIUGNO





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE GIUGNO 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
all'8 giugno 2011.*

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

*Stampato nel mese di giugno 2011
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro	9
Gli andamenti monetari e finanziari	29
Prezzi e costi	63
La produzione, la domanda e il mercato del lavoro	73
Andamento della finanza pubblica	94
Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema	105

Riquadri:

1 L'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: una valutazione basata sulla curva di Phillips	11
2 L'esperienza della correzione macroeconomica nei paesi baltici	17
3 La crescita dell'aggregato monetario ampio nell'area dell'euro e il riassorbimento della liquidità accumulata	35
4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 9 febbraio al 10 maggio 2011	43
5 Verifica incrociata tra stime dell' <i>output gap</i> dell'area dell'euro e altri indicatori ciclici	76
6 Andamenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino a marzo 2011	82
7 La legge di Okun e i recenti andamenti del prodotto e della disoccupazione nell'area dell'euro	90
8 La passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio	100

9 L'impatto della crisi economica e finanziaria mondiale sulle finanze pubbliche nell'Europa centrale e orientale	102
---	-----

10 Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio	105
--	-----

11 Previsioni formulate da altre organizzazioni	110
---	-----

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema	I
--	---

Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale)	V
--	---

Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea	VII
---	-----

Glossario	IX
-----------	----

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 9 giugno, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 5 maggio confermano il persistere di pressioni al rialzo sull'inflazione complessiva, derivanti soprattutto dalle quotazioni dell'energia e delle materie prime. Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo sta gradualmente risalendo. La liquidità monetaria è tuttora abbondante e potrebbe consentire l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. Inoltre, i dati più recenti confermano la positiva dinamica di fondo dell'attività economica nell'area dell'euro, a fronte di un grado di incertezza persistentemente elevato. Nel complesso, l'orientamento della politica monetaria resta accomodante, offrendo sostegno all'economia. Nell'insieme, i rischi riguardo alle prospettive per la stabilità dei prezzi sono orientati verso l'alto. Di conseguenza, è necessario tenere un atteggiamento molto vigile. Sulla base della sua valutazione, il Consiglio direttivo interverrà con fermezza e tempestività. Farà tutto ciò che occorre per evitare che la recente evoluzione dei prezzi produca pressioni inflazionistiche generalizzate. Il Consiglio direttivo resta fermamente determinato ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Questo costituisce un presupposto indispensabile affinché la politica monetaria seguita contribuisca alla crescita e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro.

Nella riunione del 9 giugno il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di seguire a condurre le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, finché ciò sarà necessario e in ogni caso fino al termine del nono periodo di mantenimento del 2011, l'11 ottobre. Questa procedura resterà in vigore anche per le operazioni di rifinan-

ziamento dell'Eurosistema con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, che continueranno a essere condotte finché necessario e almeno fino al termine del terzo trimestre del 2011. A tali operazioni si applicherà il tasso fisso vigente per l'ORP del rispettivo periodo. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di effettuare tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi e aggiudicazione il 27 luglio, il 31 agosto e il 28 settembre 2011; a ciascuna di queste si applicherà un tasso corrispondente alla media dei tassi delle ORP condotte nell'arco della rispettiva durata.

Come dichiarato in precedenti occasioni, l'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento saranno adeguate al momento opportuno, tenendo presente che tutte le misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie sono, per come strutturate, di natura temporanea.

Per quanto concerne l'analisi economica, nel primo trimestre del 2011 l'area dell'euro ha registrato una forte crescita del PIL in termini reali, pari allo 0,8 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,3 del quarto trimestre del 2010. I recenti dati statistici e gli ultimi indicatori basati sulle indagini congiunturali segnalano per il secondo trimestre il procedere dell'espansione dell'attività economica nell'area, ancorché a un ritmo più moderato. Questo rallentamento rispecchia il fatto che la vigorosa crescita del primo trimestre è in parte dovuta a fattori straordinari, il cui impatto verrà meno nel secondo trimestre. È quindi opportuno guardare oltre la variabilità di breve periodo e porre l'accento sulla dinamica di fondo positiva dell'attività economica nell'area. In prospettiva, le esportazioni dell'area dell'euro dovrebbero essere sostenute dall'espansione in atto a livello mondiale. Al tempo stesso, tenuto conto del favorevole clima di fiducia delle imprese nell'area, la domanda interna del settore privato do-

vrebbe fornire un contributo sempre più consistente alla crescita economica, beneficiando dell'orientamento tuttora accomodante della politica monetaria e delle misure adottate per migliorare il funzionamento del sistema finanziario. Ci si attende tuttavia che l'attività resti in certa misura frenata dal processo di aggiustamento dei bilanci in diversi comparti.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di questo mese, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono una crescita annua del PIL in termini reali compresa tra l'1,5 e il 2,3 per cento nel 2011 e tra lo 0,6 e il 2,8 per cento l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni dello scorso marzo, elaborate dagli esperti della BCE, l'intervallo di valori per il 2011 è stato rivisto al rialzo, mentre quello per il 2012 rimane sostanzialmente invariato. Le proiezioni di giugno dell'Eurosistema sono sostanzialmente in linea con le recenti previsioni delle organizzazioni internazionali.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo i rischi per queste prospettive economiche restano sostanzialmente bilanciati, in un contesto di elevata incertezza. Da un lato, il favorevole clima di fiducia delle imprese potrebbe sostenere l'attività interna dell'area dell'euro più di quanto ci si aspetti al momento e anche una più forte domanda esterna potrebbe fornire alla crescita un contributo maggiore del previsto. Dall'altro lato, i rischi al ribasso sono connessi alle continue tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari che potrebbero propagarsi all'economia reale dell'area. I rischi al ribasso riguardano anche gli ulteriori rincari dell'energia, le 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 l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è stata pari al 2,7 per cento in maggio, dopo il 2,8 di aprile. I tassi di inflazione relativamente elevati degli ultimi mesi sono am-

piamente riconducibili ai rincari dell'energia e delle materie prime. In prospettiva, è probabile che restino nettamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Le pressioni al rialzo sull'inflazione, derivanti soprattutto dalle quotazioni dell'energia e delle materie prime, sono ravvisabili anche nelle fasi iniziali del processo produttivo. Resta indispensabile che l'aumento dell'inflazione armonizzata non generi effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi, dando luogo a spinte inflazionistiche generalizzate. Le aspettative di inflazione devono rimanere 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.

Le proiezioni macroeconomiche di questo mese, formulate per l'area dell'euro dagli esperti dell'Eurosistema, prevedono un tasso annuo di inflazione armonizzata tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,1 e il 2,3 per cento nel 2012. Rispetto alle proiezioni dello scorso marzo, elaborate dagli esperti della BCE, l'intervallo di valori per il 2011 è stato rivisto al rialzo, per effetto dei prezzi più elevati dell'energia. Per il 2012 l'intervallo risulta in certa misura meno ampio. È opportuno ricordare che le proiezioni sono soggette per costruzione a una serie di ipotesi puramente tecniche, concernenti fra l'altro i prezzi del petrolio, i tassi di interesse e i tassi di cambio. In particolare, si assume che le quotazioni del greggio diminuiscano in certa misura e che i tassi di interesse a breve termine aumentino, in linea con le aspettative del mercato. Nel complesso, le proiezioni incorporano la valutazione che gli elevati tassi di inflazione osservati di recente non producano pressioni inflazionistiche più generalizzate nell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive di medio termine sull'evoluzione dei prezzi restano orientati verso l'alto; in particolare riguardano aumenti delle quotazioni dell'energia più elevati di quanto ipotizzato. Inoltre vi è il rischio che gli incrementi delle imposte indirette e dei prez-

zi amministrati superino le ipotesi correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Infine, i rischi al rialzo potrebbero derivare da pressioni interne sui prezzi più accentuate rispetto alle attese, a fronte del crescente grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro.

Passando all'analisi monetaria, il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è stato pari al 2,0 per cento in aprile, dopo il 2,3 di marzo. Al di là della recente variabilità delle sue dinamiche, l'aggregato ampio M3 ha continuato ad accelerare negli ultimi mesi. Il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti al settore privato è salito leggermente in aprile, portandosi al 2,6 per cento dal 2,5 di marzo. Nel complesso, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo sta gradualmente risalendo. Al tempo stesso, la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensioni finanziarie rimane abbondante e potrebbe consentire l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro.

Per quanto riguarda le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è diminuito in aprile, mentre è aumentato quello degli altri depositi a breve termine. Tale evoluzione riflette in parte il graduale incremento della remunerazione di questi depositi negli ultimi mesi. Nel contempo, l'inclinazione accentuata della curva dei rendimenti implica un effetto frenante sull'espansione complessiva di M3, poiché riduce l'appetibilità delle attività monetarie rispetto agli strumenti a più lungo termine, meglio remunerati, non compresi in tale aggregato. Le informazioni disponibili indicano tuttavia il possibile venir meno di questo effetto.

Dal lato delle contropartite, si è registrata un'ulteriore lieve accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie, che in aprile sono incrementati dell'1,0 per cento dopo lo 0,8 di marzo. Il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie si è collocato al 3,4 per cento in aprile, restando invariato rispetto al mese precedente. I dati più recenti confermano un protratto

graduato rafforzamento dell'espansione sui dodici mesi dei prestiti al settore privato non finanziario.

Le dimensioni complessive dei bilanci bancari sono rimaste sostanzialmente immutate negli ultimi mesi, malgrado una certa variabilità. È importante che le banche continuino ad ampliare l'offerta di credito al settore privato, a fronte dell'aumento della domanda. Ove necessario, per raccogliere questa sfida le banche devono senza meno trattenere gli utili, ricorrere al mercato per rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale, oppure sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione. In particolare, quelle che al momento hanno un accesso limitato al finanziamento sul mercato devono incrementare con urgenza il proprio capitale e il proprio livello di efficienza.

In sintesi, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi d'interesse di riferimento della BCE. Le informazioni che si sono rese disponibili dopo la riunione dello scorso 5 maggio confermano il persistere di pressioni al rialzo sull'inflazione complessiva, derivanti soprattutto dalle quotazioni dell'energia e delle materie prime. La verifica incrociata dei risultati dell'analisi economica con quelli dell'analisi monetaria indica che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo sta gradualmente risalendo. La liquidità monetaria è tuttora abbondante e potrebbe consentire l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. Inoltre, i dati più recenti confermano la positiva dinamica di fondo dell'attività economica nell'area dell'euro, a fronte di un grado di incertezza persistentemente elevato. Nel complesso, l'orientamento della politica monetaria resta accomodante, offrendo sostegno all'economia. Nell'insieme, i rischi riguardo alle prospettive per la stabilità dei prezzi sono orientati verso l'alto. Di conseguenza, è necessario tenere un atteggiamento molto vigile. Sulla base della sua valutazione, il Consiglio direttivo interverrà con fermezza e tempestività.

Farà tutto ciò che occorre per evitare che la recente evoluzione dei prezzi produca pressioni inflazionistiche generalizzate. Il Consiglio direttivo resta fermamente determinato ad assicurare il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, in linea con l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Questo costituisce un presupposto indispensabile affinché la politica monetaria seguita contribuisca alla crescita e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro.

Passando ai conti pubblici, tutte le parti coinvolte nella preparazione dei bilanci nazionali per il 2012 devono assicurare che siano pienamente in linea con l'esigenza di promuovere la fiducia nelle politiche fiscali. Un raffronto tra le ultime previsioni economiche della Commissione europea e i piani di finanza pubblica inclusi nei programmi di stabilità mette in luce che in molti paesi occorre sostenere gli obiettivi di bilancio con misure di risanamento concrete, al fine di correggere i

disavanzi eccessivi entro i termini concordati. L'attuazione di strategie credibili per il riequilibrio dei conti pubblici è fondamentale, date le pressioni che si continuano a osservare nei mercati finanziari.

Al tempo stesso è necessario che nell'area dell'euro siano attuate con urgenza riforme strutturali ambiziose e di ampia portata, per rafforzare in misura consistente la competitività, la flessibilità e il potenziale di crescita a lungo termine. In particolare, i paesi che risentono di disavanzi di bilancio e disavanzi esterni elevati o che registrano perdite di competitività dovrebbero portare rapidamente a termine un programma organico di riforme economiche. Nei mercati dei beni e servizi dovrebbero essere perseguite con forza politiche di stimolo alla concorrenza e all'innovazione, al fine di promuovere la crescita della produttività. Sul fronte del mercato del lavoro, la priorità va accordata al potenziamento della flessibilità salariale e degli incentivi all'occupazione, nonché all'eliminazione delle rigidità di mercato.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'attività economica ha continuato a registrare un'espansione robusta e sempre più in grado di autoalimentarsi, nel contesto di un miglioramento delle condizioni finanziarie mondiali. Tuttavia, la forte crescita economica globale ha perso lievemente slancio negli ultimi mesi. Al tempo stesso, permangono andamenti ciclici differenziati tra le varie regioni. L'interscambio mondiale ha evidenziato ritmi di incremento ancora sostenuti nella prima parte dell'anno. Le pressioni inflazionistiche sono rimaste forti, alimentate soprattutto dai rincari delle materie prime. Nelle economie emergenti le spinte sui prezzi sono più pronunciate che nei paesi avanzati, a causa dei crescenti vincoli di capacità e del maggior peso delle materie prime nei panieri di consumo.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

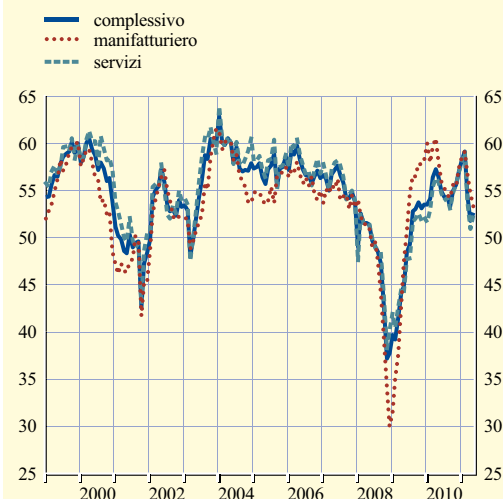
L'attività economica mondiale ha continuato a registrare un'espansione robusta e sempre più in grado di autosostenersi, nel contesto di un miglioramento delle condizioni finanziarie globali. Gli indicatori congiunturali più recenti segnalano tuttavia una lieve moderazione dell'attività rispetto ai tassi elevati di incremento degli inizi dell'anno. Al tempo stesso, permangono andamenti ciclici differenziati tra le varie regioni. Nelle economie avanzate l'impatto delle calamità naturali, l'esigenza di una più rigorosa azione di risanamento dei conti pubblici e il perdurante processo di aggiustamento dei bilanci del settore privato hanno contribuito a frenare la crescita. Più nel dettaglio, negli Stati Uniti la ripresa economica è rimasta piuttosto moderata, data la gravità della recessione risultante dalla crisi finanziaria mondiale, ma è sempre più sostenuta dalla domanda privata interna. In Giappone il terremoto che ha colpito la parte orientale del paese ha provocato una forte contrazione dell'attività sul breve periodo, ma le sue ripercussioni globali dovrebbero essere piuttosto limitate se le turbative nelle principali filiere produttive mondiali resteranno contenute. Nel Regno Unito la crescita è stata frenata dalle condizioni meteorologiche avverse al volgere dell'anno e ha poi continuato a evidenziare un andamento piuttosto stagnante in presenza di misure di restrizione fiscale. Nelle economie emergenti, invece, l'attività è rimasta vigorosa. Perdurano pressioni di surriscaldamento, soprattutto in Asia, nonostante le azioni volte a contenere la crescita attraverso politiche monetarie e fiscali più restrittive. In America latina l'economia ha tratto ulteriore sostegno dal livello elevato dei prezzi delle materie prime.

I risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano una perdita di slancio dell'attività economica su scala internazionale. L'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) si è leggermente risollevato in maggio, dopo il calo pronunciato del mese precedente, portandosi a 52,6. Tale livello resta al di sopra del valore soglia tra espansione e contrazione fissato a 50, ma ben al di sotto del massimo dell'anno raggiunto in febbraio (59,1). Oltre a evidenziare un ulteriore indebolimento del settore manifatturiero mondiale in maggio, l'indice mostra una lieve ripresa di quello dei servizi dopo la marcata flessione del mese precedente (cfr. figura 1). La riduzione della crescita economica mondiale negli ultimi mesi segnalata dal calo del PMI ha riflesso in larga parte il netto ridimensionamento del prodotto giapponese, oltre che il raffreddamento della dinamica negli Stati Uniti. L'indice generale mondiale relativo ai nuovi ordinativi è stato pari a 53,0 a maggio, contro livelli superiori a 58 nei primi due mesi dell'anno, a indicare una moderazione anche di questa componente dell'attività.

L'interscambio mondiale ha continuato a espandersi a ritmi piuttosto sostenuti nella prima parte dell'anno. Nei tre mesi fino a marzo 2011 la sua crescita in volume è stata pari al 3,6 per cento sul trimestre precedente, a indicare una dinamica ancora vigorosa. L'incremento più recente riflette in larga misura la forte espansione del commercio estero di Stati Uniti, Asia ed Europa centrale e orientale, la quale ha più che compensato il crollo degli scambi in Giappone dopo la calamità naturale che ha colpito il paese e il calo delle esportazioni in Africa e Medio Oriente. Gli indicatori delle indagini congiunturali segnalano una lieve perdita di slancio del commercio mondiale, che è

Figura 1 PMI sulla produzione mondiale

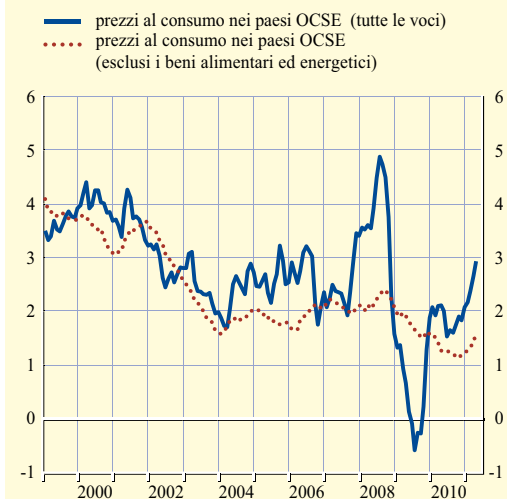
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

tuttavia inferiore a quella dell'attività economica. A maggio il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero era pari a 52,4, contro una media di 55,6 nel primo trimestre dell'anno.

L'inflazione complessiva a livello internazionale ha continuato a salire in presenza di crescenti pressioni sui prezzi, connesse principalmente ai corsi elevati delle materie prime. Anche se gli indicatori delle indagini congiunturali più recenti mostrano una lieve moderazione delle spinte inflazionistiche su scala mondiale in linea con la recente correzione dei prezzi delle materie prime e la moderazione della crescita economica, a maggio l'indice mondiale PMI relativo ai prezzi degli *input* è rimasto pari a 63,2, ancora ben al di sopra della sua media di lungo periodo ma al di sotto del livello raggiunto nel primo trimestre dell'anno. Nelle economie avanzate l'inflazione è aumentata costantemente sia nella seconda metà del 2010 sia nel 2011, soprattutto a causa delle quotazioni elevate del petrolio e delle materie prime non petrolifere. Nell'area dell'OCSE i prezzi al consumo sono saliti del 2,9 per cento sui dodici mesi in aprile (dal 2,7 di marzo), il valore più alto da ottobre 2008 (cfr. figura 2). Al tempo stesso il tasso di inflazione calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è aumentato all'1,6 per cento. Nei paesi avanzati la crescita più contenuta dell'inflazione misurata escludendo la componente alimentare ed energetica è stata associata al perdurante margine di capacità inutilizzata e alla dinamica salariale modesta in gran parte delle economie. Nei paesi emergenti in rapida espansione, invece, le spinte inflazionistiche sono state più pronunciate e a marzo l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita, in media, a circa il 6,5 per cento in presenza di crescenti vincoli di capacità e di un maggiore peso delle materie prime nei rispettivi panieri di consumo.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia continua a recuperare, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al quarto trimestre del 2010. La seconda stima del Bureau of Economic Analysis relativa al primo trimestre del 2011 ha confermato quella preliminare di un incremento del PIL in termini reali pari all'1,8 per cento in ragione d'anno, contro il 3,1 del periodo precedente, mentre ha rivisto la composizione della crescita. L'indebolimento rispetto al trimestre precedente riflette una considerevole moderazione

della spesa per consumi privati; la decelerazione degli investimenti in infrastrutture è stata invece lievemente meno marcata. Si conferma la decisa flessione della spesa pubblica. Inoltre, anche se l'interscambio netto ha fornito un contributo ancora negativo, sia le importazioni sia le esportazioni sono state riviste notevolmente al rialzo. La crescita del PIL in termini reali continua a essere sorretta dall'accumulo delle scorte, il cui impatto positivo è cresciuto ulteriormente.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,2 per cento in aprile (dal 2,7 di marzo). L'aumento ha riflesso in larga parte l'ulteriore ascesa dell'indice relativo ai beni energetici (19,0 per cento, un livello non più osservato dall'inizio del 2010) e, in misura inferiore, dei beni alimentari (3,2 per cento). Il tasso calcolato al netto della componente alimentare ed energetica è cresciuto a ritmi ancora relativamente modesti, portandosi all'1,3 per cento in aprile, dall'1,2 di marzo. Gli andamenti dei costi delle abitazioni hanno continuato a esercitare spinte al ribasso sull'inflazione complessiva: il tasso ottenuto escludendo gli alloggi è stato pari al 4,2 per cento in aprile.

Si prevede in prospettiva che la recente decelerazione del PIL in termini reali sia transitoria e che l'economia continui a recuperare, sebbene a ritmi inferiori rispetto ad altri episodi di ripresa. Nel breve periodo è probabile che la crescita sia ancora sostenuta da miglioramenti moderati del mercato del lavoro e da politiche monetarie e fiscali accomodanti, assieme a condizioni di finanziamento sempre più favorevoli. È d'altro canto verosimile che gli andamenti dell'attività e dei prezzi nel settore dell'edilizia residenziale restino per qualche tempo deboli e che quindi pesino sulla ripresa. Successivamente, il venir meno del sostegno offerto da alcune misure fiscali temporanee potrebbe determinare una lieve moderazione del ritmo di espansione economica. Inoltre, le discussioni in corso sull'innalzamento del massimale per il debito – che è stato raggiunto di recente – potrebbero accrescere le incertezze o tradursi in un'ulteriore riduzione della spesa pubblica, attenuando ulteriormente l'impulso fiscale positivo. Più in generale, le prospettive per le finanze pubbliche restano una fonte di preoccupazione nel medio periodo. Per quanto concerne i prezzi, le spinte al rialzo sull'IPC complessivo provenienti dai beni energetici e alimentari potrebbero iniziare a moderarsi; l'aumento contenuto ma costante dell'inflazione di fondo indica nel contempo che i costi continueranno a spingere i prezzi verso l'alto al rafforzarsi della ripresa economica (cfr. anche il riquadro 1).

Riquadro 1

L'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI: UNA VALUTAZIONE BASATA SULLA CURVA DI PHILLIPS

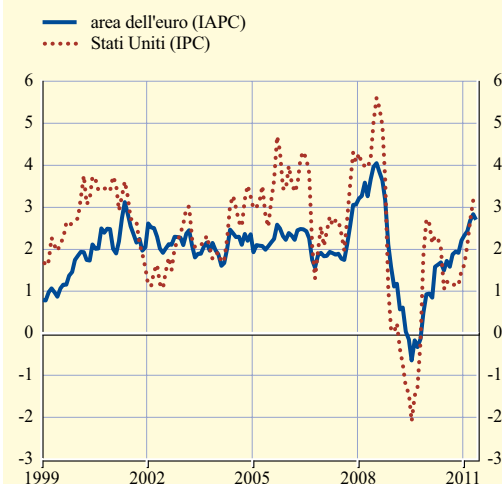
Negli ultimi anni l'inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è stata notevolmente influenzata dai prezzi delle materie prime a livello mondiale. Al tempo stesso ha evidenziato andamenti difformi nelle due regioni, riconducibili alle differenze in termini di impatto finale delle quotazioni delle materie prime e grado di pressione sui prezzi interni per effetto della situazione economica. In tale contesto, questo riquadro utilizza un modello semplice basato sulla curva di Phillips per spiegare il diverso ruolo di alcune determinanti fondamentali degli andamenti recenti dell'inflazione quali le aspettative di inflazione, il margine di capacità inutilizzata e i corsi delle materie prime.

Andamenti recenti e componenti principali dell'inflazione

Negli ultimi anni l'inflazione complessiva ha seguito andamenti analoghi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti: dopo i livelli elevati di metà 2008 (rispettivamente pari al 4,0 e a oltre il 5,5

Figura A Inflazione al consumo complessiva

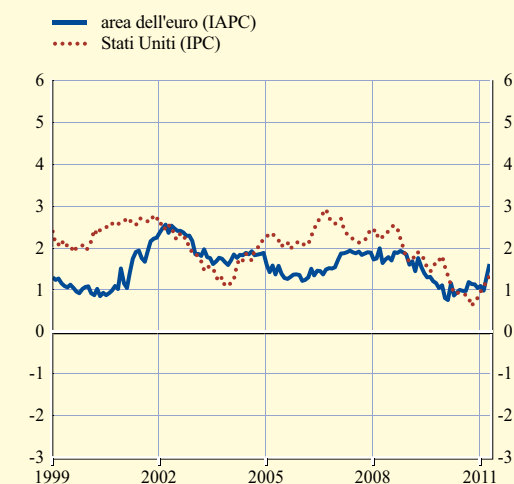
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e US Bureau of Labor Statistics.
 Nota: l'ultima osservazione è relativa ad aprile 2011 per gli Stati Uniti e a maggio 2011 per l'area dell'euro.

Figura B Inflazione dei prezzi al consumo al netto di energia e alimentari

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



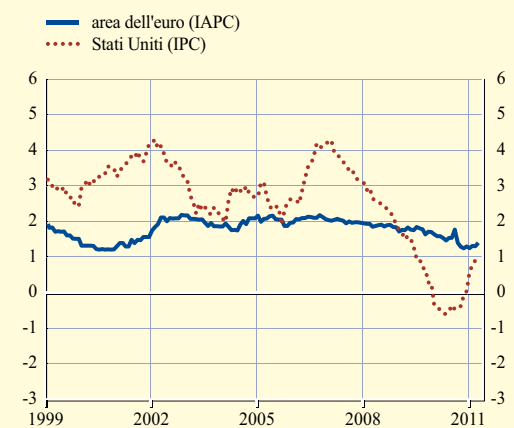
Fonti: Eurostat e US Bureau of Labor Statistics.
 Nota: l'ultima osservazione è relativa ad aprile 2011.

per cento), è diminuita nettamente e a metà 2009 è passata in territorio negativo (rispettivamente, -0,6 e circa -2 per cento). Ha poi acquisito slancio sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti e nella primavera del 2011 si è attestata in entrambi i casi attorno al 3 per cento (cfr. figura A). I prezzi dei beni energetici e alimentari hanno svolto un ruolo significativo in questa accelerazione, di riflesso all'impennata dei corsi delle materie prime a livello mondiale. In entrambe le regioni, poco più del 90 per cento dell'aumento dell'inflazione dal minimo di luglio 2009 è di fatto riconducibile a tali componenti e in particolare a quella energetica (che rappresenta oltre l'80 per cento). Anche il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici è aumentato sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti negli ultimi mesi, a circa l'1,5 per cento (cfr. figura B).

Durante il 2008 e il 2009 l'inflazione misurata escludendo i prezzi dei beni energetici e alimentari ha registrato cali molto più pronunciati negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. La differenza va ricondotta in misura considerevole ai canoni locativi (cfr. figura C). Negli Stati Uniti la componente dell'inflazione rappresentata da questi ultimi è diminuita notevolmente come conseguenza della debolezza del mercato immobiliare a partire dal 2007 ed è tornata ad aumentare solo negli ultimi mesi. Al confronto, nell'area dell'euro il tasso di

Figura C Inflazione dei prezzi al consumo: canoni di locazione degli immobili residenziali

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat e US Bureau of Labor Statistics.
 Nota: l'ultima osservazione è relativa ad aprile 2011.

crescita degli affitti ha subito una flessione molto più moderata e graduale durante lo stesso periodo. Il maggiore impatto dei canoni di locazione sugli andamenti dell'inflazione negli Stati Uniti è rafforzato dal loro peso significativo nell'indice dei prezzi al consumo (IPC) del paese. Nell'IPC statunitense, la componente degli affitti include sia i canoni effettivi sia le spese per le abitazioni occupate dai proprietari (stimate utilizzando i canoni figurativi, o *owner-occupier's rent equivalents*) e rappresenta il 31 per cento del totale. Nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) dell'area dell'euro, tale componente comprende invece soltanto i canoni effettivi e incide per il 6 per cento.

Valutazione basata sulla curva di Phillips

Uno strumento rudimentale ma ampiamente utilizzato per valutare l'importanza relativa delle diverse determinanti del processo inflazionistico nel suo insieme è la curva di Phillips¹⁾. Ai fini di questo riquadro, gli andamenti dell'inflazione complessiva sono modellati per il periodo a partire dal 1991 usando una semplice specificazione in forma ridotta che include una serie di fattori esplicativi: le misure delle aspettative di inflazione a cinque anni fornite dalle indagini, per cogliere la media dell'inflazione; l'inflazione passata, per rilevare la persistenza del processo inflattivo; l'*output gap* come misura del margine di capacità inutilizzata²⁾; gli andamenti dei corsi petroliferi come indicazione degli effetti dal lato dell'offerta. Le stime hanno una funzione principalmente illustrativa e la valutazione degli andamenti dell'inflazione basata sui risultati così ottenuti non può sostituire un'analisi completa dell'intera gamma di fattori che influiscono sull'inflazione nelle due aree economiche. Fattori specifici come quelli che spesso incidono sui canoni di locazione non sono di fatto modellati esplicitamente in questo quadro ed entrerebbero implicitamente nel residuo dell'equazione.

Le figure D ed E presentano una scomposizione dell'impatto esercitato dai diversi fattori sull'inflazione complessiva negli Stati Uniti e nell'area dell'euro durante gli ultimi anni, il quale riflette sia l'entità del coefficiente di ciascun fattore nella relazione stimata sia l'ampiezza della variazione del fattore stesso. La scomposizione conferma che l'effetto esercitato dagli andamenti dei prezzi energetici è considerevole in entrambe le aree economiche, ma lievemente superiore negli Stati Uniti per motivi che potrebbero essere in parte riconducibili alla maggiore intensità energetica e al minore livello di imposte indirette sul carburante in tale paese³⁾. I risultati stanno altresì a indicare un impatto lievemente più forte dell'*output gap*⁴⁾. Ciò rispecchia in primo luogo il fatto che negli Stati Uniti le stime dell'*output gap* dopo la crisi sono più elevate rispetto all'area dell'euro e in secondo luogo che il coefficiente sull'*output gap* è superiore, a implicare che l'inflazione sembra reagire più rapidamente e nettamente al variare del margine di capacità inutilizzata. Emerge infine il ruolo importante svolto dalle aspettative di inflazione nell'ancorare quest'ultima su livelli prossimi al 2 per cento in entrambe le aree economiche. Tuttavia, i coefficienti stimati nell'equazione suggeriscono anche alcune differenze quanto all'impatto delle aspettative di inflazione e dell'inflazione passata nelle due

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

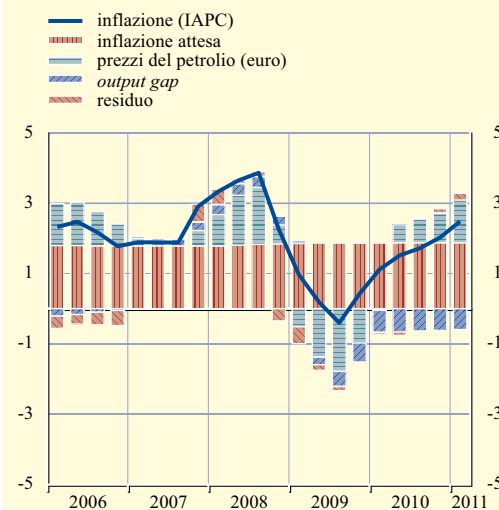
2) Per una trattazione di diverse misure del margine di capacità inutilizzata, cfr. il riquadro *Verifica incrociata tra stime dell'output gap dell'area dell'euro e altri indicatori ciclici* in questo numero del Bollettino.

3) Cfr., ad esempio, Barrell, R., S. Kirby e I. Liadze, "The Oil Intensity of Output", *National Institute Economic Review*, n. 205, National Institute of Economic and Social Research, luglio 2008.

4) I risultati stimati stanno a indicare alcune differenze nell'impatto a breve termine dell'*output gap* sull'inflazione nelle due aree economiche. In questa specificazione l'inflazione passata svolge tuttavia un ruolo più importante nell'area dell'euro, dove gli effetti di uno shock riguardante l'*output gap* sono di conseguenza più durevoli. Se si tiene conto di questa diversa persistenza dell'inflazione nelle due regioni economiche, l'effetto cumulativo su più periodi è piuttosto simile.

Figura D Inflazione nell'area dell'euro

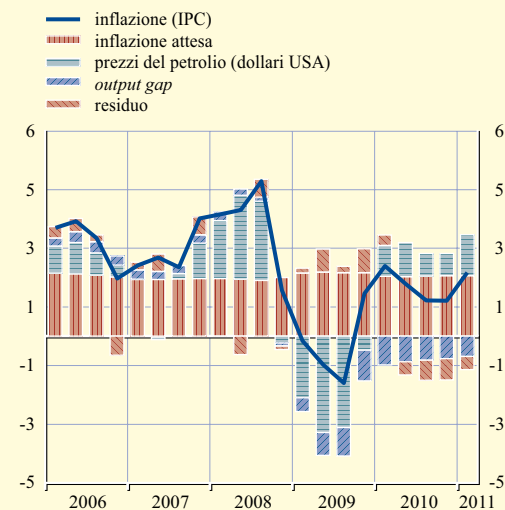
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



Fonti: elaborazioni della BCE su dati del Bureau of Labor Statistics, Consensus Economics e Thomson Reuters.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al primo trimestre 2011.

Figura E Inflazione negli Stati Uniti

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



Fonti: elaborazioni della BCE su dati del Bureau of Labor Statistics, Consensus Economics e Thomson Reuters.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al primo trimestre 2011.

regioni ⁵⁾. Il coefficiente sulle aspettative di inflazione è maggiore negli Stati Uniti, mentre quello sull'inflazione ritardata è superiore nell'area dell'euro. Ciò sembra indicare una maggiore persistenza dell'inflazione nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti ⁶⁾.

L'analisi dei residui in questo modello basato su una semplice curva di Phillips sta inoltre a indicare che nel 2010 e agli inizi del 2011 l'inflazione è rimasta sostanzialmente in linea con le stime generate dalla curva nell'area dell'euro, mentre si è collocata lievemente al di sotto negli Stati Uniti. Il residuo negativo negli Stati Uniti potrebbe essere in parte dovuto, come indicato in precedenza, all'impatto al ribasso esercitato dagli andamenti dei canoni di locazione.

Nell'insieme, l'analisi del modello basato sulla curva di Phillips fa luce sui motivi per i quali i tassi di inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro reagiscono diversamente a shock analoghi. Anche se i risultati numerici esatti mostrati ad esempio nelle figure D ed E sono legati al modello utilizzato, da questo tipo di esercizi si può ricavare la conclusione generale che l'inflazione reagisce ai movimenti dei corsi petroliferi e dell'*output gap* più negli Stati Uniti che nell'area dell'euro. Al tempo stesso, gli esercizi confermano la maggiore persistenza dell'inflazione nell'area dell'euro e sottolineano l'importanza per la politica monetaria di ancorare le aspettative di inflazione in una maniera compatibile con la stabilità dei prezzi a medio termine.

5) Le equazioni sono state stimate includendo l'inflazione passata (o ritardata) e quella attesa, ma in queste figure l'impatto dell'inflazione passata è stato eliminato per motivi di presentazione calcolando ricorsivamente il contributo delle altre componenti (tenendo cioè adeguatamente conto del fatto che l'inflazione passata riflette movimenti precedenti dell'*output gap*, dei prezzi delle materie prime e delle aspettative di inflazione).

6) Cfr., ad esempio: Angeloni, I., L. Aucremanne, M. Ehrmann, J. Gali, A. Levin e F. Smets, "Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings", rapporto presentato alla conferenza dal titolo "Inflation Persistence in the Euro Area" ospitata dalla BCE a dicembre 2004; Barkbu, B., V. Cassino, A. Gosselin-Lotz e L. Piscitelli, "The New Keynesian Phillips Curve in the United States and the euro area: aggregation bias, stability and robustness", *Working Paper Series*, n. 285, Bank of England, dicembre 2005.

Il 27 aprile 2011 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e di continuare ad accrescere l'ammontare di titoli detenuti in linea con l'annuncio di novembre 2010. Come indicato nella conferenza stampa inaugurale successiva alla sua riunione, il FOMC continua a prevedere che le condizioni economiche – compresi i bassi livelli di utilizzo delle risorse, l'andamento moderato dell'inflazione e la stabilità delle aspettative di inflazione – giustifichino valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Funds per un periodo prolungato.

GIAPPONE

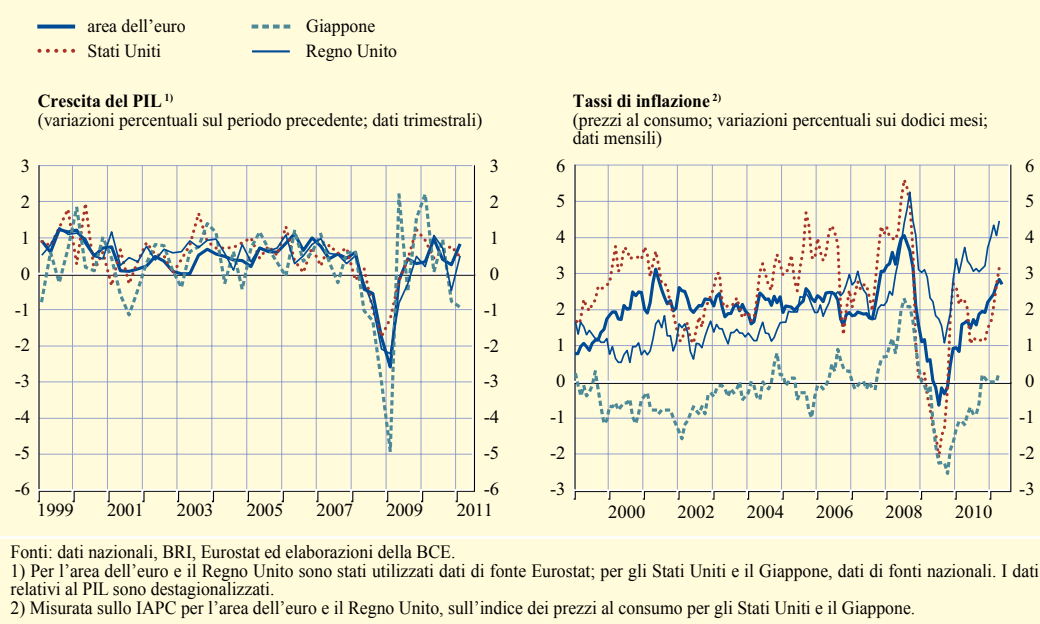
In Giappone i dati pubblicati di recente confermano la gravità dell'impatto immediato sull'attività economica derivante dal terremoto e dal successivo tsunami che hanno colpito la parte orientale del paese a marzo 2011. La prima stima preliminare del Cabinet Office segnala che nel primo trimestre del 2011 il PIL in termini reali è diminuito dello 0,9 per cento sul periodo precedente, più di quanto atteso dagli operatori, dopo essersi ridotto dello 0,8 per cento (rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 0,3 per cento) nel quarto trimestre del 2010. Ciò corrisponde a due trimestri consecutivi di crescita negativa per l'economia giapponese. A seguito degli eventi recenti le scorte nel settore privato hanno subito una decisa contrazione, fornendo il principale contributo negativo alla crescita (-0,5 punti percentuali). Inoltre, i consumi privati sono scesi dello 0,6 per cento e gli investimenti delle imprese private dello 0,9 per cento (dopo una crescita rivista dello 0,1 per cento nel trimestre precedente). Anche le esportazioni nette hanno contribuito negativamente (per 0,2 punti percentuali), poiché nel primo trimestre le importazioni sono cresciute più delle esportazioni (rispettivamente, del 2,0 e 0,7 per cento). Guardando al futuro, si prevede che nel secondo trimestre l'attività economica continui a risentire degli eventi recenti. L'esperienza di precedenti calamità naturali sta tuttavia a indicare che la domanda connessa alla ricostruzione e la graduale normalizzazione delle condizioni dell'offerta forniranno probabilmente un contributo positivo a partire dalla seconda metà dell'anno. Le prospettive per l'economia giapponese restano contraddistinte da un livello ancora notevolmente elevato di incertezza e sono in parte connesse all'entità e alla durata della penuria di elettricità e delle turbative lungo la filiera produttiva, oltre che alla portata e alla tempistica della reazione delle istanze ufficiali.

Con riferimento ai prezzi, ad aprile l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,3 per cento, dopo essere rimasta invariata in marzo. Il tasso calcolato al netto dei prezzi degli alimentari freschi è anch'esso aumentato, allo 0,6 per cento (da -0,1 in marzo), tornando in territorio positivo per la prima volta dagli inizi del 2009. Tali andamenti rispecchiano in larga parte il venir meno di un effetto base negativo connesso all'eliminazione/riduzione delle tasse di iscrizione alle scuole superiori ad aprile 2010 e la recente evoluzione dei prezzi dei beni energetici. L'inflazione ottenuta escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici si è collocata a -0,1 per cento in aprile, contro -0,7 per cento nel mese precedente. Nella riunione del 20 maggio 2011 la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il *call rate* sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica ha registrato una ripresa nel primo trimestre del 2011. Il PIL in termini reali è aumentato dello 0,5 per cento, dopo essere diminuito dello 0,5 per cento nel quarto trimestre del 2010 e cresciuto dello 0,7 per cento nel terzo (cfr. figura 3). Dal lato della spesa, la crescita è stata trainata quasi esclusivamente dalle esportazioni nette, mentre i consumi delle famiglie e gli investimenti in beni strumentali hanno registrato un calo. La crescita dei prezzi delle abitazioni è rimasta moderata negli ultimi mesi, sullo sfondo del ristagno della domanda nel settore immobiliare. Le azioni di stimolo della politica monetaria, la domanda estera e il precedente deprezzamento della

Figura 3 | principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



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 dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata nel periodo recente e in aprile è salita al 4,5 per cento (dal 4,0 di marzo) riflettendo in larga parte il perdurante vigore della crescita dei prezzi all'importazione, il rincaro delle materie prime e l'incremento dell'aliquota IVA a decorrere da gennaio 2011. In prospettiva, è probabile che nel prossimo futuro questi fattori continuino a esercitare spinte al rialzo sull'inflazione al consumo. Successivamente, tuttavia, il graduale venir meno dei fattori menzionati e l'esistenza di un ampio margine di capacità inutilizzata dovrebbero contribuire ad attenuare le pressioni inflazionistiche. 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 e a 200 miliardi di sterline lo stock di titoli acquisiti ricorrendo all'emissione di riserve della banca centrale.

ALTRI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la situazione economica ha continuato complessivamente a migliorare durante gli ultimi trimestri, mentre l'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è generalmente aumentata in gran parte delle economie. Nel primo trimestre del 2011 il PIL in termini reali è cresciuto dello 0,8 per cento sul periodo precedente in Svezia, dopo essere salito dell'1,6 per cento nell'ultimo trimestre del 2010. La robusta ripresa dell'economia svedese è stata sorretta sia dalla domanda estera sia dai consumi privati. In Danimarca il prodotto è invece diminuito dello 0,5 per cento in termini reali, dopo avere registrato un calo dello 0,2 per cento nel quarto trimestre del 2010. Questa contrazione va ricondotta in larga parte alla debolezza generalizzata della domanda interna. L'inflazione sui dodici mesi è rimasta sostanzialmente stabile nel periodo recente in entrambe le economie e in aprile era pari all'1,8 per cento in Svezia e al 2,8 per cento in Danimarca.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale la ripresa si è ulteriormente rafforzata negli ultimi trimestri, grazie soprattutto alla domanda estera. La domanda interna è stata invece frenata dalle deboli condizioni del mercato del lavoro, dai rincari delle materie prime, dalla necessità di ridurre il grado di leva finanziaria (non da ultimo, nel settore bancario) e dagli effetti a breve termine delle misure di risanamento dei conti pubblici. Nel primo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è proseguita a ritmi costanti nella Repubblica Ceca e in Ungheria, collocandosi rispettivamente allo 0,9 e 0,7 per cento. In Romania è stata pari allo 0,7 per cento, a indicare che l'economia ha iniziato a riprendersi dopo la contrazione del 2010. In tutti e tre i paesi la domanda estera ha finora svolto un ruolo di rilievo nella ripresa. In Polonia il PIL ha continuato a espandersi in termini reali, salendo dell'1,0 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre. A differenza di gran parte delle altre economie della regione, la Polonia ha ottenuto tale risultato grazie principalmente all'evoluzione della domanda interna, sebbene anche le esportazioni abbiano evidenziato una dinamica robusta. Gli indicatori congiunturali segnalano in prospettiva la probabile prosecuzione della ripresa nella maggior parte di questi paesi, trainata in misura crescente dalla domanda interna. L'inflazione è generalmente salita negli ultimi mesi, per effetto degli aumenti dei prezzi dei beni energetici e alimentari. Nella Repubblica Ceca il tasso sui dodici mesi calcolato sullo IAPC è stato pari all'1,6 per cento in aprile, mentre in Ungheria e Polonia ha raggiunto rispettivamente il 4,4 e il 4,1 per cento. In Romania si è mantenuto sui livelli più elevati negli ultimi mesi, attestandosi all'8,4 per cento in aprile. È probabile che in prospettiva l'inflazione si mantenga alta, mano a mano che i rincari delle materie prime e le variazioni delle aliquote d'imposta si trasmettono ai prezzi al consumo. Nel contempo, l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata potrebbe attenuare le spinte inflazionistiche.

Nelle economie più piccole dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (Bulgaria, Lettonia e Lituania), l'attività economica sta recuperando, grazie soprattutto al vigore della domanda estera (cfr. anche il riquadro 2, *L'esperienza della correzione macroeconomica nei paesi baltici*). Al tempo stesso la domanda interna rimane relativamente modesta, ma si sta rafforzando in alcuni paesi. In prospettiva, gli indicatori congiunturali segnalano una prosecuzione della ripresa. Anche l'inflazione è aumentata negli ultimi mesi e in aprile era pari al 3,3 per cento in Bulgaria, 4,3 per cento in Lettonia e 4,4 per cento in Lituania.

Riquadro 2

L'ESPERIENZA DELLA CORREZIONE MACROECONOMICA NEI PAESI BALTICI

Trainate dalla dinamica robusta delle esportazioni, le economie dei tre paesi baltici stanno uscendo da una fase di profonda recessione. Estonia, Lettonia e Lituania – che nel precedente periodo di forte crescita avevano accumulato squilibri macroeconomici di entità diversa - presentano importanti analogie quanto agli andamenti economici degli ultimi anni e alle strategie adottate per fronteggiare i suddetti squilibri¹⁾. Questo riquadro descrive alcuni elementi fondamentali delle strategie di aggiustamento attuate nella regione. Benché il processo sia ancora in corso, l'esperienza maturata finora potrebbe fornire insegnamenti utili per la correzione macroeconomica in altri paesi che non possono utilizzare la flessibilità del tasso di cambio nominale come meccanismo correttivo.

Durante gli anni immediatamente precedenti la crisi finanziaria ed economica mondiale, le economie baltiche hanno registrato una crescita molto rapida in un periodo contraddistinto da in-

1) L'Estonia ha adottato la moneta unica il 1° gennaio 2011 e ha quindi realizzato gran parte del processo di aggiustamento descritto in questo articolo prima di entrare a far parte dell'area dell'euro.

genti afflussi di capitali e politiche macroeconomiche accomodanti²⁾. Tale andamento ha riflesso in parte anche il processo di convergenza; ciò nonostante, attese troppo ottimistiche e un'espansione eccessiva del credito hanno fatto impennare la domanda interna e questo si è dimostrato in ultima istanza insostenibile. Il *boom* della domanda si è tradotto in tassi di inflazione elevati, aumenti salariali notevolmente superiori ai guadagni di produttività del lavoro, una fortissima ascesa delle quotazioni immobiliari e ampi disavanzi di parte corrente.

Segnali di correzione avevano iniziato a emergere subito prima della crisi finanziaria mondiale. Alla fine del 2008, quando sono stati colpiti dalla crisi, i paesi baltici presentavano squilibri che li rendevano vulnerabili all'aumento dell'avversione al rischio e al calo repentino degli afflussi di capitali. Al tempo stesso, le loro esportazioni hanno avvertito gli effetti negativi del crollo dell'interscambio mondiale. Questi shock finanziari e commerciali hanno provocato forti perdite di prodotto, come conseguenza delle quali a metà 2009 il PIL in termini reali delle economie baltiche si collocava approssimativamente sugli stessi livelli del 2005 (cfr. figura A). Tutti e tre i sistemi bancari hanno incontrato difficoltà di finanziamento, seppure di entità diversa. In Lettonia queste tensioni hanno dato origine a una corsa al ritiro dei fondi depositati presso una grande banca del paese, inducendo le autorità a richiedere l'assistenza finanziaria della comunità internazionale sotto forma di un programma di aggiustamento concertato dall'UE e dall'FMI.

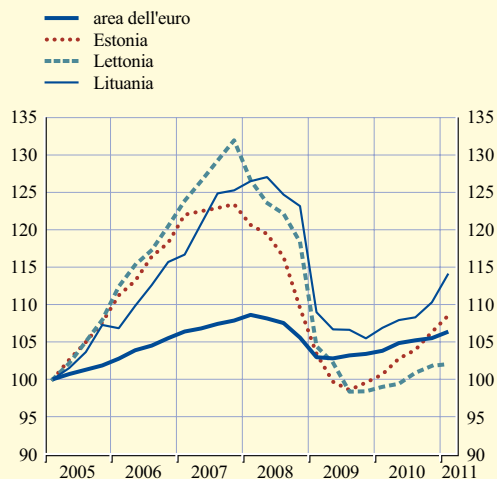
Pur presentando squilibri macroeconomici, fiscali e finanziari di ampiezza diversa, i tre paesi hanno adottato strategie di aggiustamento analoghe. Una componente essenziale di queste ultime è consistita nel mantenere l'ancoraggio rigido all'euro³⁾. Tutte le economie hanno inoltre tratto beneficio dal livello piuttosto elevato di flessibilità nei mercati del lavoro e dei beni e servizi prima dello scoppio della crisi. Ciò ha infatti agevolato la correzione, che è stata realizzata attraverso il ricorso a un insieme di politiche e meccanismi di mercato fondati in varia misura sui quattro elementi elencati qui di seguito.

- In primo luogo, data la rigidità del tasso di cambio nominale, eventuali correzioni di quello reale richiedevano un abbassamento dei costi salariali e dei prezzi e un miglioramento della produttività del lavoro. L'aggiustamento delle retribuzioni è stato sia trainato dal mercato, a causa del forte calo della domanda di manodopera, sia sorretto da politiche intese a ridurre i costi sa-

2) Per maggiori dettagli sul ruolo delle politiche di bilancio prima, durante e dopo la crisi, cfr. il riquadro *L'impatto della crisi economica e finanziaria mondiale sulle finanze pubbliche nell'Europa centrale e orientale* in questo numero del Bollettino.
 3) All'inizio del processo di aggiustamento tutti e tre i paesi partecipavano agli AEC II, mantenendo nel contempo impegni unilaterali più stringenti. Fino al momento in cui ha adottato l'euro il 1° gennaio 2011, l'Estonia ha conservato il suo regime di *currency board*. La Lettonia mantiene tuttora una banda di oscillazione del ± 1 per cento attorno alla parità centrale e la Lituania un sistema di *currency board*.

Figura A PIL in termini reali

(dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; indice 1° trim. 2005=100)



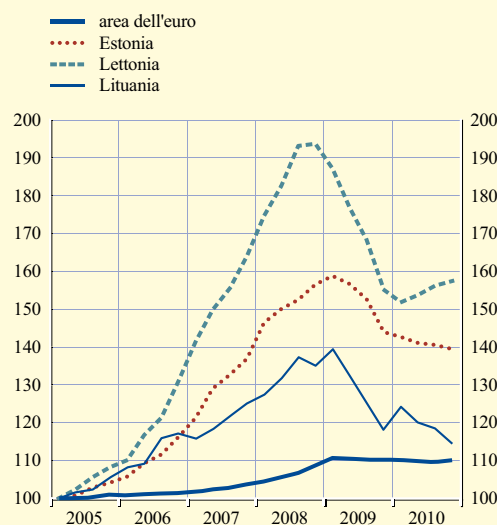
Fonte: Eurostat.

lari del settore pubblico. La correzione del mercato del lavoro è stata ottenuta riducendo non solo le retribuzioni ma anche l'occupazione e il numero di ore lavorate, oltre che ristrutturando i processi produttivi. Di conseguenza, il costo del lavoro per unità di prodotto ha subito un calo significativo che ha compensato in parte i precedenti aumenti eccessivi (cfr. figura B).

- In secondo luogo sono state svolte importanti azioni di risanamento dei conti pubblici per riportare le posizioni di bilancio su sentieri sostenibili, riducendo il fabbisogno di finanziamento di tali paesi e ripristinando la fiducia del mercato. Le azioni sono state principalmente volte a ridimensionare la spesa, anche se le autorità hanno altresì aumentato le imposte. Ulteriori sforzi sono stati intesi a rafforzare le procedure e i quadri di riferimento per le finanze pubbliche. Dopo un forte aumento dei disavanzi, le posizioni di bilancio hanno iniziato a migliorare. Restano tuttavia su livelli molto elevati in Lettonia e Lituania, mentre in Estonia è stato registrato un piccolo avanzo nel 2010 (cfr. figura C). Durante la recessione, il saldo di bilancio dell'Estonia si è deteriorato meno di quelli delle altre due economie. Ciò è dovuto a una politica fiscale prudente, che ha incluso misure di riduzione del disavanzo per circa il 9 per cento del PIL in un anno, e a un quadro di bilancio rigoroso orientato al medio periodo (comprendente, ad esempio, una regola sul pareggio del saldo e un sistema efficiente di esazione delle imposte).
- Le economie baltiche, già considerate piuttosto flessibili prima della crisi, hanno adottato come terzo elemento della strategia di aggiustamento alcune riforme strutturali intese ad accrescere ulteriormente la flessibilità del mercato e favorire la crescita a medio termine. Le misure si sono concentrate sia sul mercato sia del lavoro sia su quello dei beni e dei servizi e sono consistite ad esempio nella modifica della normativa del mercato del lavoro intesa a renderlo più flessibile, nel miglioramento del clima di fiducia delle imprese attraverso procedure più snelle per l'avvio di nuove attività e la gestione degli adempimenti fiscali, nel sostegno alle imprese esportatrici e nella lotta all'economia sommersa.

Figura B Costo del lavoro per unità di prodotto

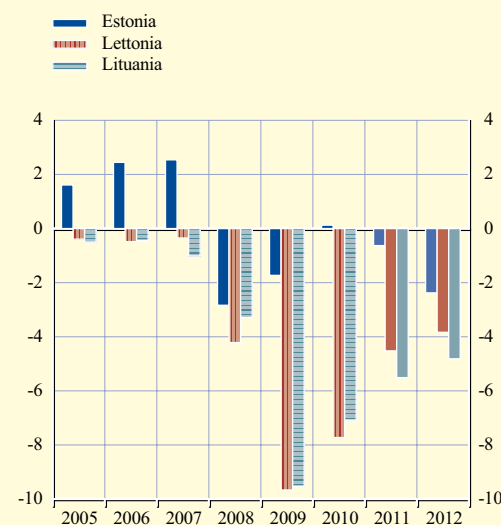
(dati destagionalizzati; indice: 1° trim. 2005=100)



Fonte: Eurostat.

Figura C Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche

(in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e previsioni di primavera della Commissione europea per il 2011 e il 2012.

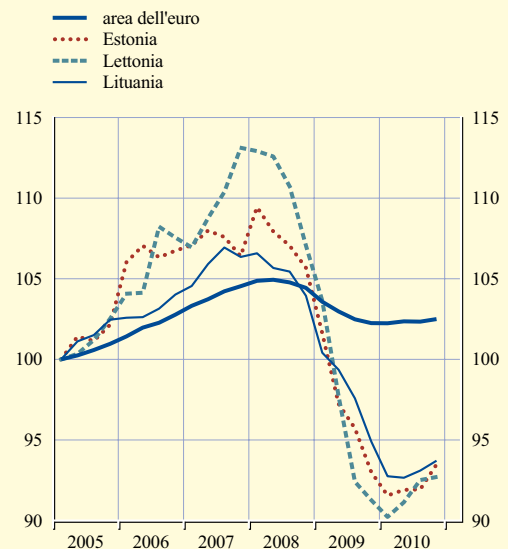
- Un quarto elemento della strategia è rappresentato dai provvedimenti intesi a rafforzare la stabilità finanziaria e ridurre l'onere del debito del settore privato. Le autorità si sono concentrate inizialmente sull'offerta di liquidità alle banche e sull'allentamento (temporaneo) delle regole di vigilanza per alleviare le tensioni immediate nel sistema bancario. Nel periodo successivo è andata crescendo l'importanza di una patrimonializzazione adeguata, dato il deterioramento della qualità dei portafogli di prestito delle banche a seguito della recessione. Ciò ha permesso di mantenere la stabilità finanziaria, ma serve ancora del tempo per riequilibrare i bilanci del settore privato.

In sintesi, il processo di correzione macroeconomica in corso nei paesi baltici mostra finora che ampi squilibri macroeconomici possono essere ridotti senza aggiustare il tasso di cambio nominale e questo rappresenta un messaggio importante anche per le altre economie appartenenti all'area dell'euro. La correzione beneficia di un grado elevato di flessibilità dell'economia e deve poggiare su politiche determinate e incisive volte a riequilibrare quest'ultima, recuperare competitività e gettare le basi per una crescita sostenibile del prodotto. Un aggiustamento fiscale consistente è stato essenziale per rafforzare la sostenibilità dei conti pubblici e migliorare il clima di fiducia del mercato. Si è resa necessaria una riduzione dei costi salariali e dei prezzi per creare le condizioni che hanno successivamente reso possibile la ripresa dell'attività economica trainata dalle esportazioni. Due anni e mezzo dopo lo scoppio della crisi nella regione baltica, la Lettonia sembra prossima a concludere il programma concertato dall'UE e dall'FMI.

Il processo di correzione non si è tuttavia concluso e permangono sfide importanti. A breve termine, anche se l'economia è tornata a crescere, l'occupazione resta notevolmente inferiore al periodo antecedente la recessione nonostante i recenti segnali di ripresa (cfr. figura D) e difficilmente tornerà sui livelli antecedenti la crisi in quanto sono intervenuti cambiamenti strutturali – quali l'emigrazione – che hanno ridotto l'offerta di lavoro. Ciò pone i paesi interessati di fronte alla sfida essenziale di ridurre i livelli elevati di disoccupazione strutturale. Nel medio periodo, in assenza di una politica monetaria indipendente, è tuttavia importante che tali paesi evitino il riemergere di squilibri macroeconomici di ampiezza simile a quella osservata alla metà del decennio scorso. A questo scopo, gli altri ambiti di *policy* devono essere orientati a sostenere un percorso per l'economia che non dia origine a una nuova fase di surriscaldamento ma si dimostri invece sostenibile nel lungo periodo.

Figura D Occupazione

(occupati; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; indice: 1° trim. 2005=100)



Fonte: Eurostat.

ALTRI PAESI EUROPEI

L'economia turca ha recuperato nel 2010, superando a fine anno il livello di PIL in termini reali raggiunto prima dell'inizio della crisi finanziaria. Il prodotto è cresciuto di circa il 9 per cento in termini reali nel 2010, trainato dal vigore della domanda interna (soprattutto di consumi privati e investimenti) e sostenuto dalla vivace dinamica del credito. L'inflazione ha toccato il suo punto mi-

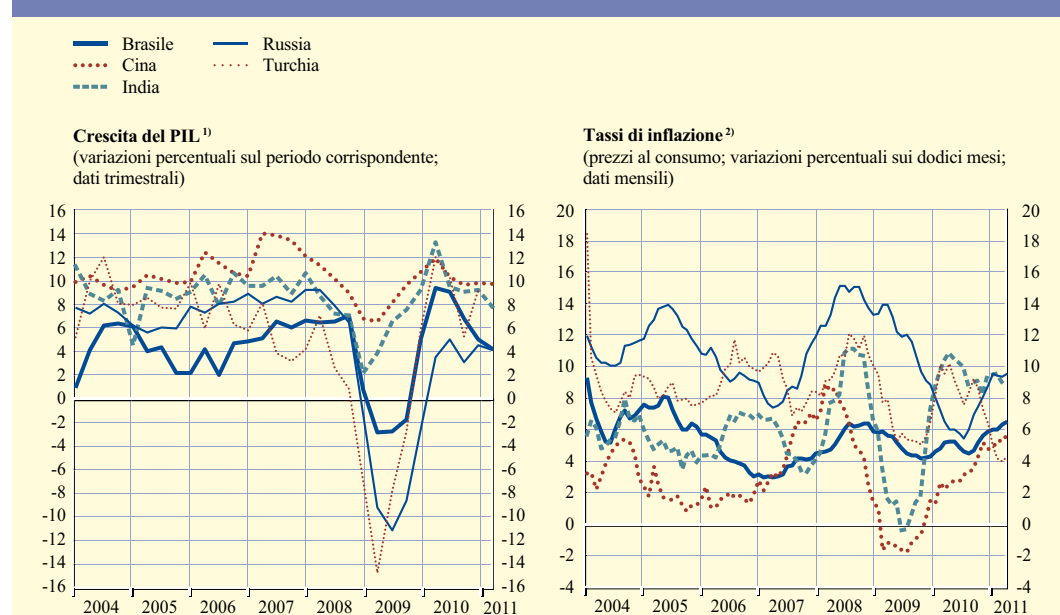
nimo al 4 per cento a marzo 2011, per poi salire al 7,2 per cento in maggio. Alla fine di quest'anno dovrebbe collocarsi al 6,9 per cento, secondo le previsioni della banca centrale della Repubblica di Turchia. Nei primi mesi del 2011 quest'ultima ha continuato a inasprire il suo orientamento monetario aumentando gli obblighi di riserva, mentre ha mantenuto il tasso di riferimento (sulle operazioni pronti contro termine a una settimana) invariato al 6,25 per cento. Quest'anno l'economia dovrebbe continuare a crescere a un ritmo sostenuto, sebbene inferiore a quello del 2010.

In Russia l'attività economica ha recuperato nel 2010, con un incremento del PIL in termini reali pari al 4 per cento. Stime preliminari relative al prodotto nel primo trimestre del 2011 stanno a indicare un ritmo di espansione meno sostenuto rispetto al periodo precedente, che ha riflesso principalmente la debolezza della domanda di investimenti. La minore crescita della produzione industriale in aprile (4,5 per cento, da circa il 6 per cento dei mesi precedenti) segnala una prosecuzione di tale tendenza nel secondo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi ha continuato a salire, collocandosi al 9,6 per cento in maggio. Al tempo stesso, la banca centrale russa ha continuato a inasprire gradualmente le condizioni monetarie e a decorrere dal 3 maggio ha innalzato di 25 punti base – all'8,25 per cento – il tasso di riferimento principale. In prospettiva, poiché la Russia è uno dei più importanti esportatori di petrolio e gas, il ritmo della sua ripresa dipenderà verosimilmente dall'evoluzione dei corsi delle materie prime. Questi ultimi influiscono sull'economia principalmente attraverso effetti di ricchezza, in quanto il paese si sta avvicinando al pieno utilizzo della sua capacità produttiva di greggio.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita robusta osservata nel 2010 è proseguita anche nel primo trimestre del 2011, trainata sia dalla dinamica sostenuta della domanda interna sia dalla domanda estera. In presenza di politiche fiscali e monetarie ancora espansive, oltre che di perduranti afflussi

Figura 4 Principali andamenti delle maggiori economie emergenti



Fonte: Haver Analytics.

1) Dati destagionalizzati per Brasile e Cina. Dati non destagionalizzati per India, Russia e Turchia. L'ultima osservazione si riferisce al primo trimestre del 2011 (quarto trimestre del 2010 per la Turchia).

2) Inflazione WPI (Wholesale Price Index) per l'India. L'ultima osservazione si riferisce ad aprile 2011.

netti di capitali, gli investimenti e i consumi privati sono rimasti entrambi vigorosi. Le spinte inflazionistiche si sono tuttavia accentuate ulteriormente nei primi mesi del 2011, in un primo momento per il livello elevato dei prezzi dei beni alimentari e delle materie prime e poi – in misura crescente – anche come conseguenza di pressioni dal lato della domanda interna. In questo contesto è proseguito il graduale inasprimento monetario attraverso innalzamenti del tasso di interesse e misure quantitative, mentre diversi paesi hanno attuato provvedimenti amministrativi intesi a contenere l'inflazione dei prezzi dei beni alimentari.

In Cina il PIL in termini reali ha registrato un'espansione robusta nel primo trimestre del 2011, pari al 9,7 per cento sul periodo corrispondente. La crescita è stata trainata principalmente dalla dinamica vivace della spesa per consumi, mentre il contributo delle esportazioni nette è diventato negativo. L'avanzo commerciale cumulato nei primi quattro mesi dell'anno è sceso a 10,7 miliardi di dollari statunitensi, un calo di circa il 30 per cento rispetto a un anno prima, per il rincaro delle materie prime e il rafforzamento dell'attività nel settore delle costruzioni. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata, collocandosi in aprile al 5,3 per cento, soprattutto a causa dell'incremento dei prezzi dei beni alimentari e di effetti base positivi. L'espansione della liquidità interna ha iniziato a moderarsi in risposta all'inasprimento della politica monetaria, in un contesto in cui a maggio 2011 la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato l'aliquota di riserva di altri 50 punti base (rispettivamente al 21 e 19 per cento per le grandi banche e le istituzioni finanziarie di piccole e medie dimensioni). Si tratta del quinto innalzamento nel 2011, dopo i sei del 2010, ciascuno di 50 punti base.

In India la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 7,7 per cento nel primo trimestre del 2011, dal 9,2 dell'ultimo del 2010. I consumi privati hanno continuato a registrare un'espansione robusta, pari all'8,1 per cento sul periodo corrispondente, mentre il tasso di incremento degli investimenti fissi lordi è sceso allo 0,4 per cento. L'inflazione sui dodici mesi dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è rimasta elevata, balzando al 9,5 per cento a febbraio per poi scendere all'8,7 per cento in aprile. L'ascesa dell'inflazione è stata inizialmente dovuta ai prezzi dei beni alimentari e delle materie prime. Nel periodo più recente, tuttavia, crescenti spinte inflazionistiche sono provenute anche dal settore manifatturiero. La Reserve Bank of India ha di conseguenza innalzato il tasso di interesse di riferimento per le operazioni pronti contro termine di 25 punti base in marzo e di altri 50 in maggio, portandolo al 7,5 per cento.

Nella Corea del Sud la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 4,0 per cento nel primo trimestre del 2011, dal 4,7 del trimestre precedente. L'espansione economica è rimasta generalizzata e riconducibile soprattutto ai consumi privati e alle esportazioni nette. Tra gennaio e aprile 2011 l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta al di sopra dell'intervallo obiettivo del 2-4 per cento, salendo al 4,7 per cento in marzo per poi scendere al 4,2 per cento in aprile. Vi hanno contribuito principalmente i prodotti agricoli e manifatturieri. La banca centrale coreana ha innalzato il tasso di riferimento di 25 punti base sia a gennaio sia a marzo, portandolo all'attuale livello del 3,0 per cento.

I paesi appartenenti all'ASEAN-5 (Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia) hanno continuato a registrare tassi di espansione elevati nel primo trimestre del 2011. La crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è stata pari al 6,5 per cento in Indonesia, l'economia maggiore del gruppo, dopo il 6,9 per cento del quarto trimestre 2010. In Indonesia e Malaysia è stata trainata principalmente dai consumi privati e dagli investimenti fissi, mentre Singapore e Thailandia hanno registrato un aumento delle esportazioni nette. In un contesto di inflazione crescente,

negli ultimi sei mesi le banche centrali di Indonesia, Malaysia e Tailandia hanno innalzato i rispettivi tassi di interesse di riferimento.

Le prospettive per i paesi emergenti dell'Asia segnalano ritmi di espansione vigorosi in tutto il 2011, grazie principalmente al contributo di Cina e India. In tale contesto, potrebbero emergere timori di surriscaldamento per la riduzione degli *output gap* e il perdurare delle spinte inflazionistiche. Esistono d'altra parte rischi potenziali orientati verso il basso collegati alle incertezze circa la domanda estera (a causa delle turbolenze in Medio Oriente e Nord Africa, oltre che delle turbative connesse al terremoto in Giappone), la possibilità di ulteriori rincari delle materie prime e la vulnerabilità finanziaria associata alla volatilità dei flussi di capitali.

MEDIO ORIENTE E AFRICA

Gli andamenti di molte economie del Medio Oriente e del Nord Africa dagli inizi del 2011 hanno risentito dei disordini politici. L'attività industriale nei paesi che hanno affrontato periodi prolungati di proteste, scioperi e conflitti interni è calata; i mercati finanziari e le reti di distribuzione hanno subito turbative; gli arrivi dei turisti sono diminuiti; gli afflussi netti di capitali hanno registrato una caduta. Al tempo stesso, le economie esportatrici di petrolio della regione (esclusa la Libia) hanno tratto beneficio dai rincari del greggio provocati dal maggiore rischio geopolitico e, in alcuni casi, dall'incremento della produzione petrolifera. Le spinte inflazionistiche si sono intensificate ovunque, per l'aumento dei prezzi dei beni energetici e alimentari.

In Arabia Saudita la produzione di greggio è aumentata nel primo trimestre del 2011, poiché il paese ha impiegato parte della capacità inutilizzata per compensare il calo dell'offerta libica. Inoltre, la domanda privata ha tratto vantaggio dall'utilizzo della gratifica concessa ai dipendenti pubblici nell'ambito di un consistente pacchetto fiscale ma ha risentito lievemente della maggiore incertezza. L'inflazione al consumo è stata pari al 5,0 per cento sul periodo corrispondente nel primo trimestre.

Per quanto concerne i paesi importatori di petrolio che non sono stati direttamente interessati dalle turbolenze politiche, gli andamenti economici positivi nel periodo recente sono riconducibili a politiche fiscali e monetarie ancora complessivamente accomodanti, all'aumento dei prezzi delle materie prime (non petrolifere) e – in alcuni casi – a una dinamica più robusta delle esportazioni. D'altra parte, in diversi paesi i maggiori costi del carburante e dei beni alimentari possono avere agito da freno sulla crescita. Inoltre, nel primo trimestre del 2011 il rincaro dei prodotti energetici e alimentari ha contribuito a un graduale aumento dell'inflazione nei paesi importatori di petrolio.

Le prospettive economiche per il Medio Oriente e l'Africa rimangono sostanzialmente positive nonostante l'impatto dei disordini politici in diversi paesi. Sono tuttavia soggette a rischi orientati verso il basso rappresentati dalla possibilità di tensioni politiche prolungate e di una loro potenziale propagazione ad altre economie, oltre che dagli effetti negativi derivanti dai livelli elevati dei prezzi internazionali dei beni alimentari e – per i paesi importatori di petrolio – di quelli energetici.

AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti nel primo trimestre del 2011. Alcuni paesi hanno tuttavia evidenziato segnali di lieve moderazione, dovuta al graduale venir meno delle misure di stimolo e alla normalizzazione del ciclo mondiale delle scorte. Nel contempo, le spinte inflazionistiche si sono intensificate in gran parte della regione.

Per quanto concerne il Messico, nel primo trimestre 2011 la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 4,4 per cento (dal 4,2 del quarto trimestre del 2010). L'inflazione

al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 3,5 per cento, lievemente inferiore rispetto ai trimestri precedenti. In Argentina l'attività ha continuato a trarre beneficio da ragioni di scambio estremamente favorevoli e dal vigore della domanda proveniente dal Brasile, mentre l'orientamento delle politiche è rimasto accomodante. Di conseguenza, nel primo trimestre la produzione industriale ha continuato a espandersi rapidamente (del 9,2 per cento nel confronto con un anno prima). Tuttavia, le spinte incipienti dal lato della domanda e i prezzi elevati delle materie prime hanno nell'insieme accentuato le spinte inflazionistiche e nel primo trimestre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari al 10,1 per cento.

In Brasile il ritmo di crescita si è moderato nel primo trimestre di quest'anno, portandosi su livelli più sostenibili. In maggiore dettaglio, il tasso medio di incremento della produzione industriale è sceso al 2,3 per cento sul periodo corrispondente (dal 3,3 del quarto trimestre del 2010). Al tempo stesso le spinte inflazionistiche hanno continuato a intensificarsi e l'inflazione sui dodici mesi è salita al 6,6 per cento nel primo trimestre, un livello superiore di 0,5 punti percentuali a quello del periodo precedente.

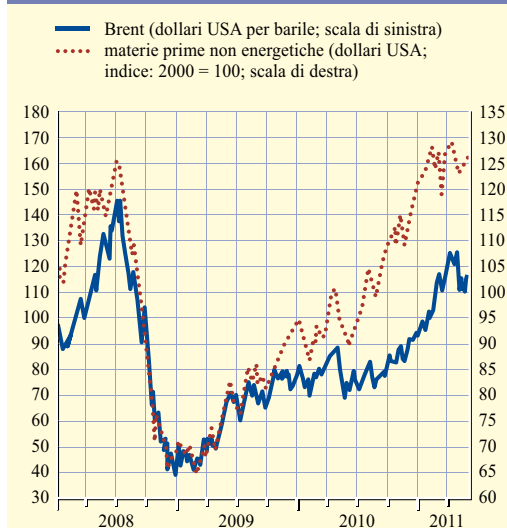
In prospettiva, l'attività economica nella regione dovrebbe continuare a espandersi a ritmi vigorosi sebbene più sostenibili. Si prevede che la crescita sia sorretta principalmente dalla domanda interna e, in particolare, dagli investimenti fissi lordi. Condizioni esterne favorevoli, livelli elevati di fiducia e – in alcuni casi – politiche ancora accomodanti forniranno un ulteriore contributo positivo.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono aumentati notevolmente a marzo e aprile del 2011, proseguendo la tendenza al rialzo iniziata lo scorso settembre, per poi diminuire in maggio (cfr. figura 5). L'8 giugno il greggio di qualità Brent veniva quotato a 115,5 dollari per barile, un livello superiore del 24 per cento rispetto agli inizi del 2011. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti future con scadenza a dicembre 2012 che si collocano a 113 dollari per barile.

A marzo e aprile le quotazioni del petrolio hanno continuato a registrare forti rialzi e il 2 maggio hanno raggiunto un massimo a 125,5 dollari per barile. Il 5 maggio è intervenuta una massiccia correzione al ribasso dei prezzi, che da allora si sono mantenuti entro un intervallo di 110-115 dollari per barile. Anche se gran parte degli osservatori ha attribuito l'aggiustamento a fattori tecnici, resta degna di nota la sua concomitanza con una sostanziale revisione al ribasso della domanda mondiale da parte dell'Agenzia internazionale per l'energia. Dal lato dell'offerta, tuttavia, il mercato resta debole e le forniture dell'OPEC sono di fatto diminuite negli ultimi mesi. Di conseguenza, nonostante l'emergere di alcuni segnali di contrazione della domanda, nei prossimi mesi le condizioni del mercato potrebbero restare tese.

Figura 5 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

I prezzi delle materie prime non energetiche si sono lievemente moderati negli ultimi mesi e sono ora più o meno sullo stesso livello degli inizi dell'anno. Malgrado il perdurante vigore della domanda, le prospettive favorevoli per la semina e le attese positive riguardo al raccolto del 2011 esercitano spinte al ribasso sui prezzi dei beni alimentari. Anche i corsi dei metalli sono diminuiti negli ultimi tre mesi, soprattutto a causa del rame. Ai primi di giugno l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore del 3,4 per cento rispetto agli inizi del 2011.

1.3 TASSI DI CAMBIO

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Nei primi cinque mesi del 2011 l'euro ha evidenziato una certa volatilità. Tra gennaio e aprile il cambio si è apprezzato in misura piuttosto significativa, riassorbendo il calo della fine del 2010. Dopo un ulteriore periodo di volatilità in maggio e agli inizi del mese successivo, l'8 giugno il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area dell'euro era superiore di circa il 2,8 per cento al livello di febbraio 2011 e del 2,2 per cento alla media dello scorso anno.

Gli andamenti del tasso di cambio dell'euro agli inizi del 2011 sarebbero in larga parte riconducibili alla mutata percezione degli operatori circa le prospettive economiche e di bilancio di alcuni paesi dell'area dell'euro, oltre che riguardo ai differenziali di rendimento attesi tra l'area e le altre regioni economiche principali. L'apprezzamento della moneta unica fra gennaio e i primi di maggio sembra connesso all'attenuarsi dei timori circa la sostenibilità delle finanze pubbliche in alcune economie dell'area e al progressivo ampliamento dei differenziali di interesse a favore dell'euro. Il deprezzamento di maggio sarebbe invece collegato alla rinnovata avversione al rischio, sulla scia delle maggiori preoccupazioni circa le prospettive di bilancio di alcuni paesi dell'area. L'indebolimento è stato a sua volta riassorbito in larga parte agli inizi di giugno. Negli ultimi tre mesi l'apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali è stato dovuto soprattutto al suo rafforzamento sul dollaro statunitense, la sterlina britannica, il renminbi cinese e lo yen giapponese, solo in parte controbilanciato da un deprezzamento nei confronti del franco svizzero e del fiorino ungherese (cfr. tavola 1).

Tavola 1 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro¹⁾

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio all'8 giugno 2011	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro all'8 giugno 2011		
			da: 28 febbraio 2011	da: 1° gennaio 2010	rispetto a: media del 2010
Dollaro statunitense	19,4	1,46	5,6	1,5	10,2
Sterlina britannica	17,8	0,893	4,7	0,2	4,1
Renminbi cinese	13,6	9,46	4,1	-3,7	5,4
Yen giapponese	8,3	116,6	2,9	-12,7	0,3
Franco svizzero	6,4	1,22	-4,8	-17,8	-11,4
Zloty polacco	4,9	3,96	0,1	-3,6	-0,9
Corona svedese	4,9	9,04	3,4	-11,3	-5,2
Corona ceca	4,1	24,21	-0,6	-7,9	-4,3
Won sudcoreano	3,9	1.586,32	1,8	-4,6	3,6
Fiorino ungherese	3,1	266,15	-1,7	-1,4	-3,4
TCEN ²⁾		107,1	2,8	-4,3	2,2

Fonte: BCE.

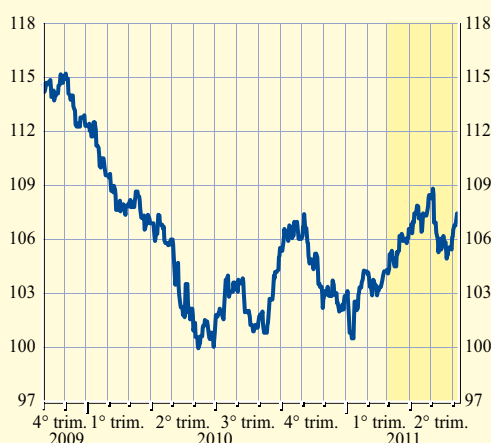
1) Tassi di cambio bilaterali in ordine decrescente calcolati utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

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

Figura 6 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti ¹⁾

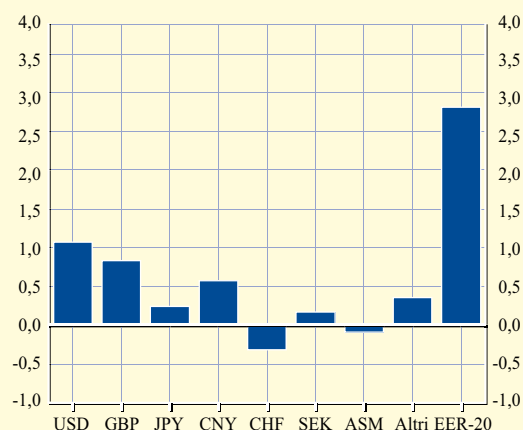
(dati giornalieri)

Indice: 1° trim. 1999=100



Contributi alle variazioni del TCE-20 ²⁾

Dal 28 febbraio all'8 giugno 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.

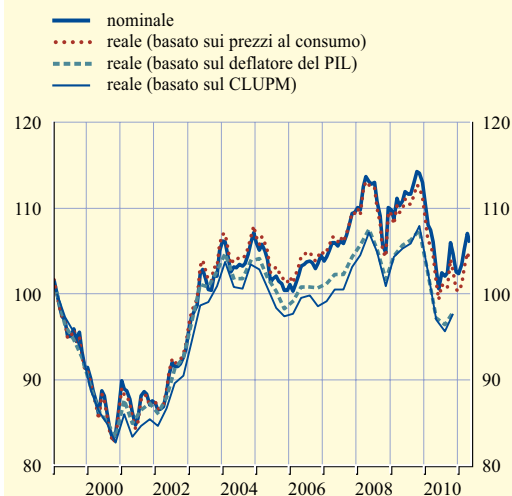
2) I contributi alle variazioni del TCE-20 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto 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.

La volatilità implicita dei tassi di cambio bilaterali dell'euro con il dollaro statunitense, la sterlina britannica e il franco svizzero è generalmente diminuita fino ad aprile sugli orizzonti sia brevi sia lunghi, a indicare un'attenuazione dell'incertezza nel mercato valutario. Costituisce un'eccezione l'episodio di accresciuta volatilità in tale mercato dopo il terremoto che ha colpito il Giappone a marzo, soprattutto per quanto concerne il cambio con lo yen giapponese e il franco svizzero. A maggio la volatilità è aumentata di nuovo per tutti i principali rapporti bilaterali di cambio dell'euro, in linea con il generale aumento dell'incertezza nel contesto dei rinnovati timori per la sostenibilità del debito sovrano nell'area dell'euro. In giugno è tuttavia tornata a scendere, riavvicinandosi alla sua media di lungo periodo (cfr. figura 8).

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a maggio il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica europea basato sui prezzi al consumo (e misurato rispetto alle divi-

Figura 7 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale (TCE-20) ¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice TCE-20 rappresenta un apprezzamento dell'euro. Le ultime osservazioni relative ai dati mensili si riferiscono a maggio 2011. Per i TCE-20 reali basati sul deflatore del PIL e sul CLUPM, l'ultima osservazione si riferisce al quarto trimestre del 2010 ed è parzialmente basata su stime.

se dei 20 più importanti partner commerciali dell'area) era superiore dello 0,8 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 7). Questo apprezzamento in termini effettivi reali va ricondotto al rafforzamento del cambio nominale (pari all'1,3 per cento), che è stato in parte controbilanciato dal minor tasso di inflazione al consumo nell'area dell'euro rispetto ai suoi partner commerciali.

I TASSI DI CAMBIO BILATERALI

Dopo essersi notevolmente apprezzato sul dollaro statunitense fra gennaio e i primi di maggio, l'euro ha oscillato entro un intervallo piuttosto ampio nel prosieguo del mese e agli inizi di giugno. Tra il 28 febbraio e l'8 giugno ha guadagnato complessivamente il 5,6 per cento sul dollaro, collocandosi pertanto su un livello superiore del 10,2 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 6 e tavola 1). Come indicato in precedenza, tale risultato va ricondotto principalmente alla mutata percezione circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro e alle variazioni dei differenziali di rendimento.

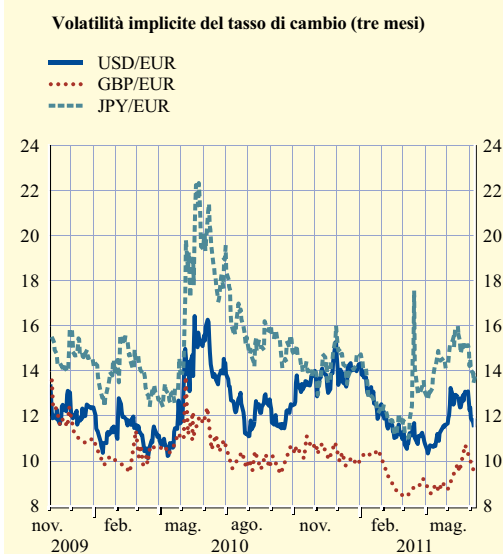
L'euro si è apprezzato sullo yen giapponese da gennaio fino agli inizi di aprile, portandosi su un livello non più osservato dai primi di maggio del 2010. Si è poi deprezzato, perdendo parte del terreno guadagnato in precedenza. A marzo, dopo il terremoto che ha colpito il Giappone, i mercati valutari sono stati interessati da un episodio di volatilità molto elevata. Il culmine è stato raggiunto quando il tasso di cambio yen/dollaro è salito a un massimo storico. Come reazione a questi andamenti, e su richiesta delle autorità giapponesi, il 18 marzo le autorità di Stati Uniti, Regno Unito e Canada, assieme alla BCE, si sono unite al Giappone per un intervento concertato sui mercati dei cambi. Dopo tale intervento, la volatilità è diminuita e il tasso di cambio dello yen si è generalmente stabilizzato. Secondo le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni valutarie, nei primi tre mesi del 2011 le aspettative degli operatori sono passate progressivamente da neutrali a negative per l'euro. Il tasso di cambio yen/euro ha reagito in generale ai movimenti dei differenziali di tasso di interesse tra l'area dell'euro e il Giappone, oltre che al mutare della percezione degli operatori circa i rischi nei mercati finanziari mondiali. La divisa nipponica è in effetti molto utilizzata come moneta di finanziamento nelle operazioni di *carry trade*, che vengono di norma liquidate rapidamente quando la volatilità nei mercati si impenna. L'8 giugno l'euro è stato quotato a 116,6 yen, un livello superiore del 2,9 per cento a quello di fine febbraio e molto vicino alla media del 2010.

Da 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 si è avvicinato alla sua parità centrale in gennaio, ma nei mesi successivi fino ad aprile è progressivamente tornato in prossimità dell'area di deprezzamento della sua banda di oscillazione e nel periodo successivo si è mantenuto su livelli vicini alla stessa.

Con riferimento alle altre divise, l'euro è rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla sterlina britannica in gennaio e febbraio e si è successivamente rafforzato in misura abbastanza significativa fino ai primi di maggio. Ha poi subito

Figura 8 Tassi di cambio e volatilità implicite

(dati giornalieri)

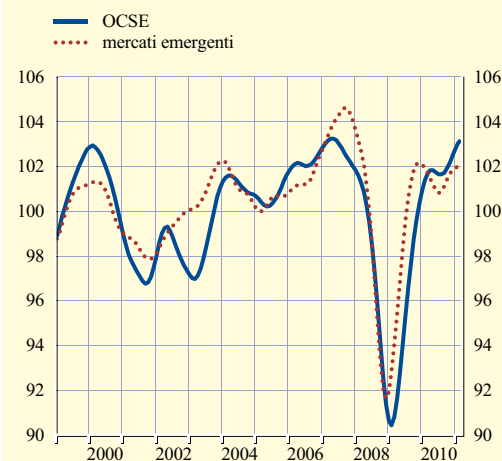


Fonte: Bloomberg.

ampie oscillazioni, evidenziando un iniziale deprezzamento seguito da un netto apprezzamento, a maggio e nella prima parte del mese successivo. L'8 giugno la moneta unica è stata quotata a 0,89 sterline, un livello superiore del 4,7 per cento a quello di fine febbraio (cfr. tavola 1). L'euro ha inoltre oscillato rispetto al franco svizzero tra gennaio e aprile ed è successivamente tornato a deprezzarsi, fino a raggiungere un minimo storico di 1,215 franchi svizzeri il 30 maggio. L'8 giugno era scambiato a un livello inferiore di circa il 4,8 per cento rispetto a quello di fine febbraio. Il deprezzamento recente coincide con il menzionato aumento dell'incertezza tra gli operatori, poiché la divisa elvetica beneficia di norma della riallocazione dei capitali verso investimenti più sicuri (*flight to safety*) da parte degli investitori internazionali. Nel periodo in esame i tassi di cambio bilaterali dell'euro con il renminbi cinese e il dollaro di Hong Kong si sono apprezzati, in linea con gli andamenti della moneta unica rispetto a quella statunitense. L'euro si è rafforzato nei confronti delle divise dei produttori di materie prime, guadagnando il 5,9 per cento sul dollaro canadese e l'1,3 per cento su quello australiano.

Figura 9 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.

1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Guardando al futuro, le prospettive per la crescita dell'economia mondiale restano complessivamente favorevoli nonostante la recente moderazione e la ripresa appare sempre più in grado di autosostenersi. Ciò è in linea con gli indicatori anticipatori compositi più recenti dell'OCSE, relativi a marzo 2011, che segnalano il protrarsi dell'espansione in gran parte dei paesi e delle regioni. Anche il *World Economic Climate Indicator* dell'Ifo ha evidenziato un ulteriore lieve rafforzamento, mentre gli indicatori per il Nord America e l'Asia hanno segnato una leggera caduta dopo il forte aumento nel primo trimestre di quest'anno. Su tale sfondo, e tenuto conto degli eventi recenti sia in Medio Oriente e Nord Africa sia in Giappone, le proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti della BCE per il 2011 prefigurano tassi di crescita dell'economia mondiale lievemente più modesti rispetto a quanto indicato in marzo, mentre quelle relative al 2012 restano sostanzialmente invariate (cfr. la sezione 6). Le prospettive per il contesto internazionale incluse nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE sono generalmente in linea con quelle formulate dall'FMI nell'edizione di aprile 2011 del *World Economic Outlook*.

I rischi per le prospettive economiche rimangono sostanzialmente bilanciati in un contesto di incertezza elevata. Da un lato, l'attività economica globale potrebbe espandersi più rapidamente del previsto. Esistono d'altra parte rischi orientati verso il basso connessi a ulteriori aumenti dei prezzi dei beni energetici, a spinte protezionistiche e a una possibile correzione disordinata degli squilibri globali.

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Guardando oltre gli andamenti di breve periodo, i dati monetari fino ad aprile 2011 continuano a indicare una graduale ripresa dei tassi di crescita sia di M3 sia dei prestiti delle IFM al settore privato. Questi andamenti sono in linea con la valutazione secondo cui il ritmo di espansione monetaria di fondo è in graduale aumento, pur rimanendo moderato. Allo stesso tempo, la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensione nei mercati finanziari rimane abbondante e il suo riassorbimento potrebbe agevolare l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro. Gli andamenti per settore dei prestiti al settore privato segnalano graduali incrementi dei tassi di crescita dei prestiti, sia alle società non finanziarie sia alle famiglie.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

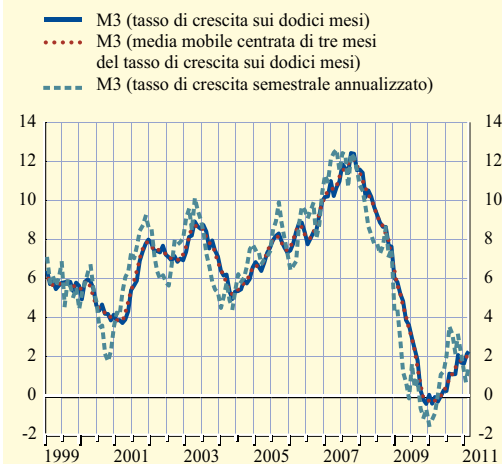
In aprile il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 è sceso al 2,0 per cento, dal 2,3 di marzo, dopo essere aumentato all'1,9 per cento nel primo trimestre del 2011 dall'1,5 per cento del quarto trimestre del 2010 (cfr. figura 10). Pertanto, guardando oltre la volatilità di breve periodo che contraddistingue gli andamenti monetari, i dati degli ultimi mesi sono in linea con la tesi secondo cui la crescita di M3 è in fase di graduale rafforzamento. Allo stesso tempo, i livelli dell'espansione di M3 sul periodo corrispondente osservati nei mesi recenti rimangono bassi in termini storici. Negli ultimi mesi gli andamenti monetari hanno risentito in misura significativa delle operazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali che fanno parte del settore detentore di moneta. Una volta corretta per questo effetto, l'espansione monetaria è in certa misura più debole, ma il profilo resta molto simile.

Dal lato delle componenti, il graduale rafforzamento della crescita di M3 dall'estate del 2010 continua a essere imputabile principalmente al tasso di variazione sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1), che ha registrato un ulteriore aumento in aprile, mentre il tasso relativo agli strumenti negoziabili sta diventando meno negativo. Per contro, il contributo di M1 al tasso di incremento di M3 sul periodo corrispondente è ulteriormente e considerevolmente diminuito sia nel primo trimestre sia in aprile (pur rimanendo positivo). Questi andamenti seguitano a ricondursi, in larga misura, alla configurazione dei tassi di interesse. In particolare, il protrarsi della graduale accentuazione dell'inclinazione della curva dei rendimenti aumenta il costo opportunità di detenere attività comprese in M1, facendo sì che alcune di queste siano riallocate a favore delle componenti meno liquide di M3. Al contempo, le variazioni della curva dei rendimenti implicano anche una certa riduzione dell'appetibilità degli strumenti compresi in M3 rispetto alle attività finanziarie a più lungo termine che non rientrano nell'aggregato monetario ampio, contribuendo così a spiegarne la debole crescita.

Dal lato delle contropartite, l'espansione di M3 nel primo trimestre e in aprile è principalmente

Figura 10 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

ascrivibile al credito concesso alle economie dell'area dell'euro. Il tasso di crescita del credito alle amministrazioni pubbliche si è gradualmente ridotto nei primi quattro mesi del 2011, ma è rimasto su un livello elevato poiché l'impatto del finanziamento dei trasferimenti di attività alle *bad bank* continuerà a evidenziarsi fino a settembre 2011. Il tasso di incremento del credito al settore privato ha mostrato un ulteriore progressivo rafforzamento nei primi quattro mesi del 2011, pur rimanendo contenuto. L'espansione osservata del credito al settore privato durante i primi mesi dell'anno va ricondotta principalmente ai prestiti delle IFM: i tassi di crescita di quelli erogati alle famiglie e alle società non finanziarie hanno continuato a mostrare un graduale incremento.

Le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro sono diminuite in aprile, per effetto soprattutto delle vendite di titoli di debito delle IFM. Tuttavia, se si considera il periodo da febbraio ad aprile nel complesso tali attività non hanno subito variazioni significative.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'andamento generale osservato nei tassi di crescita sul periodo corrispondente delle principali componenti di M3 è proseguito nel primo trimestre e in aprile. Questi pertanto hanno continuato a convergere, con un ulteriore rallentamento di M1. Di fatto, in aprile tale aggregato ha cessato di fornire il principale contributo all'espansione di M3, sostituito dai depositi a breve termine diversi da quelli *overnight*. Il tasso di incremento degli strumenti negoziabili (M3-M2; cfr. figura 11) è diventato gradualmente meno negativo nei primi quattro mesi dell'anno. Questa convergenza è sostanzialmente in linea con i tassi di interesse corrisposti sui vari strumenti compresi in M3.

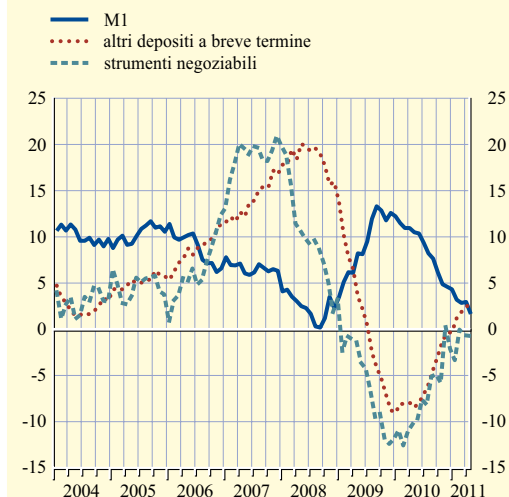
Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di M1 è sceso al 3,2 per cento nel primo trimestre del 2011, dal 4,9 per cento del quarto trimestre del 2010. È poi diminuito ulteriormente, portandosi all'1,7 per cento in aprile (cfr. tavola 1). Questo graduale calo è riconducibile principalmente alla flessione del tasso di incremento dei depositi *overnight*, che mantiene la tendenza osservata dalla seconda metà del 2010. Anche il tasso di crescita delle banconote e monete in circolazione si è progressivamente ridotto da metà 2010, ancorché in misura molto più limitata e con una perdurante volatilità di breve periodo.

Il tasso di crescita sui depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è aumentato al 3,3 per cento in aprile, dall'1,4 e dal -1,1 per cento rispettivamente del primo trimestre del 2011 e del quarto del 2010. L'aumento continua a celare andamenti divergenti tra le singole componenti, poiché il tasso di variazione dei depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) ha evidenziato un ulteriore marcato incremento, riportandosi in territorio positivo in aprile, mentre quello dei depositi a risparmio (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) ha seguito a diminuire, pur rimanendo decisamente positivo.

La riduzione del differenziale di crescita fra M1 e i depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* riflette in ampia misura l'evoluzione

Figura 11 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

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					
		2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 mar.	2011 apr.
M1	49,0	10,3	7,9	4,9	3,2	3,0	1,7
Banconote e monete in circolazione	8,4	6,4	6,5	5,6	4,9	3,7	4,3
Depositi <i>overnight</i>	40,6	11,2	8,1	4,8	2,9	2,8	1,1
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,1	-8,0	-5,1	-1,1	1,4	2,3	3,3
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,1	-21,4	-16,2	-8,7	-2,7	-0,2	2,2
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,1	10,3	8,4	7,3	5,4	4,8	4,4
M2	88,1	1,5	1,8	2,2	2,4	2,7	2,4
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	11,9	-9,8	-6,5	-3,0	-1,6	-0,6	-0,7
M3	100,0	-0,1	0,7	1,5	1,9	2,3	2,0
Credito a residenti nell'area dell'euro		1,8	2,1	3,3	3,7	3,3	3,2
Credito alle amministrazioni pubbliche		9,2	7,8	11,8	10,9	8,0	7,4
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		6,7	6,5	15,5	17,8	14,0	12,5
Credito al settore privato		0,2	0,8	1,5	2,0	2,2	2,2
Prestiti al settore privato		0,2	0,9	1,7	2,4	2,5	2,6
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione		0,2	1,0	2,0	2,8	2,8	2,9
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		4,5	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0

Fonte: BCE.

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

dei tassi di interesse. Nel complesso, i tassi di interesse sui depositi a breve termine (soprattutto quelli vincolati) hanno registrato un ulteriore lieve incremento nel primo trimestre, al pari del differenziale rispetto al tasso di interesse corrisposto sui depositi *overnight*. L'inclinazione più accentuata della curva dei rendimenti nel segmento a più breve termine ha continuato a favorire le riallocazioni dai depositi *overnight* verso quelli di altra tipologia, meglio remunerati, compresi in M3.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili è aumentato al -1,6 per cento nel primo trimestre del 2011, dal -3,0 per cento del quarto del 2010, e in aprile si è collocato al -0,7 per cento. Ciò è ampiamente dovuto al significativo incremento del tasso di crescita dei titoli di debito con scadenza fino a due anni in atto dal quarto trimestre del 2010, andamento che si è protratto in aprile quando il tasso si è riportato in territorio positivo. I tassi di espansione delle altre due componenti degli strumenti negoziabili sono rimasti invece sostanzialmente stabili nel primo trimestre, sebbene si possano ravvisare alcuni segnali di convergenza nei tassi di crescita mensili in marzo e aprile, dato il calo del tasso di incremento (fortemente positivo) dei contratti pronti contro termine e l'aumento di quello (tuttora nettamente negativo) delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Quest'ultimo rimane negativo a causa dell'elevato grado di sensibilità di tali strumenti alla bassa remunerazione rispetto ad altre attività. L'andamento dei contratti pronti contro termine ha continuato a risentire delle operazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali, diminuite nel primo trimestre del 2011 dopo i marcati incrementi del quarto trimestre del 2010.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni affidabili per settore, si è collocato al 3,5 per cento in aprile, rimanendo sostanzialmente invariato dal primo trimestre ma ancora in linea con il graduale incremento osservato dalla metà del 2010 (cfr. figura 12). Dal gennaio 2011 l'accelerazione dei

depositi di M3 è ascrivibile principalmente a un maggiore contributo dei depositi delle famiglie, che potrebbe in qualche misura essere connesso alla crescita più vigorosa del reddito disponibile di questo settore. Per contro, nello stesso periodo i contributi sia delle società non finanziarie sia degli intermediari finanziari sono stati stabili in media, pur mostrando una sensibile variabilità nel breve termine.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto concerne le contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è ulteriormente aumentato, portandosi al 3,7 per cento nel primo trimestre dal 3,3 per cento di quello precedente, per poi diminuire lievemente al 3,2 per cento in aprile (cfr. tavola 1). L'andamento cela dinamiche divergenti nelle componenti: il tasso di incremento del credito delle IFM al settore privato ha continuato a salire gradualmente (pur restando debole), mentre quello del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche ha seguito a ridursi (rimanendo però sostenuto). L'impatto del finanziamento dei trasferimenti di attività alle *bad bank* rimarrà palese nel tasso di crescita del credito alle amministrazioni pubbliche fino a settembre 2011.

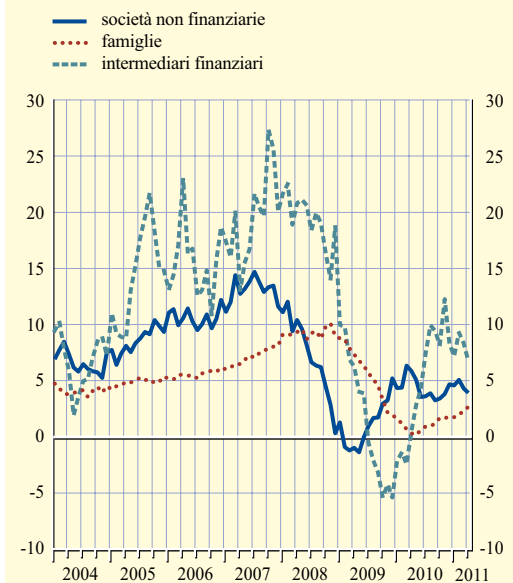
Il tasso di espansione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato è ulteriormente aumentato, situandosi al 2,2 per cento in aprile dal 2,0 e dall'1,5 per cento rispettivamente del primo trimestre del 2011 e dell'ultimo del 2010. Il tasso di incremento dei titoli del settore privato detenuti dalle IFM ha continuato a diminuire (collocandosi al -1,4 per cento in aprile), riflettendo anche il fatto che l'attività di autocartolarizzazione è stata relativamente modesta nei mesi recenti. Il tasso di crescita delle azioni e altre partecipazioni detenute dalle IFM ha evidenziato un nuovo marcato aumento nei primi quattro mesi del 2011, collocandosi al 4,5 per cento in aprile.

Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato, la principale componente del credito a tale settore, ha mantenuto il moderato andamento al rialzo, salendo al 2,6 per cento in aprile dal 2,4 del primo trimestre del 2011 e dall'1,7 del quarto trimestre del 2010 (cfr. tavola 1). Prosegue pertanto la ripresa osservata dagli inizi del 2010 della dinamica dei prestiti al settore privato, seppure a un ritmo graduale. La correzione per la cartolarizzazione continua a indicare che questa attività ha un impatto solo limitato sulla crescita dei prestiti delle IFM al settore privato (come si rileva dagli inizi del 2010): i dati corretti mostrano un livello di crescita lievemente superiore, senza implicare però alcuna significativa variazione del profilo.

La graduale ripresa osservata nel tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti al settore privato durante i primi quattro mesi del 2011 è stata generalizzata tra i settori. L'andamento continua a essere imputabile principalmente ai prestiti erogati alle famiglie, il cui tasso di incremento è salito al 3,1 per cento nel primo trimestre del 2011, dal 2,8 del quarto del 2010, e si è collocato al 3,4 per

Figura 12 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

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



Fonte: BCE.

Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

cento in aprile. Il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie è diventato positivo, portandosi allo 0,5 per cento nel primo trimestre del 2011, dal -0,4 del periodo precedente, e raggiungendo l'1,0 per cento in aprile. Il tasso di incremento dei prestiti agli intermediari finanziari non monetari diversi dai fondi pensione e dalle società di assicurazione è ulteriormente aumentato nel primo trimestre, sebbene il livello osservato in aprile sia stato poi inferiore alla media del primo trimestre.

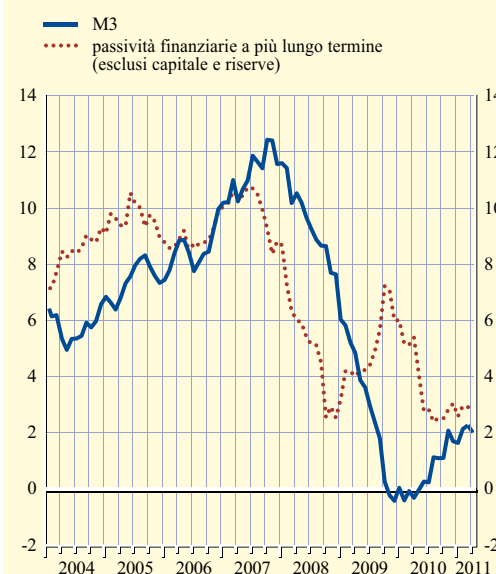
Dopo l'apparente stabilizzazione di fine 2010 e inizio 2011, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie è lievemente aumentato, collocandosi al 3,4 per cento sia in marzo sia in aprile. L'andamento ha continuato a celare differenze nei tassi di espansione delle varie tipologie di prestiti. Il tasso di incremento dei mutui per l'acquisto di abitazioni è rimasto notevolmente positivo ed è gradualmente aumentato, portandosi al 4,5 per cento in aprile, mentre quello del credito al consumo è rimasto negativo, mostrando una stabilizzazione nei primi quattro mesi dell'anno. Il più marcato vigore dei mutui per l'acquisto di abitazioni continua a riflettere la graduale ripresa osservata in vari mercati immobiliari dell'area dell'euro. La dinamica del credito al consumo è rimasta contenuta (per maggiori dettagli cfr. la sezione 2.7).

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è rimasto debole nei primi quattro mesi dell'anno, ma ha costantemente registrato nuovi incrementi, continuando la graduale ripresa osservata dal secondo trimestre del 2010. Questo aumento dell'indebitamento è in linea con le regolarità del ciclo economico e riflette il miglioramento del clima di fiducia delle imprese e un progressivo aumento del tasso di espansione sul periodo corrispondente degli investimenti fissi lordi. Al contempo, nonostante il graduale calo dagli inizi del 2009, i livelli di debito delle imprese rimangono relativamente elevati in termini storici. Le imprese potrebbero essere restie quindi ad aumentare in maniera considerevole la domanda di prestiti, proponendosi di controllare (e potenzialmente ridurre ancora) i livelli di debito con un maggiore ricorso invece ai fondi interni disponibili.

Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) si è collocato in aprile al 3,0 per cento, in marginale aumento dal 2,8 del primo trimestre del 2011 e dal 2,7 del quarto trimestre del 2010 (cfr. figura 13). Tra i principali strumenti, il tasso di incremento delle disponibilità del settore detentore di moneta in depositi a più lungo termine ha continuato a mantenere una tendenza sostanzialmente calante nei primi quattro mesi del 2011, forse per effetto della minore appetibilità di questi strumenti rispetto ad altre forme di investimento finanziario (quali i fondi azionari), ma anche in parte a causa della contenuta attività di cartolarizzazione osservata nei mesi recenti. Il tasso di espansione dei titoli di debito con scadenza superiore a due anni, al contrario, ha continuato ad aumentare.

Figura 13 M3 e passività finanziarie a più lungo termine delle IFM

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



Fonte: BCE.

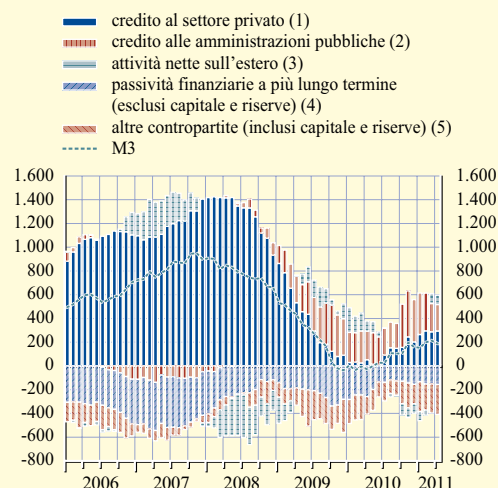
Infine, l'afflusso annuo di 79 miliardi osservato in aprile verso la posizione netta sull'estero delle IFM, sebbene rimasto sostanzialmente invariato da marzo, rappresenta un aumento rispetto al deflusso registrato nel primo trimestre del 2011, a indicazione del fatto che è proseguita la ripresa osservata in questa contropartita dall'ultimo trimestre del 2010 (cfr. figura 14). Il miglioramento della posizione netta sull'estero nei primi quattro mesi del 2011 ha continuato ad ascrivere al fatto che il calo cumulato delle passività sull'estero (principalmente sotto forma di depositi) è stato superiore alla flessione cumulata delle attività sull'estero.

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

Gli andamenti dei gap monetari nominale e reale indicano che nel primo trimestre e in aprile l'ammontare della liquidità monetaria nell'area dell'euro ha segnato un'ulteriore lieve diminuzione, da livelli elevati, mantenendo la tendenza osservata dagli inizi del 2009 (cfr. figure 15 e 16).

Figura 14 Contropartite di M3

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

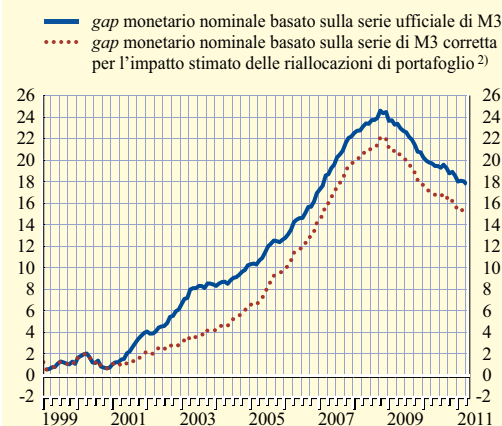


Fonte: BCE.

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 segno inverso in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

Figura 15 Stime del gap monetario nominale¹⁾

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

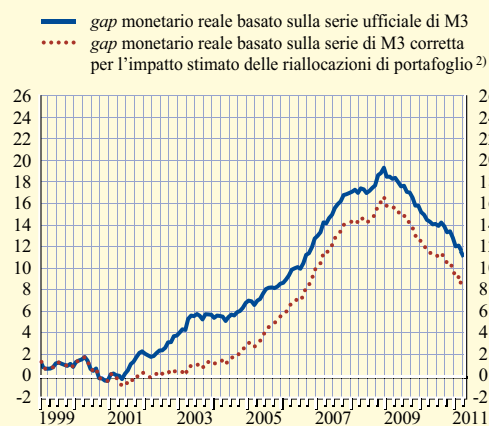


Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario nominale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 e il livello che sarebbe risultato da una crescita di M3 costante e in linea con il valore di riferimento del 4½ per cento dal dicembre 1998 (utilizzato come periodo base).
2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Figura 16 Stime del gap monetario reale¹⁾

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



Fonte: BCE.

1) La misura del gap monetario reale è definita come la differenza tra il livello effettivo di M3 deflazionato con l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e il livello di M3 in termini reali che sarebbe risultato da una crescita nominale di M3 costante e pari al valore di riferimento del 4½ per cento e da una inflazione al consumo in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE (utilizzando dicembre 1998 come periodo base).
2) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso M3 sono calcolate sulla base dell'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale*, nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

Questo tipo di misure delle condizioni di liquidità vanno interpretate con cautela poiché si basano su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, caratterizzata da una notevole incertezza. Nonostante i motivi di cautela, queste misure mettono chiaramente in evidenza un accumulo di liquidità negli anni precedenti alla crisi finanziaria, che non sembra essere stato riassorbito dalla crescita contenuta di M3 in atto dalla fine del 2008. Per una valutazione delle possibili implicazioni del riassorbimento della liquidità accumulata, cfr. il riquadro 3 *L'espansione dell'aggregato monetario ampio dell'area dell'euro e il riassorbimento della liquidità accumulata*.

Riquadro 3

**LA CRESCITA DELL'AGGREGATO MONETARIO AMPIO NELL'AREA DELL'EURO
E IL RIASSORBIMENTO DELLA LIQUIDITÀ ACCUMULATA**

L'aumento parallelo della crescita sui dodici mesi di M3 e di una serie di indicatori dell'espansione monetaria di fondo evidenzia una graduale e persistente accelerazione della moneta (cfr. figura A). Al maggiore ritmo di crescita di M3 si è accompagnato un rafforzamento della dinamica dei prestiti al settore privato, il che ha fornito una conferma qualitativa di un'accelerazione dell'espansione monetaria di fondo. La valutazione secondo cui la crescita della moneta e del credito si stia gradatamente rafforzando è ampiamente confortata dai dati di aprile.

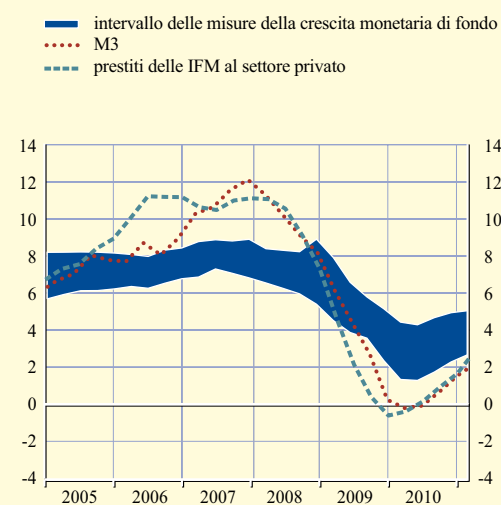
Allo stato attuale, risulta fondamentale stabilire se il ritmo di espansione degli aggregati monetari, che resta inferiore a quello dell'attuale crescita del reddito nominale, vada definito debole. Se si tiene conto delle relazioni di anticipo/ritardo tra le rispettive serie monetarie e l'attività economica, al momento la dinamica della moneta è in linea con le regolarità storiche del ciclo economico. In particolare, i tassi di crescita di M3 e dei prestiti al settore privato si muovono in linea con il recente aumento dell'attività economica. Al tempo stesso, l'espansione di M3 risulterebbe più sostenuta se non fosse frenata dall'assorbimento della liquidità accumulata che, nonostante una modesta correzione al ribasso, resta ampia. Il presente riquadro spiega perché la valutazione della crescita monetaria debba essere integrata da una valutazione dello stock di liquidità monetaria per assicurare un'analisi esaustiva dei rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Il processo di riassorbimento della liquidità monetaria accumulata procede gradatamente

La relazione fra la quantità di moneta detenuta e la spesa nominale è colta dalla velocità di circolazione della moneta. Un accumulo eccessivo di liquidità monetaria si traduce in uno scostamento della velocità di circolazione dall'andamento di lungo periodo.

Figura A M3 e M3 di fondo

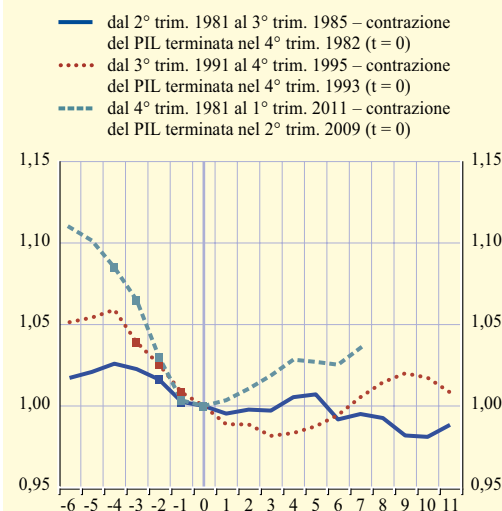
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'intervallo delle misure della crescita monetaria di fondo è ottenuto utilizzando alcuni dei metodi descritti nel riquadro *La dinamica monetaria di fondo: impianto concettuale e descrizione quantitativa* del numero di maggio 2008 di questo Bollettino.

Figura B Velocità di circolazione di M3 nell'intorno di episodi di crescita negativa del PIL

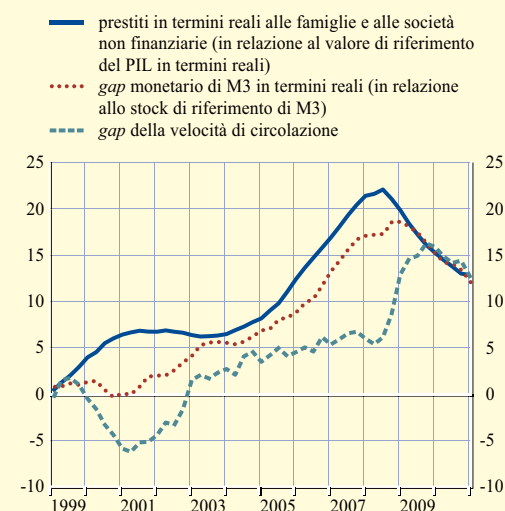
(dati trimestrali; indice: ultimo trimestre di crescita negativa del PIL in termini reali = 1)



Fonte: stime della BCE.
Nota: gli episodi sono definiti come comprendenti al meno due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL reale sul periodo precedente. I quadrati indicano i trimestri di crescita negativa del PIL reale sul periodo precedente. La velocità di circolazione è normalizzata a 1 nell'ultimo trimestre di crescita negativa del PIL reale, indicato da 0 sull'asse delle x.

Figura C Misure di liquidità monetaria in eccesso

(punti percentuali)



Fonte: stime della BCE.
Nota: Il gap della velocità di circolazione è calcolato come rapporto fra l'inverso della velocità effettiva e l'inverso della velocità di lungo termine variabile nel tempo ottenuta utilizzando il modello impiegato da Beyer (cfr. l'articolo citato nella nota 1). Il gap monetario reale è definito come differenza fra il livello effettivo di M3 deflazionato in base allo IAPC e il livello deflazionato di M3 che sarebbe risultato da una crescita costante di M3 nominale al suo valore di riferimento del 4½ per cento e da un'inflazione misurata dallo IAPC in linea con la definizione di stabilità dei prezzi della BCE, prendendo dicembre 1998 come periodo base. Il valore di riferimento del PIL in termini reali è calcolato utilizzando una crescita del PIL sul periodo corrispondente pari al 2% e prendendo dicembre 1998 come periodo base.

Dopo una fase di crescita negativa del PIL in termini reali, la velocità di circolazione tende ad aumentare nell'area dell'euro, poiché si attinge all'eccesso di liquidità accumulata per far fronte alla spesa nominale aggiuntiva. Questo fenomeno è illustrato dalla figura B, che mostra la velocità di circolazione di M3 in tre distinti periodi (1981-1985, 1991-1995 e 2007-2011) normalizzata in base ai valori osservati, per ciascun periodo, nell'ultimo trimestre di crescita negativa sul trimestre precedente del PIL reale. Per quanto riguarda il periodo attuale, nella fase di crisi compresa tra il terzo trimestre del 2008 e il terzo trimestre del 2009 il calo della velocità di circolazione è stato più marcato che negli episodi precedenti; successivamente questa è aumentata più rapidamente che negli altri periodi considerati, per effetto del riassorbimento di una parte della liquidità accumulata. Nel periodo fra il 1991 e il 1995, la velocità di circolazione è aumentata per sei trimestri consecutivi prima di ritrovare una tendenza calante. Nel periodo corrente, la velocità di circolazione è aumentata negli ultimi sette trimestri e resta ancora da vedere quando tornerà ad evidenziare un andamento al ribasso. Allo stato attuale, l'eccesso di liquidità accumulato è diminuito in misura minore e resta più ampio che nell'episodio del 1991-1995.

Esistono diversi modi per illustrare gli attuali squilibri fra lo stock di moneta o di credito e l'attività economica. La figura C mostra alcune di queste misure, le quali vanno tutte interpretate con cautela in quanto poggiano su una valutazione delle relazioni di equilibrio. Tutte le misure indicano che negli ultimi trimestri vi è stata una contenuta riduzione della liquidità accumulata.

È improbabile che tale riduzione abbia portato a un totale riassorbimento della liquidità accumulata e le diverse misure indicano invece la necessità di un ulteriore significativo aggiustamento. L'eccesso di liquidità può, in definitiva, essere riassorbito: a) tramite una crescita più lenta della moneta e dei prestiti (vale a dire tramite una minore creazione di saldi finanziari insieme a una riduzione della leva finanziaria nei settori finanziario, pubblico e privato); b) in uno scenario diametralmente opposto, tramite una più vigorosa crescita nominale del PIL (dato che la liquidità alimenta la domanda aggregata e, in ultima istanza, l'inflazione); c) tramite una combinazione delle due.

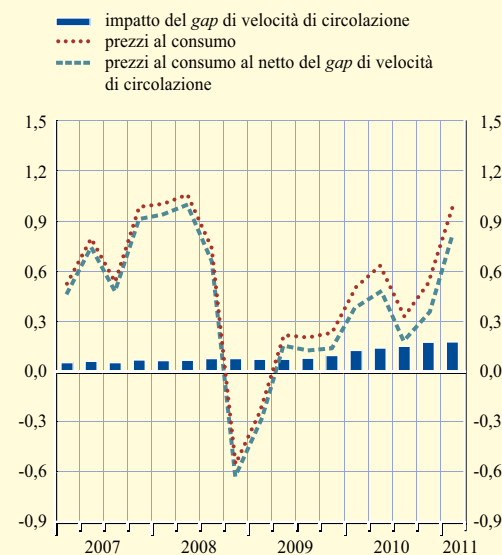
Una misura dell'eccesso di liquidità accumulata basata su un modello (il cosiddetto *velocity gap*), può essere costruita utilizzando la velocità di circolazione effettiva e una misura della velocità di lungo periodo variabile nel tempo basata su un modello stimato¹⁾. Come mostra la figura C, anche il *velocity gap* indica che un eccesso di liquidità monetaria si è andato gradatamente accumulando nell'area dell'euro dalla fine del 2003 ed è stato in parte riassorbito negli ultimi trimestri.

L'attuale impatto della liquidità accumulata sull'inflazione dei prezzi al consumo

Gli indicatori dell'inflazione fondati unicamente sulle dinamiche monetarie trascurano l'impatto che l'eccesso di liquidità accumulata può avere sugli andamenti futuri dei prezzi²⁾. Importanti informazioni su tali andamenti possono essere fornite anche dalle misure dell'eccesso di liquidità, come suggeriscono diversi studi empirici. Il modello alla base della stima quantitativa illustrata nella figura D è una variante del cosiddetto approccio "P-star", che ha trovato ampio spazio nella letteratura economica sulle proprietà di indicatore anticipatore della moneta per l'inflazione³⁾. Nel presente esercizio, l'eccesso di liquidità monetaria è quantificato dalla stima del *velocity gap* sopra descritto. Stando a questa misura, il contributo stimato dell'eccesso di liquidità monetaria all'inflazione al consumo è positivo e in crescita, indicando pertanto che la liquidità accumulata ha esercitato pressioni al rialzo sull'inflazione dell'area dell'euro durante la crisi finanziaria (cfr. figura D). I risultati di

Figura D Impatto del *gap* di velocità di circolazione sull'inflazione dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul trimestre precedente; contributi in punti percentuali)



Fonte: stime della BCE.

- 1) Una misura empirica della velocità di circolazione di lungo periodo può essere ricavata, fra l'altro, sulla base di un differenziale di interesse (misurato dalla differenza fra il tasso a breve termine del mercato monetario e il tasso di remunerazione di M3) e del tasso di accumulazione della ricchezza immobiliare reale. Cfr. Beyer, A., "A stable model for euro area money demand: revisiting the role of wealth", *Working Paper Series*, n. 1111, BCE, Francoforte sul Meno, novembre 2009.
- 2) Cfr. Papademos, L. e Stark, J. (a cura di), *Enhancing monetary analysis*, Capitolo 4, BCE, Francoforte sul Meno, 2010.
- 3) Per informazioni più dettagliate, cfr. il riquadro 3 nell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino; Hallman, J.J., Porter, R.D. e Small, D.H., "Is the price level tied to the M2 monetary aggregate in the long run?", *American Economic Review*, 81 (4), 1991, pp. 841-858; Gerlach, S. e Svensson, L.E.O., "Money and inflation in the euro area: A case for monetary indicators?", *Journal of Monetary Economics*, 50, 2003, pp. 1649-1672; e Treccroci, C. e Vega, J.-L., "The information content of M3 for future inflation", *Weltwirtschaftliches Archiv*, 138 (1), 2002, pp. 22-53.

tale analisi sono da considerare come indicativi, nel senso che forniscono solo un orientamento generale quanto alla direzione e all'entità degli andamenti, e non possono quindi essere applicati in modo meccanico per ricavare i rischi per la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Conclusioni

Nonostante una modesta correzione al ribasso, la liquidità monetaria nell'area dell'euro resta complessivamente abbondante. Nel contempo, le famiglie e le società non finanziarie continuano ad evidenziare elevati rapporti fra credito e reddito. Il quadro generale mette tuttora in rilievo la necessità di assorbire ulteriore liquidità. È quindi possibile che il processo di riassorbimento della liquidità in eccesso continui a frenare la crescita dei prestiti e della moneta. In tal caso, i bassi tassi di incremento della moneta e del credito rispecchierebbero gli aggiustamenti in atto verso un livello di moneta e credito coerente con il prodotto e sostenibile a lungo termine.

Allo stesso tempo, nel contesto di miglioramento del clima di fiducia dei mercati e di rafforzamento della domanda, è possibile che la correzione della liquidità accumulata generi pressioni sui prezzi nei mercati sia delle attività, sia dei beni e servizi, anche in presenza di bassi tassi di crescita monetaria.

Nel complesso, guardando oltre gli andamenti di breve periodo, i dati monetari più recenti continuano a indicare un graduale incremento del ritmo dell'espansione monetaria di fondo, come conferma il moderato ma persistente rafforzamento osservato nella crescita sia dell'aggregato monetario ampio sia dei prestiti al settore privato. Allo stesso tempo, la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensione nei mercati finanziari rimane abbondante e il suo riassorbimento potrebbe agevolare l'accomodamento delle pressioni sui prezzi nell'area dell'euro.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è aumentato al 3,7 per cento nel quarto trimestre del 2010, quasi esclusivamente per effetto dell'impatto delle operazioni connesse a una "bad bank". Nel primo trimestre del 2011, l'afflusso annuale di quote e partecipazioni in fondi di investimento si è ulteriormente ridotto. Nel quarto trimestre del 2010, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione ha evidenziato un'ulteriore contrazione, principalmente a causa del minor ricorso a forme indirette di investimento finanziario.

SETTORI NON FINANZIARI

Nel quarto trimestre del 2010 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati), il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è salito al 3,7 per cento, dal 3,0 del trimestre precedente (cfr. tavola 2). L'aumento, tuttavia, ha rispecchiato principalmente il trasferimento di attività (prevalentemente titoli di debito a lungo termine) a una "bad bank" classificata all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche. Di conseguenza, si è avuto un brusco incremento del contributo dei titoli di debito, che era stato modesto o addirittura negativo nei sei trimestri precedenti. Quanto agli altri strumenti, il contributo di banconote, monete e depositi è moderatamente aumentato, mentre quelli di azioni quotate e non quotate, quote di fondi comuni di investimento e riserve tecniche di assicurazione sono rimasti sostanzialmente invariati.

Tavola 3 Investimenti finanziari dei settori non finanziari nell'area dell'euro

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2008 3° trim.	2008 4° trim.	2009 1° trim.	2009 2° trim.	2009 3° trim.	2009 4° trim.	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.
Investimenti finanziari	100	3,8	3,9	3,6	3,7	3,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,7
Circolante e depositi	23	5,8	7,0	7,5	7,0	6,0	3,4	1,9	1,7	2,2	3,1
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	6	2,3	5,2	4,2	1,6	0,0	-3,6	-3,8	0,3	0,6	8,4
<i>di cui:</i> a breve termine	0	-2,2	9,3	-23,3	-34,0	-42,9	-48,0	-34,8	-20,7	-2,5	-17,3
a lungo termine	5	3,0	4,6	8,7	7,2	6,8	3,6	0,4	2,9	0,9	10,8
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	29	2,9	3,7	4,0	4,7	4,8	3,2	3,1	2,1	1,8	2,2
<i>di cui:</i> azioni quotate	7	4,5	3,8	4,6	5,0	6,3	6,4	6,9	2,5	0,4	1,7
azioni non quotate e altri titoli di capitale	23	2,3	3,6	3,8	4,5	4,3	2,4	2,3	2,0	2,3	2,4
Quote di fondi comuni	5	-4,7	-5,6	-4,3	-3,2	-1,6	0,5	-1,0	-2,7	-2,6	-2,1
Riserve tecniche di assicurazione	15	3,2	2,4	2,7	3,0	3,5	4,5	5,1	4,8	4,6	4,3
Altre attività finanziarie ²⁾	22	6,5	4,5	1,4	1,8	2,1	2,8	4,7	5,8	6,1	5,9
M3³⁾		8,7	7,6	5,2	3,6	1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7

Fonte: BCE.

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

2) Le altre attività finanziarie comprendono i prestiti e altri conti attivi, che a loro volta includono, fra l'altro, i crediti al commercio concessi da società non finanziarie.

3) Dati di fine trimestre. L'aggregato monetario M3 comprende strumenti monetari detenuti dalle istituzioni diverse dalle IFM (ossia il settore non finanziario e le istituzioni finanziarie non monetarie) presso le IFM e le amministrazioni centrali dell'area dell'euro.

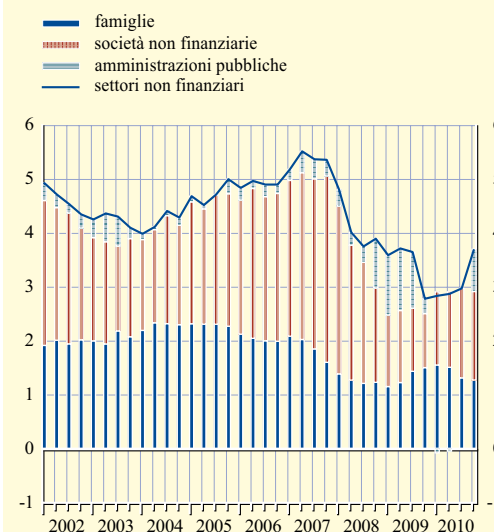
La scomposizione per settore non finanziario conferma l'importanza delle operazioni relative alla "bad bank" citata. In effetti, all'accumulo di attività finanziarie da parte del settore pubblico, principalmente sotto forma di titoli di debito, va ricondotto l'intero aumento osservato per il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi nel quarto trimestre del 2010. Per contro, i contributi delle famiglie e delle società non finanziarie sono rimasti pressoché invariati (cfr. figura 17). Per informazioni più dettagliate sull'andamento degli investimenti finanziari del settore privato, cfr. le sezioni 2.6 e 2.7.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

Le statistiche armonizzate sui fondi di investimento dell'area dell'euro indicano che l'afflusso annuo di quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) è ulteriormente calato a 254 miliardi di euro nel primo trimestre del 2011, contro i 345 miliardi di euro del trimestre precedente. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente è diminuito di conseguenza, portandosi al 4,8 per cento dal 6,9 del quarto trimestre del 2010. La scomposizione per politica di investimento mostra che il minore afflusso annuo è principalmente ascrivibile a una diminuzione dei flussi a favore dei fondi

Figura 17 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

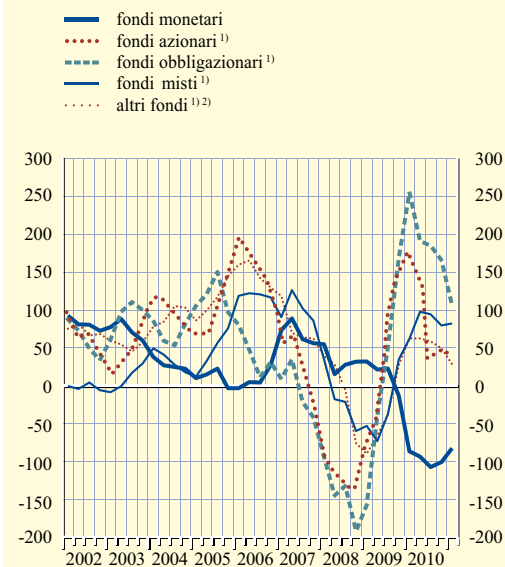
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 18 Flussi netti verso fondi monetari e d'investimento sul periodo corrispondente

(in miliardi di euro)



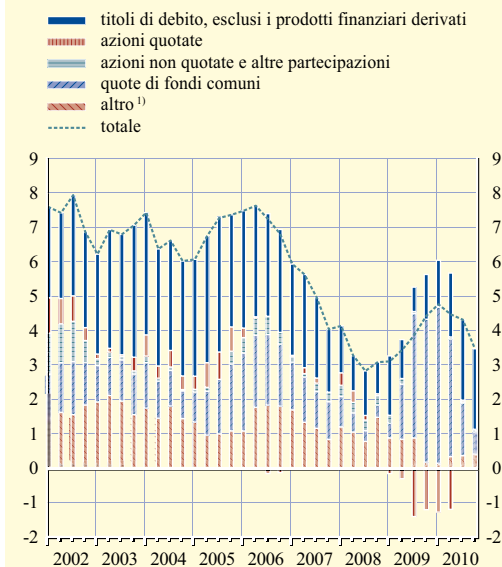
Fonti: BCE ed EFAMA.

1) Nel periodo precedente al 1° trimestre 2009 le stime dei flussi trimestrali sono ottenute dalle statistiche della BCE sui fondi di investimento non armonizzati, da elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA e da stime della BCE.

2) Include fondi immobiliari, *hedge fund* e fondi non altrove classificati.

Figura 19 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

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



Fonte: BCE.

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

obbligazionari, sebbene anche gli altri fondi e i fondi azionari abbiano svolto un ruolo (cfr. figura 18). Ciò suggerisce che le accresciute tensioni in alcuni mercati del debito sovrano frenano attualmente i flussi annui a favore dei fondi di investimento. Sempre in termini annui, l'afflusso verso i fondi misti è rimasto quasi invariato, mentre il deflusso dai fondi comuni monetari ha registrato un moderato calo.

I dati sul trimestre precedente rivelano tuttavia che l'impatto delle tensioni nei mercati del debito sovrano potrebbe essersi lievemente attenuato nel primo trimestre del 2011. In effetti, i fondi obbligazionari hanno nuovamente fornito il maggiore contributo all'afflusso trimestrale di 55 miliardi di euro verso quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari), incidendo per un terzo su tale ammontare. I fondi misti e gli altri fondi hanno rappresentato approssimativamente un quarto ciascuno dell'afflusso trimestrale complessivo, mentre la parte restante va ascritta ai fondi azionari.

Nel quarto trimestre del 2010, il tasso di crescita degli investimenti finanziari complessivi da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione è diminuito per il secondo trimestre consecutivo al 3,5 per cento dal 4,3 del periodo precedente (cfr. figura 19). L'andamento continua a essere imputabile a una flessione delle quote di fondi comuni di investimento. I contributi di tutti gli altri strumenti sono rimasti quasi invariati. Nel complesso, ciò suggerisce che le società di assicurazione e i fondi pensione seguitano a riequilibrare i loro portafogli a favore degli investimenti diretti nel mercato dei capitali.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono ulteriormente aumentati nel periodo compreso fra marzo e giugno, riflettendo sia le attese di un aumento dei tassi, prima e dopo la decisione del Consiglio direttivo del 7 aprile di innalzare di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, sia gli effetti della decisione stessa, entrata in vigore con l'operazione di rifinanziamento principale regolata il 13 aprile. Al tempo stesso, la volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario è rimasta elevata nel periodo considerato, senza variazioni di rilievo rispetto ai tre mesi precedenti.

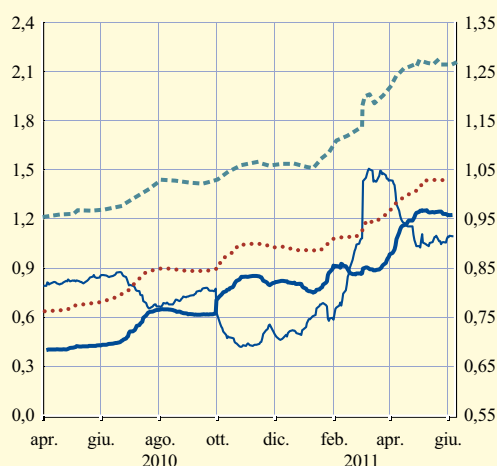
I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati su tutte le scadenze nel periodo in esame, proseguendo pertanto la tendenza al rialzo registrata dall'inizio di quest'anno. L'8 giugno i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente a 1,24, 1,45, 1,73 e 2,15 per cento, ossia 37, 36, 35 e 38 punti base al di sopra dei livelli osservati il 1° marzo. Il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, l'8 giugno si collocava a 91 punti base, un livello sostanzialmente invariato rispetto a quello di marzo (cfr. figura 20).

Nonostante una certa volatilità, nel complesso i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con garanzia hanno registrato un aumento nel periodo considerato, proseguendo la generale tendenza al rialzo osservata da maggio 2010 (cfr. figura 21). L'8 giugno il tasso *swap* a tre mesi sull'indice *overnight* si è collocato all'1,26 per cento, circa 42 punti base al di sopra di quello del 1° marzo. L'aumento del corrispondente tasso Euribor sui depositi privi di garanzia è stato inferiore rispetto a quello del tasso *swap* garantito, così che il differenziale tra i due tassi si è ridotto da 26

Figura 20 Tassi di interesse del mercato monetario

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

- Euribor a un mese (scala di sinistra)
- Euribor a tre mesi (scala di sinistra)
- - - Euribor a dodici mesi (scala di sinistra)
- differenziale tra Euribor a dodici mesi e a un mese (scala di destra)

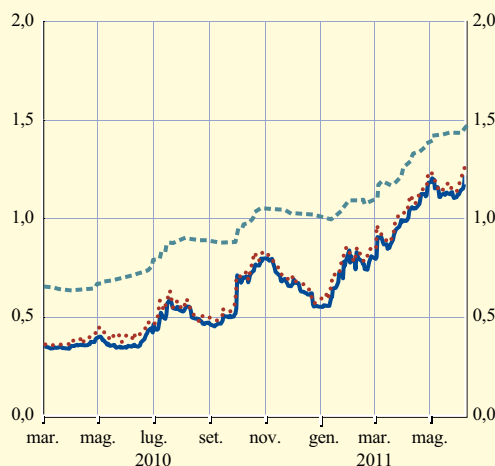


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Figura 21 Eurepo, Euribor e swap sul tasso di interesse overnight a tre mesi

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

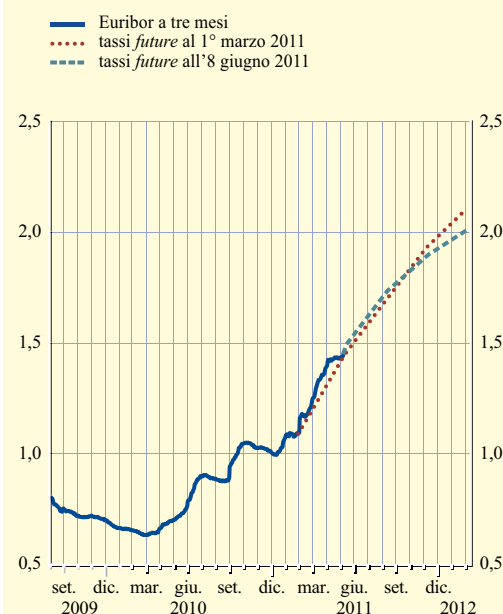
- Eurepo a tre mesi
- swap sull'indice overnight a tre mesi
- - - Euribor a tre mesi



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

Figura 22 Tassi di interesse a tre mesi e tassi *future* nell'area dell'euro

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

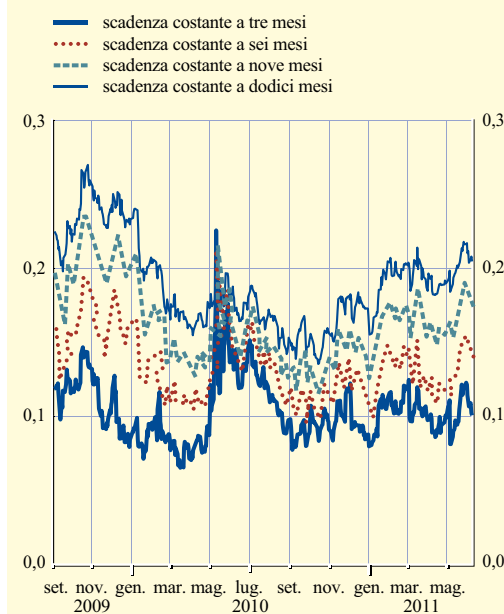


Fonte: Thomson Reuters.

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

Figura 23 Volatilità implicita a scadenze costanti derivata dalle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: la misura della volatilità è ottenuta in due fasi. Innanzitutto, le volatilità implicite delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi vengono convertite in termini di logaritmi di prezzi invece che di logaritmi dei rendimenti. Successivamente, le volatilità implicite così ottenute, che hanno data di scadenza costante, vengono trasformate in volatilità con termine di scadenza costante.

punti base il 1° marzo a 20 punti base l'8 giugno. Tale differenziale ha continuato a mostrare una certa volatilità; nonostante ciò, tuttavia, esso è calato lievemente anche rispetto ai livelli prevalenti verso la fine dello scorso anno e nei primissimi mesi del 2011. Gli andamenti osservati nel periodo in rassegna indicano un ulteriore miglioramento delle condizioni nei mercati finanziari, nonché il ritorno a un maggiore equilibrio delle condizioni di liquidità.

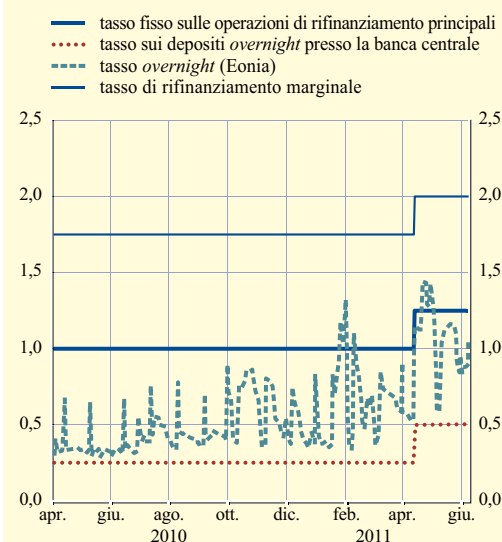
L'8 giugno i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a giugno, settembre e dicembre 2011 si collocavano rispettivamente all'1,49, 1,72 e 1,90 per cento, evidenziando aumenti di 4 e 1 punto base e un calo di circa 3 punti base rispetto ai livelli osservati il 1° marzo (cfr. figura 22). Negli ultimi tre mesi le volatilità implicite a scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi ricavate dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi sono rimaste sostanzialmente invariate, evidenziando tuttavia un lieve rialzo rispetto ai livelli registrati tra la fine del 2010 e gli inizi del 2011 (cfr. figura 23).

Per quanto riguarda la scadenza *overnight*, la volatilità dell'Eonia è notevolmente aumentata da giugno del 2010, risultando particolarmente pronunciata alla fine di quell'anno, e si è mantenuta elevata nel periodo in esame. Nello specifico, tra la fine di aprile e gli inizi di maggio l'Eonia si è collocato al di sopra del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali per diversi giorni; esso è poi bruscamente sceso su livelli ampiamente inferiori al tasso di rifinanziamento principale e, nonostante alcuni rialzi successivi, si è mantenuto al di sotto di questo. L'8 giugno l'Eonia si situava all'1,07 per cento (cfr. figura 24).

Nel periodo in rassegna la BCE ha continuato a fornire sostegno ai mercati monetari tramite operazioni di immissione di liquidità con scadenza pari a una settimana, al periodo di mantenimento e a tre mesi. Le operazioni di immissione di liquidità dell'Eurosistema sono state condotte mediante procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. La BCE ha inoltre effettuato settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana con procedura a tasso variabile e tassi massimi di offerta pari all'1,00 per cento nel terzo periodo di mantenimento dell'anno e all'1,25 per cento nel quarto e nel quinto periodo di mantenimento. Tramite queste operazioni la BCE ha offerto di assorbire un importo corrispondente all'entità degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma relativo ai mercati dei titoli (Securities Markets Programme), che ammontava a 75 miliardi di euro l'8 giugno. Nel terzo e quarto periodo di mantenimento il livello della liquidità in eccesso nell'area dell'euro è stato inferiore a quello registrato nei primi due periodi di mantenimento del 2011. Per informazioni più dettagliate sulle condizioni di liquidità e sulle operazioni di politica monetaria, cfr. il riquadro 4.

Figura 24 Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse *overnight*

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Riquadro 4

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 9 FEBBRAIO AL 10 MAGGIO 2011

Il presente riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati l'8 marzo, il 12 aprile e il 10 maggio 2011. In questo arco temporale tutte le operazioni di rifinanziamento in euro hanno continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi.

Il Programma per i mercati dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP) annunciato il 10 maggio 2010 è rimasto in vigore, unitamente alle operazioni settimanali di assorbimento della liquidità con scadenza a una settimana finalizzate a sterilizzare l'offerta aggiuntiva di liquidità immessa tramite il detto Programma.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi in conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria), è stato pari in media a 474,7 miliardi di euro, livello inferiore di 45,6 miliardi rispetto alla media giornaliera dei tre periodi precedenti (compresi fra il 10 novembre 2010 e l'8 febbraio 2011).

Tale andamento va principalmente ricondotto a un ulteriore calo del valore medio dei fattori autonomi, diminuito di 44,0 miliardi di euro a 265,0 miliardi. Il livello medio della riserva obbligatoria è stato di 209,7 miliardi di euro, pari a una diminuzione di 1,6 miliardi. L'ecedenza giornaliera media delle riserve è ammontata a 1,21 miliardi di euro, in calo rispetto al livello di 1,52 miliardi di euro registrato nei tre periodi di mantenimento precedenti (cfr. figura A).

Offerta di liquidità

Nel periodo in esame, la liquidità complessiva offerta tramite operazioni di mercato aperto è stata in media di 497,3 miliardi di euro, pari a una diminuzione di 77,1 miliardi rispetto ai precedenti tre periodi di mantenimento, con le operazioni d'asta¹⁾ che hanno fornito in media 359,9 miliardi di euro.

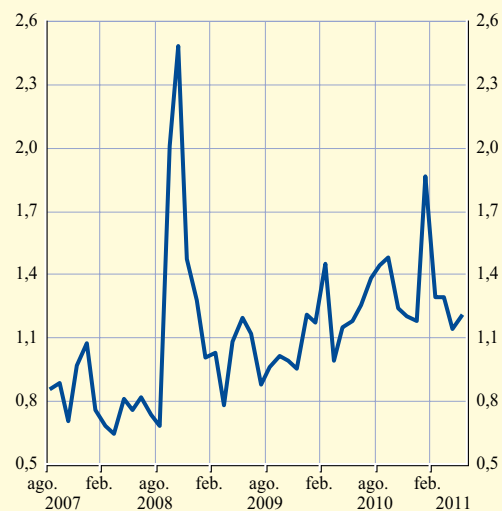
Rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, la liquidità media fornita dalle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) a una settimana è diminuita di 76,6 miliardi di euro a 112,4 miliardi, mentre la liquidità media offerta tramite operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento è salita di 9,2 miliardi di euro a 76,4 miliardi. Parallelamente, la liquidità media fornita dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a tre mesi è aumentata di 40,6 miliardi di euro a 250,0 miliardi. Contrariamente ai tre periodi di mantenimento precedenti, tuttavia, non sussistevano ORLT a un anno in essere, poiché l'ultima operazione di questo tipo, tramite la quale erano stati forniti 96,9 miliardi di euro, è giunta a scadenza il 23 dicembre 2010. Di conseguenza, la liquidità complessiva erogata tramite operazioni con scadenza pari o superiore a un periodo di mantenimento si è accresciuta di soli 3,4 miliardi di euro rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, ammontando a 326,4 miliardi di euro. In totale, le ORP e le ORLT hanno fornito 438,8 miliardi di euro, contro il massimo di circa 900 miliardi di euro raggiunto a giugno 2010.

Il Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (Covered bond purchase programme, CBPP) e il Programma per i mercati dei titoli finanziari (Securities Markets Programme, SMP) hanno apportato complessivamente una media di 137,4 miliardi di euro di liquidità. Il CBPP, per il quale gli acquisti sono terminati il 30 giugno 2010, ha fornito 60,6 miliardi di euro, segnando una diminuzione marginale dai 60,8 miliardi di euro dei tre periodi di mantenimento precedenti. Il 6 maggio il valore degli acquisti regolati nell'ambito dell'SMP era pari a 76,1 miliardi di euro, in lieve calo rispetto ai 76,5 miliardi del 4 febbraio, poiché gli importi in scadenza hanno superato i nuovi acquisti.

1) Le operazioni d'asta comprendono le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*); queste ultime possono essere operazioni di immissione, ovvero di assorbimento di liquidità.

Figura A Riserve bancarie detenute in conto corrente eccedenti l'importo minimo obbligatorio

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



Fonte: BCE.

Nel contempo, le operazioni settimanali a una settimana di assorbimento della liquidità fornita nel quadro dell'SMP hanno ritirato dalla circolazione in media 75,4 miliardi di euro nel periodo in esame, con uno scarto negativo di 1,4 miliardi di euro rispetto all'importo medio previsto di 76,8 miliardi di euro per effetto dell'insufficiente richiesta di fondi (*underbidding*) nelle operazioni condotte il 26 aprile e il 3 maggio. La liquidità assorbita mediante operazioni di regolazione puntuale con scadenza *overnight* condotte l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento è stata pari in media a 105,9 miliardi di euro (cfr. figura B).

Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Nel complesso, il fatto che l'offerta di liquidità si sia ridotta più fortemente che il fabbisogno ha implicato una diminuzione dell'eccesso di liquidità medio a 22,6 miliardi di euro nel periodo in esame (contro 54,0 miliardi nei tre periodi di mantenimento precedenti). Ciò ha comportato un minore ricorso netto ai depositi presso la banca centrale,²⁾ ammontato in media a 21,4 miliardi di euro. Il ricorso netto giornaliero alle operazioni di deposito si è pertanto riportato su livelli che non venivano osservati da giugno del 2009.

Tassi di interesse

La BCE ha innalzato i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 aprile 2011. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono aumentati rispettivamente all'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

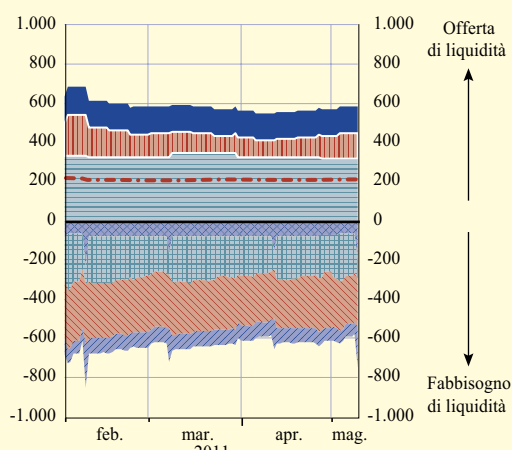
A fronte del permanere di un abbondante liquidità nel periodo in esame, l'Eonia si è mantenuto generalmente al di sotto del tasso di rifinanziamento principale. Nondimeno, la diminuzione dell'eccesso di liquidità si è riflesso in un calo del differenziale medio fra il tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali e l'Eonia, sceso a 27 punti base da 41 punti base nei tre periodi di mantenimento precedenti. La volatilità registrata dall'Eonia dall'inizio dell'anno si è protratta nel periodo in esame. L'Eonia ha oscillato in un intervallo compreso fra 66 punti base al di sotto del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali e 18 punti base al di sopra;

2) Il ricorso netto ai depositi presso la banca centrale corrisponde alla differenza fra il ricorso alle operazioni di deposito e quello alle operazioni di rifinanziamento marginale, fine settimana inclusi.

Figura B Fabbisogno di liquidità del sistema bancario e offerta di liquidità

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

- portafoglio relativo al CBPP e al SMP: 137,4 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento principali: 112,4 miliardi di euro
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: 326,4 miliardi di euro
- operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*): 78,9 miliardi di euro
- fattori autonomi: 265,0 miliardi di euro
- riserve detenute in conto corrente: 210,9 miliardi di euro
- ricorso netto ai depositi presso la banca centrale: 21,4 miliardi di euro
- riserve obbligatorie: 209,7 miliardi di euro



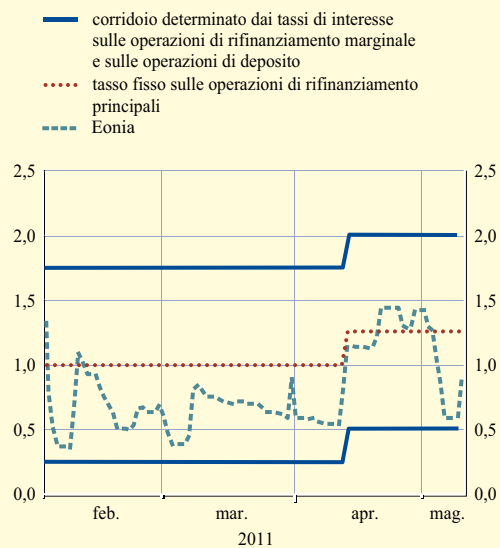
Fonte: BCE.

questa volatilità ha rispecchiato le condizioni di liquidità e gli effetti di calendario.

Nei primi due periodi di mantenimento in esame, la dinamica dell'Eonia ha seguito il ciclo di mantenimento delle riserve, partendo da un livello relativamente elevato e riducendosi quindi gradatamente verso la fine del periodo, quando l'adempimento dell'obbligo di riserva era prossimo ad essere soddisfatto (cfr. figura C). Il periodo di mantenimento compreso fra il 13 aprile e il 10 maggio è iniziato allo stesso modo, nella seconda settimana tuttavia le condizioni di liquidità sono divenute più tese per effetto di una domanda di liquidità delle controparti stabile a fronte di un aumento temporaneo dei fattori autonomi. Ciò ha fatto salire l'Eonia all'1,43 per cento il 21 aprile. Nei giorni successivi esso è rimasto su un livello superiore a quello delle operazioni di rifinanziamento principali, rispecchiando una maggiore domanda di liquidità durante le festività pasquali. Si è riportato allo 0,60 per cento solo verso la fine del periodo di mantenimento, nel contesto di un aumento della domanda di liquidità delle controparti nelle successive ORP.

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

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA nell'area dell'euro e negli Stati Uniti sono diminuiti rispettivamente di circa 10 e 50 punti base. La diminuzione è ascrivibile principalmente ai crescenti timori degli operatori di mercato circa il vigore dell'economia mondiale e l'intensificarsi delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari è rimasta sostanzialmente invariata nell'area dell'euro, mentre si è lievemente ridotta negli Stati Uniti. Le misure delle aspettative di inflazione a lungo termine nell'area dell'euro ricavate dai mercati finanziari non hanno subito variazioni di rilievo e continuano a indicare che le aspettative di inflazione rimangono saldamente ancorate. I differenziali fra i rendimenti sulle obbligazioni sovrane si sono notevolmente ampliati per Grecia, Irlanda e Portogallo. In questo periodo le tensioni nei mercati del debito sovrano di Belgio, Italia e Spagna si sono rispecchiate in oscillazioni relativamente ampie dei differenziali con le obbligazioni tedesche. Nel contempo, i differenziali sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie sono lievemente diminuiti per tutte le categorie di rating.

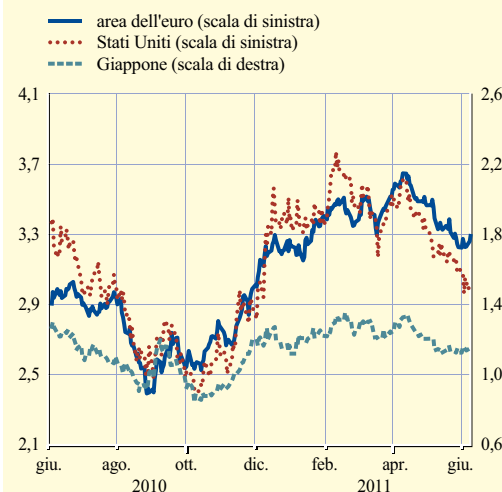
Dalla fine di febbraio, il livello dei rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro con rating AAA si è ridotto complessivamente di circa 10 punti base, collocandosi l'8 giugno al 3,3 per cento (cfr. figura 25). Negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono diminuiti di circa 50 punti base nello stesso periodo, portandosi al 3,0 per cento l'8 giugno. Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro è diventato negativo, portandosi da 10 a circa -30 punti base. Il rendimento dei titoli di Stato decennali giapponesi è sceso di 10 punti base, collocandosi all'1,2 per cento l'8 giugno.

L'incertezza degli investitori riguardo gli andamenti a breve del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, è rimasta sostanzialmente immutata nell'area dell'euro, mentre è diminuita leggermente negli Stati Uniti. In entrambe le regioni la volatilità dei mercati obbligazionari ha registrato notevoli fluttuazioni all'interno del periodo. Essa si è dapprima accresciuta all'inizio di marzo, soprattutto per effetto dei flussi verso investimenti "rifugio" innescati dal terremoto e dalla minaccia di un grave incidente nucleare in Giappone. Tra fine marzo e inizio aprile la volatilità ha quindi segnato un'inversione di tendenza, riprendendo l'andamento decrescente iniziato nel quarto trimestre del 2010, ma la tendenza si è nuovamente invertita verso la fine del periodo in rassegna, per via dell'acuirsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano e dei dati pubblicati negli Stati Uniti, giudicati deludenti dagli operatori di mercato.

La tendenza al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro, che era iniziata nel terzo trimestre del 2010, si è interrotta a marzo e si è invertita ad aprile e maggio. Le tensioni politiche in Nord Africa e

Figura 25 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters.

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

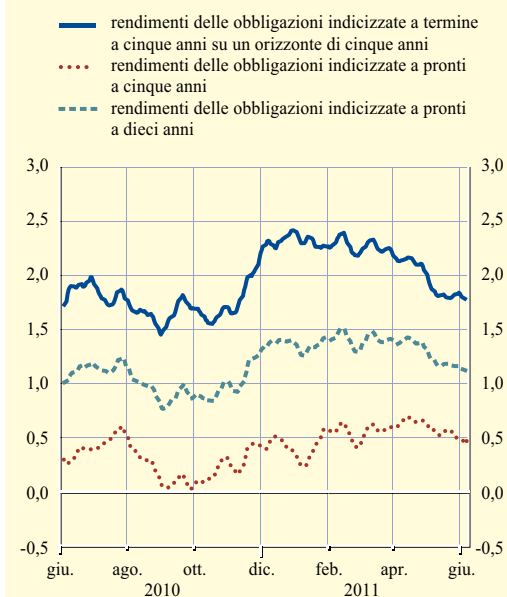
Medio Oriente, nonché il devastante terremoto che ha colpito il Giappone agli inizi di marzo, hanno innescato riallocazioni verso investimenti sicuri che hanno esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti dei titoli di Stato sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti. D'altra parte, la dinamica economica è rimasta vigorosa e la pubblicazione di dati positivi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti ha evitato una caduta dei rendimenti a lungo termine in marzo. Nel corso di aprile, tuttavia, i rendimenti dei titoli di Stato hanno iniziato a diminuire. La flessione ha rispecchiato il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, nonché una valutazione meno ottimistica del vigore dell'economia statunitense dopo la revisione al ribasso da parte della Federal Reserve delle proiezioni di crescita del paese per il 2011 e il 2012 e la pubblicazione dei dati sul PIL del primo trimestre 2011. I flussi a favore di attività sicure si sono intensificati a maggio. Fra gli operatori di mercato si sono infatti accresciuti i timori di una possibile ristrutturazione del debito della Grecia. Inoltre, sono aumentati anche i timori circa il vigore della crescita mondiale, dopo i dati deludenti sull'occupazione e sul mercato dell'edilizia residenziale degli Stati Uniti, mentre la politica monetaria si è inasprita in Cina. Anche il calo dei prezzi delle materie prime a maggio è stato associato a segnali di un rallentamento dell'economia mondiale.

Tra la fine di febbraio e l'8 giugno, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato decennali dei paesi dell'area dell'euro rispetto ai titoli tedeschi corrispondenti si sono notevolmente ampliati per Grecia, Irlanda e Portogallo. Anche le tensioni nei mercati del debito sovrano di Belgio, Italia e Spagna si sono riflesse in questo periodo nelle oscillazioni relativamente ampie dei differenziali con i titoli tedeschi. Attualmente i differenziali di rendimento fra i titoli di Stato greci, irlandesi e portoghesi e quelli tedeschi superano di oltre 300 punti base i corrispondenti livelli di maggio 2010, quando le tensioni nei mercati del debito sovrano hanno iniziato ad acuirsi. Tali tensioni si sono aggravate a marzo del 2011, in seguito al declassamento, in diversa misura, del debito di Portogallo, Grecia e Spagna da parte delle agenzie di *rating* e alle incertezze degli operatori riguardo all'entità e alla portata della European Financial Stability Facility (EFSF). Le tensioni si sono bruscamente riacutizzate ad aprile e per gran parte di maggio con l'intensificarsi dei timori degli operatori di mercato circa una possibile ristrutturazione del debito greco. Tali timori hanno inciso negativamente anche sui differenziali di rendimento fra i titoli di Stato irlandesi e quelli tedeschi, che si erano ridotti dopo la diffusione, nella prima settimana di aprile, degli esiti generalmente positivi delle prove di stress effettuate sulle banche irlandesi. Alla fine di maggio e agli inizi di giugno, l'annuncio di ulteriori misure di austerità fiscale in Grecia e l'attesa approvazione di un nuovo programma di assistenza per il paese hanno contribuito a ridurre i differenziali.

Dalla fine di febbraio, i rendimenti dei titoli di Stato a cinque anni indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro sono aumentati di 10 punti base, collocandosi allo 0,5 per cento l'8 giugno (cfr. figura 26). Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli corrispondenti a dieci anni sono dimi-

Figura 26 Rendimenti zero coupon 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)



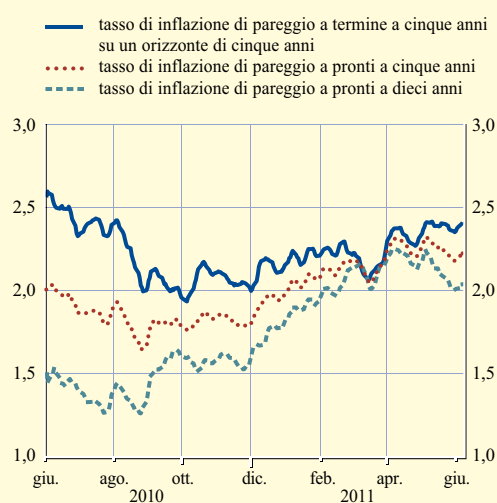
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

nuiti di 10 punti base, portandosi all'1,2 per cento l'8 giugno. Il calo dei rendimenti reali rispecchia i recenti timori sul vigore della crescita mondiale. Rispetto ai livelli di fine febbraio, i tassi di inflazione di pareggio a pronti a cinque anni sono scesi di 10 punti base, mentre il tasso corrispondente a dieci anni è rimasto invariato (cfr. figura 27). Tale moderata accentuazione dell'inclinazione della curva ricavata da questi tassi ha implicato un lieve aumento (10 punti base) del tasso a termine a cinque anni su un orizzonte quinquennale, collocatosi al 2,3 per cento l'8 giugno. Lo stesso giorno anche la misura corrispondente ricavata dagli *swap* sull'inflazione si collocava al 2,3 per cento. I tassi di inflazione di pareggio hanno evidenziato una significativa volatilità negli ultimi tre mesi, forse riflettendo il fatto che la curva dei rendimenti nominali ha reagito con maggiore rapidità ai recenti episodi di fuga verso attività sicure rispetto alla curva dei rendimenti reali. Le stime delle aspettative di inflazione implicite negli *swap* indicizzati all'inflazione, tuttavia, sono rimaste sostanzialmente invariate durante questi episodi. Anche altri fattori continuano a suggerire che sia diventato più difficile misurare le aspettative di inflazione sulla base degli andamenti del mercato obbligazionario che sulla scorta delle informazioni ricavate dal mercato degli *swap* sull'inflazione. Negli ultimi mesi infatti le fluttuazioni della domanda netta di obbligazioni indicizzate all'inflazione hanno avuto effetti non trascurabili sui tassi di inflazione di pareggio. Questi ultimi inoltre sono ora maggiormente correlati con la qualità creditizia dell'emittente. Nel complesso, i dati sui tassi di inflazione di pareggio continuano ad indicare che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato per l'area dell'euro restano saldamente ancorate, in linea anche con le misure ricavate dai sondaggi.

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 dell'euro possa essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse e dei connessi

Figura 27 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* nell'area dell'euro

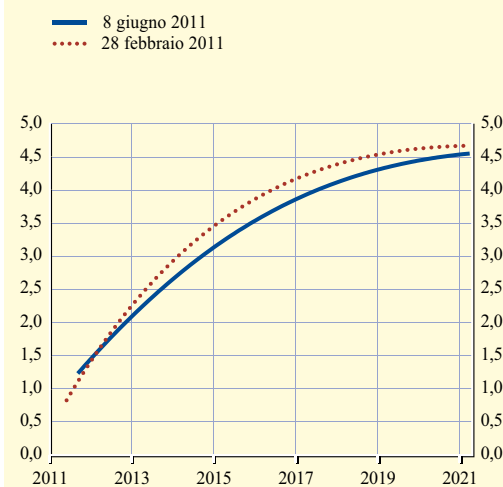
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 28 Tassi di interesse *overnight* impliciti a termine nell'area dell'euro

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



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.

premi al rischio a diversi orizzonti (cfr. figura 28). L'entità del calo dei rendimenti dei titoli a lungo termine rispetto al livello di fine febbraio ha spostato verso il basso di 20 punti base la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo sugli orizzonti di scadenza superiori a due anni. Questo spostamento verso il basso va principalmente ricondotto ai minori premi per il rischio. Per gran parte del periodo in esame, la curva dei tassi a termine di breve periodo era rimasta al di sopra della corrispondente curva a fine febbraio, di riflesso alla positiva dinamica economica complessiva e alle revisioni al rialzo delle attese sui tassi di riferimento della BCE. Con l'intensificarsi dei flussi verso investimenti sicuri nel corso di maggio, i premi al rischio per detenere titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA (considerati più sicuri in termini relativi) sono calati.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati nel periodo in rassegna, mentre quelli sui titoli corrispondenti emessi dalle società finanziarie sono lievemente diminuiti, mantenendosi tuttavia su livelli notevolmente più elevati rispetto ai differenziali comparabili sulle obbligazioni non finanziarie. Attualmente i differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie si sono riportati su livelli prossimi a quelli antecedenti la crisi, a indicazione di un miglioramento della situazione economica e delle minori probabilità di inadempienza delle aziende. Ciò contrasta con le condizioni alla fine del 2008 e agli inizi del 2009, quando il costo del finanziamento tramite indebitamento era salito su livelli ben superiori al già elevato costo implicato dal deterioramento del rischio di credito percepito. La riduzione dei differenziali di rendimento sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie ha interessato tutte le categorie di *rating* ed è stata maggiore per i titoli di debito con *rating* BBB. I timori circa la ristrutturazione del debito greco, che hanno avuto un impatto negativo sui corsi delle azioni finanziarie, non hanno influito sui prezzi applicati ai titoli di debito emessi dalle società finanziarie. Di fatto, ci sono state segnalazioni di un'attività di emissione favorevole da parte delle banche. Tuttavia, i titoli di debito emessi dalle società finanziarie continuano a essere soggetti a un premio rispetto alle condizioni medie precedenti alla crisi.

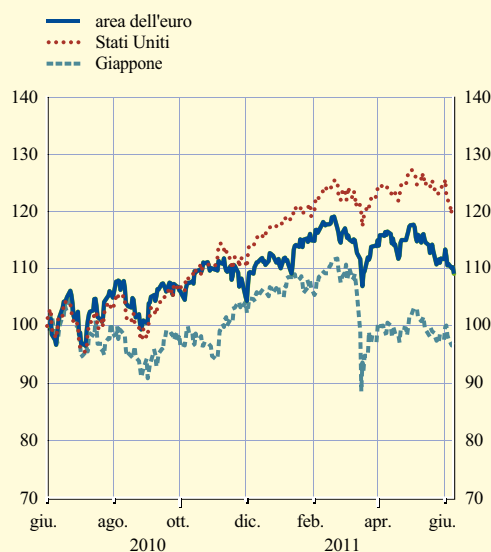
2.5 MERCATI AZIONARI

Tra la fine di febbraio e gli inizi di giugno, gli indici azionari ampi nell'area dell'euro e negli Stati Uniti hanno segnato una generale flessione, di riflesso ai timori circa il vigore dell'economia mondiale e il riaccutizzarsi delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. In marzo, le pronunciate oscillazioni dei corsi azionari sono state connesse altresì alle tensioni politiche in Nord Africa e Medio Oriente, nonché al sisma in Giappone. Nel complesso, l'incertezza dei mercati azionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti è rimasta sostanzialmente invariata. Gli annunci di utili nell'area dell'euro hanno costituito una sorpresa positiva, ma non sono stati sufficienti per invertire il deterioramento del clima di fiducia.

Tra la fine di febbraio e l'8 giugno, le quotazioni azionarie nell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuite del 6,8 per cento (cfr. figura 29), mentre negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è sceso del 3,6 per cento. Questi ribassi vanno principalmente ricondotti ai timori circa il vigore dell'economia mondiale, a seguito della pubblicazione di dati macroeconomici relativamente deludenti e dell'impatto moderatamente negativo delle interruzioni nella catena produttiva legate alla situazione in Giappone. Nell'area dell'euro, l'acutizzarsi delle tensioni in alcuni dei mercati del debito sovrano ha inciso negativamente sul clima di fiducia. In Giappone, l'indice Nikkei 225 è calato bruscamente nel periodo da fine febbraio all'8 giugno, segnando una flessione dell'11,0 per cento.

Figura 29 Indici dei corsi azionari

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

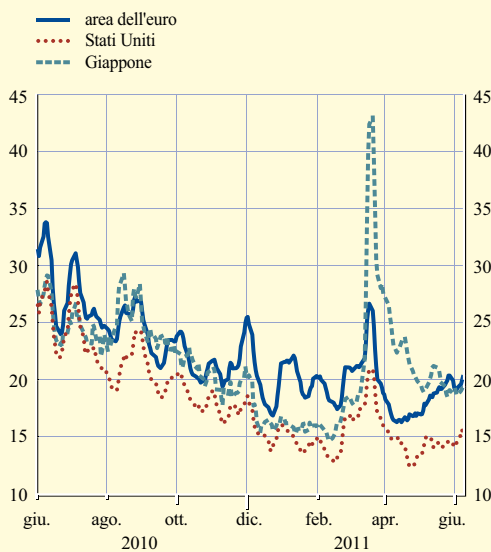


Fonte: Thomson Reuters.

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.

**Figura 30 Volatilità implicita
dei mercati azionari**

(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili a 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.

L'incertezza nei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta sostanzialmente invariata nel periodo considerato (cfr. figura 30). Nondimeno, all'interno del periodo le oscillazioni della volatilità implicita sono state marcate. A marzo, il terremoto in Giappone e le tensioni che hanno interessato sia il Nord Africa che il Medio Oriente hanno innescato un brusco aumento della volatilità. In aprile e maggio quest'ultima ha altresì risentito delle tensioni in diversi mercati del debito sovrano.

La flessione dei corsi azionari negli ultimi tre mesi ha posto fine alla tendenza al rialzo iniziata a metà del 2010 e proseguita quasi ininterrottamente. Lo slancio dell'economia dell'area dell'euro è rimasto positivo nel periodo in esame. Al tempo stesso, diversi dati economici pubblicati nell'area, pur restando favorevoli, non hanno più rappresentato un miglioramento inatteso. I dati sulle vendite al dettaglio e sulla produzione industriale, nonché gli indicatori del clima di fiducia, pur rimanendo incoraggianti, hanno deluso leggermente gli operatori di mercato. Negli Stati Uniti, le revisioni al ribasso della crescita del PIL nel 2011 e 2012, insieme alla debolezza dei dati sull'occupazione e sul mercato dell'edilizia residenziale, hanno inciso sul clima di fiducia di mercato a maggio. Un segnale più positivo è provenuto dagli annunci di utili nell'area dell'euro, risultati migliori del previsto, anche se non sufficientemente robusti da invertire la flessione dei prezzi azionari. Negli Stati Uniti gli utili annunciati sono risultati sostanzialmente in linea con le attese. A parte questi fattori economici, le turbolenze politiche in corso in Nord Africa e in Medio Oriente, insieme al devastante terremoto in Giappone di inizio marzo e agli ingenti danni subiti dal paese, hanno innescato riallocazioni a favore di investimenti sicuri che hanno esercitato pressioni al ribasso sulle quotazioni azionarie.

Tavola 4 Variazioni dei prezzi degli indici settoriali Dow Jones Euro Stoxx

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato (dati di fine periodo)	100,0	10,3	6,6	14,9	7,1	22,7	4,3	14,9	4,4	6,5	8,2
Variazioni dei prezzi (dati di fine periodo)											
2010 1° trimestre	0,8	1,6	6,8	3,5	-1,7	-2,6	4,0	4,1	16,0	-4,5	-3,3
2° trimestre	-11,1	-8,3	-7,2	3,1	-13,4	-17,6	-7,5	-7,1	-17,3	-12,1	-18,3
3° trimestre	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
4° trimestre	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
2011 1° trimestre	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
aprile 2011	3,1	7,3	2,0	5,4	0,7	2,1	8,4	2,5	0,4	0,3	2,3
maggio 2011	-3,6	-4,0	-1,3	-0,7	-6,1	-5,1	2,7	-2,4	-6,1	-5,5	-6,1
28 febbraio - 8 giugno 2011	-6,8	-0,7	-6,1	-0,3	-10,7	-13,1	6,4	-4,2	-11,7	-8,3	-9,8

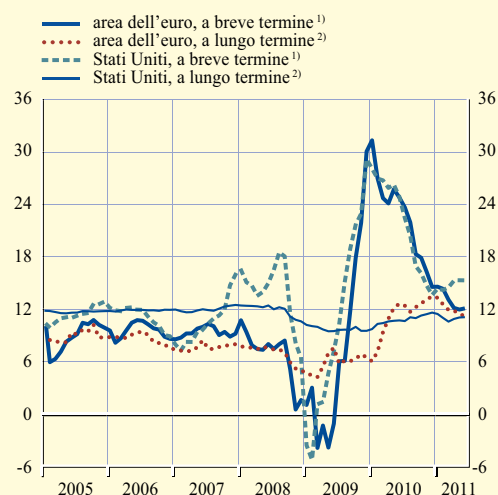
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nel periodo considerato, il calo degli indici azionari ha interessato tutti i settori dell'area dell'euro, ad eccezione di quello dei servizi sanitari. Il ribasso più marcato dei corsi azionari si è registrato nel comparto finanziario (cfr. tavola 4). Dalla metà del 2010 gli andamenti dei corsi azionari sono stati strettamente connessi con le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Nel periodo in esame, inoltre, tutti i paesi dell'area hanno registrato andamenti azionari negativi, in particolare quelli impegnati a fronteggiare una situazione difficile nei propri mercati sovrani. Nella maggior parte di questi paesi, le quotazioni dei titoli finanziari hanno registrato cali più marcati e anche i titoli non finanziari hanno evidenziato performance meno positive che negli altri paesi dell'area.

Gli andamenti negativi dei prezzi azionari contrastano con la crescita degli utili effettivi per azione e con le favorevoli aspettative di utili su un orizzonte di dodici mesi. Gli utili annunciati nel periodo in esame sono risultati generalmente migliori del previsto, ma non sufficientemente robusti da avere un impatto tangibile sulle quotazioni. L'incremento sui dodici mesi degli utili effettivi per azione delle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx è stato pari al 32 per cento in maggio, dopo il 34 per cento a febbraio. Parimenti, secondo le previsioni, l'incremento degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi dovrebbe raggiungere il 12 per cento, contro il 14 per cento previsto a febbraio (cfr. figura 31). Gli annunci positivi per gli utili sia effettivi che attesi hanno interessato tutti i settori economici.

Figura 31 Crescita attesa degli utili per azione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: per l'area dell'euro, indice Dow Jones Euro Stoxx; per gli Stati Uniti, indice Standard & Poor's 500.

1) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte di dodici mesi (variazioni sui dodici mesi).

2) Aspettative degli analisti sugli utili su un orizzonte da tre a cinque anni (variazioni sui dodici mesi).

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è diminuito nel primo trimestre del 2011; ciò ha riflesso un calo sia del costo reale del capitale di rischio sia dei tassi reali sui prestiti a breve termine. Quanto ai flussi finanziari, la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è tornata in territorio positivo nel gennaio 2011 ed è poi lievemente aumentata portandosi allo 0,8 per cento nel primo trimestre. Ciò conferma che la dinamica dei prestiti aveva raggiunto un punto di svolta in precedenza nel corso del 2010. L'emissione dei titoli di debito da parte delle società non finanziarie ha registrato un'ulteriore moderazione nel primo trimestre.

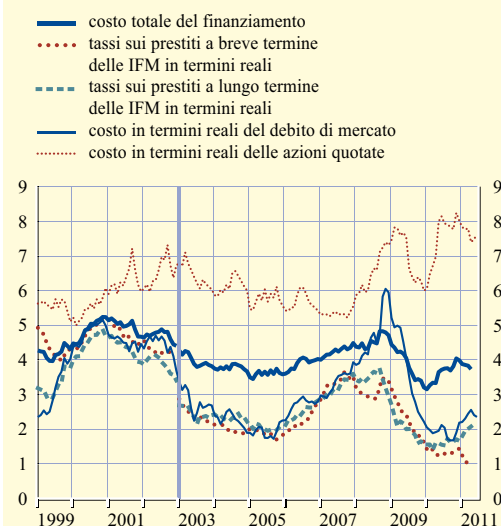
CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è diminuito di 26 punti base nei primi quattro mesi del 2011, portandosi attorno al 3,7 per cento in aprile (cfr. figura 32).

Il costo complessivo del finanziamento è sceso per effetto degli andamenti del costo reale del capitale di rischio e dei tassi di interesse reali a breve termine delle IFM, che sono stati in parte compensati dall'aumento sia del costo reale del finanziamento tramite il mercato sia dei tassi di interesse a lungo termine delle IFM. In particolare, tra l'inizio del 2011 e la fine di aprile il costo reale del capitale di rischio è calato di circa 60 punti base. Per contro, il costo reale del finanziamento mediante ricorso al mercato ha seguito un andamento diverso ed è aumentato di circa 40 punti base rispetto al dicembre 2010. L'aumento del costo del finanziamento sul mercato ha rispecchiato le tensioni nei mercati finanziari osservate all'inizio del 2011. Nello stesso periodo, i tassi di interesse reali a breve termine delle IFM sono diminuiti di 22 punti base, mentre quelli a lungo termine hanno registrato un incremento di 41 punti base. I dati più recenti indicano che il costo reale del capitale di rischio è aumentato di circa 10 punti base in maggio, mentre nello stesso mese quello del finanziamento sul mercato è calato di 15 punti base. In una prospettiva di più lungo termine, il costo reale del finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro è tuttora prossimo ai livelli più bassi registrati in termini di tassi di interesse reali delle IFM dal 1999, mentre il costo reale del capitale di rischio rimane su livelli storicamente elevati. Di recente, il costo reale del finanziamento sul mercato è leggermente aumentato, ma resta prossimo a livelli storicamente bassi.

Figura 32 Costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro

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



Fonti: BCE, Thomson Reuters, Merrill Lynch e Consensus Economics Forecasts.

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

Tavola 5 Tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie

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

							Variazione in punti base fino ad aprile 2011 ¹⁾		
	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 mar.	2011 apr.	2010 gen.	2011 gen.	2011 mar.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,98	3,70	3,80	3,86	4,01	4,13	8	13	12
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,24	3,24	3,35	3,50	3,70	3,78	53	32	8
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	4,00	3,80	3,79	3,86	4,19	4,23	24	37	4
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	1,99	2,17	2,26	2,59	2,63	2,80	79	35	17
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,44	3,34	3,51	3,51	3,84	4,27	62	53	43
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,63	0,77	0,89	1,01	1,24	1,39	72	32	15
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	1,40	1,99	1,89	2,25	2,91	3,58	176	116	67
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	2,79	2,35	2,14	2,71	3,19	3,13	15	17	-6

Fonte: BCE.

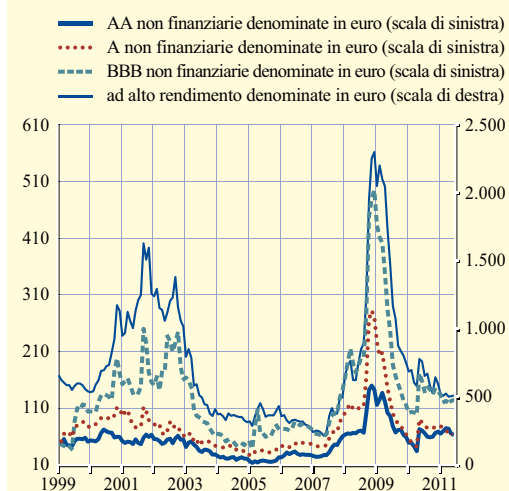
1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

Nel periodo in esame, i tassi di interesse nominali praticati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie sono aumentati per le scadenze sia a breve sia a lungo termine (cfr. tavola 5). L'incremento dei tassi sui prestiti a breve termine sarebbe in linea con l'andamento dei tassi del mercato monetario, che solitamente influiscono sui costi di raccolta a breve termine sostenuti dalle banche. L'Euribor a tre mesi è aumentato di circa 40 punti base nei primi quattro mesi del 2011, mentre i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie sono saliti di 21-28 punti base. Inoltre, nei primi quattro mesi del 2011 i tassi a lungo termine delle IFM hanno registrato aumenti compresi tra 37 e 76 punti base. Nello stesso periodo, i rendimenti dei titoli di Stato a sette anni sono saliti di circa 42 punti base.

Nel periodo compreso tra dicembre 2010 e la fine di maggio 2011, i differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e quelli sui titoli di Stato si sono marginalmente ridotti sia per i titoli con rating più elevato sia per quelli con merito di credito più basso (cfr. figura 33). Il miglioramento delle condizioni economiche generali registrato per l'insieme dell'area dell'euro ha favorito un restringimento dei differenziali tra i rendimenti sulle obbligazioni societarie e quelli sui titoli di Stato, specie nel caso dei titoli con rating più basso per i quali i differenziali si sono ridotti di circa 80 punti base dall'inizio del 2011.

Figura 33 Differenziali di rendimento delle obbligazioni societarie delle società non finanziarie

(punti base; medie mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: i differenziali sulle obbligazioni non finanziarie sono calcolati rispetto a rendimenti su titoli di Stato con rating AAA.

FLUSSI FINANZIARI

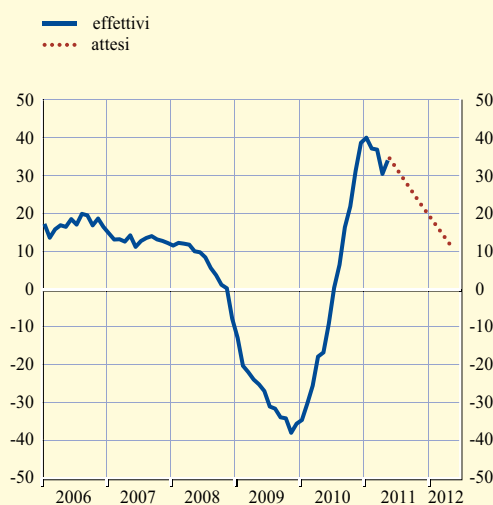
La maggior parte degli indicatori della redditività delle società non finanziarie dell'area dell'euro segnala un ulteriore andamento positivo nel primo trimestre del 2011. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro è rimasto fortemente positivo nel periodo, collocandosi al 30 per cento circa in maggio, un livello prossimo ai massimi storici (cfr. figura 34). In prospettiva, gli operatori di mercato si attendono una parziale correzione al ribasso nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda il finanziamento esterno, i dati per il primo trimestre confermano una lieve espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie. La normalizzazione della domanda di prestiti bancari potrebbe in parte spiegare la protratta moderazione nell'emissione di titoli di debito nello stesso periodo (cfr. figura 35). In particolare, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle emissioni di titoli di debito a breve termine, pur mostrando segni di ripresa, è rimasto negativo, al pari dell'anno passato, mentre le emissioni di titoli di debito a lungo termine sono ulteriormente diminuite nel primo trimestre. Analogamente, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie ha continuato a diminuire.

Per la prima volta dall'agosto 2009, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è tornato in territorio positivo nel gennaio 2011 e si è portato allo 0,8 per cento nel primo trimestre (cfr. tavola 6). La ripresa della dinamica dei prestiti riflette principalmente una moderazione del ritmo di contrazione nei prestiti a breve termine alle società non finanziarie (con scadenze fino a un anno). Per contro, il tasso di crescita dei prestiti con scadenza superiore a cinque anni è rimasto sostanzialmente stabile durante il periodo in esame. Le evidenze empiriche indicano che, in genere, i prestiti alle società non finanziarie tendono a seguire il ciclo congiunturale con un notevole sfasamento temporale. Il recupero osservato di recente nel tasso di crescita dei prestiti alle società non finanziarie conferma che è stato raggiunto un punto di svolta

Figura 34 Utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area dell'euro

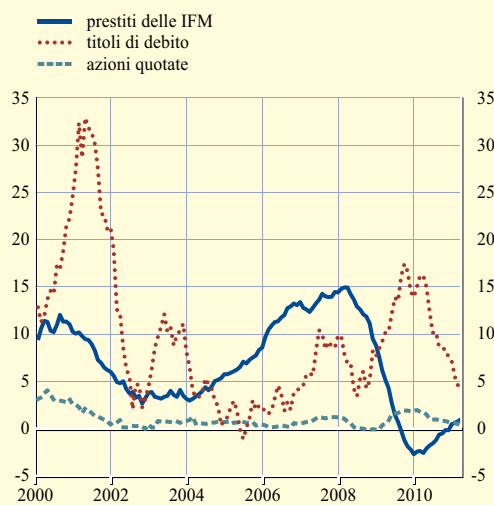
(valori percentuali in ragione d'anno; dati mensili)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Figura 35 Finanziamento esterno delle società non finanziarie: scomposizione per strumento

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.
Nota: le azioni quotate sono denominate in euro.

Tavola 6 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Prestiti delle IFM	-2,4	-1,8	-0,6	-0,2	0,8
fino a un anno	-11,2	-9,9	-6,4	-3,6	-0,3
da uno a cinque anni	-4,2	-3,9	-2,1	-2,3	-1,8
oltre cinque anni	3,0	3,2	2,7	2,2	2,2
Emissioni di obbligazioni	16,2	12,3	8,6	7,5	4,6
a breve termine	-23,5	-15,5	-13,4	-8,4	-7,9
a lungo termine, di cui: ¹⁾	22,6	15,9	11,2	9,1	5,9
a tasso fisso	27,0	18,9	13,7	11,1	7,4
a tasso variabile	0,0	-1,4	-1,2	-0,3	-0,8
Emissioni di azioni quotate	1,8	1,0	0,9	0,7	0,5
Per memoria ²⁾	1,9	2,0	2,3	2,4	-
Finanziamento totale	0,9	1,1	2,2	2,0	-
Prestiti a società non finanziarie	0,9	0,9	0,9	2,0	-
Riserve tecniche di assicurazione ³⁾	0,9	0,9	0,9	0,9	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

2) I dati riportati derivano dalle statistiche sui conti finanziari. Il finanziamento totale delle società non finanziarie comprende i prestiti, le emissioni di obbligazioni, le emissioni di azioni quotate e di altri titoli di capitale, le riserve tecniche e di assicurazione, altri conti attivi e strumenti finanziari derivati.

3) Includere le riserve dei fondi pensione.

precedentemente, nel corso del 2010. Nel contempo, la maggior disponibilità di fondi interni e la sostenuta attività di emissione di titoli di debito negli ultimi due anni potrebbero aver avuto un effetto frenante sulla ripresa della domanda di prestiti bancari da parte delle società non finanziarie.

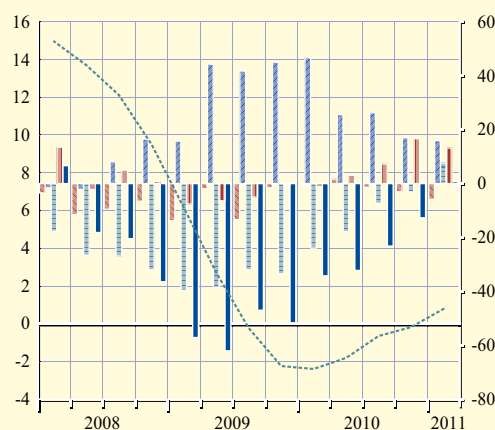
I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro confermano il ruolo importante che i fattori dal lato della domanda hanno esercitato nel primo trimestre sulla domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie (cfr. figura 36). Nello specifico, il miglioramento della domanda netta complessiva di prestiti è imputabile principalmente al fatto che il calo del fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi è cessato. Parimenti, ha avuto un impatto favorevole la ripresa del finanziamento di operazioni di fusione e acquisizione, mentre il contributo positivo del fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante è diminuito leggermente. Benché la normalizzazione delle condizioni di credito sembri proseguire per l'insieme dell'area dell'euro, in alcuni paesi l'accesso al credito bancario rimane notevolmente limitato. In alcuni casi, inoltre, l'aumento della domanda di prestiti potrebbe anche aggravare il potenziale impatto esercitato da criteri relativamente rigidi per la concessione di credito sull'offerta di prestiti. In base all'indagine, nel primo trimestre le banche dell'area dell'euro hanno in generale irrigidito i criteri per la concessione di prestiti sia alle società non finanziarie che alle famiglie, seppur solo lievemente.

La figura 37 illustra le componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro che figurano nei conti dell'area stessa, per i quali sono disponibili dati fino al quarto trimestre del 2010. Il fabbisogno finanziario (o indebitamento netto) delle società non finanziarie, ossia la differenza fra gli esborsi per investimenti reali e i fondi generati internamente (risparmio lordo), è calato ed è risultato leggermente negativo nell'ultimo trimestre del 2010 in

Figura 36 Crescita dei prestiti e fattori che hanno contribuito alla domanda di prestiti delle società non finanziarie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)

- investimenti fissi (scala di destra)
- scorte e capitale circolante (scala di destra)
- attività di fusione e acquisizione e ristrutturazioni societarie (scala di destra)
- ristrutturazione del debito (scala di destra)
- finanziamenti interni (scala di destra)
- prestiti alle società non finanziarie (scala di sinistra)



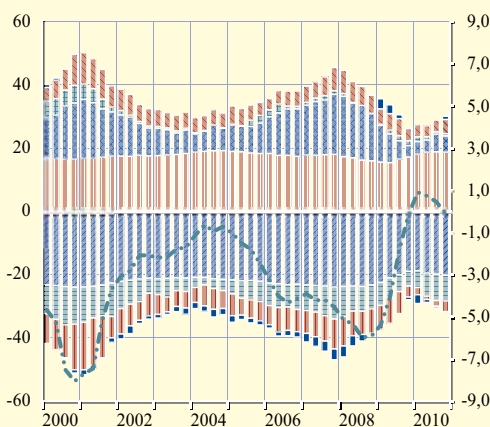
Fonte: BCE.

Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione.

Figura 37 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

(totali mobili di quattro trimestri; in percentuale del valore aggiunto lordo)

- altro
- acquisizione netta di azioni
- acquisizione netta di attività finanziarie escluse le azioni
- investimenti lordi
- emissioni di azioni non quotate
- emissioni di azioni quotate
- debiti finanziari
- risparmio lordo e trasferimenti netti in conto capitale
- fabbisogno finanziario (scala di destra)



Fonte: Conti dell'area dell'euro.

Note: i debiti comprendono prestiti, titoli di debito e riserve di fondi pensione. "Altro" comprende prodotti finanziari derivati, altri conti attivi/passivi compensati e arrotondamenti. I prestiti intersocietari sono compensati. Il fabbisogno finanziario è pari all'indebitamento o accreditamento netto, sostanzialmente equivalente alla differenza tra risparmio lordo e investimenti fissi lordi.

base a somme mobili di quattro trimestri. Come mostra la figura, gli investimenti reali (investimenti fissi lordi) potrebbero essere in gran parte autofinanziati e pertanto il finanziamento esterno, pur registrando un lieve incremento, ha continuato a costituire una fonte marginale del finanziamento delle imprese. Nel contempo, le acquisizioni nette di attività finanziarie, comprese le azioni, sono in qualche misura aumentate nel quarto trimestre.

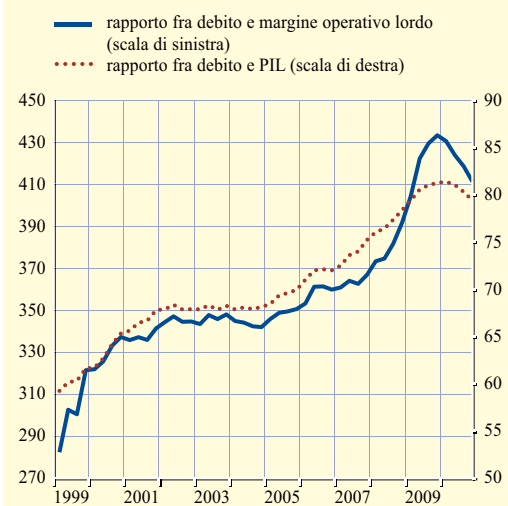
POSIZIONE FINANZIARIA

Il processo di ridimensionamento della leva finanziaria è continuato anche nel quarto trimestre del 2010, con un calo degli indici di indebitamento delle società non finanziarie: il rapporto fra debito e PIL è sceso al 79 per cento, dall'80 per cento del trimestre precedente, e quello fra debito e margine operativo lordo è calato al 411 per cento, dal 419 per cento del periodo precedente (cfr. figura 38). Dopo la brusca flessione rilevata nel periodo dalla fine del 2008 agli inizi del 2010, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono aumentati lievemente a partire dalla seconda metà del 2010 (cfr. figura 39). Tale tendenza al rialzo si è protratta nel primo trimestre del 2011.

Nel complesso, i minori flussi di finanziamento esterno e l'aumento delle fonti di autofinanziamento a partire dalla seconda metà del 2009 suggeriscono che le imprese hanno migliorato la propria posizione finanziaria e hanno ridotto le vulnerabilità di bilancio, acquisendo così flessibilità finanziaria nel contesto del miglioramento congiunturale. Il livello dell'indebitamento e dei corrispon-

Figura 38 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

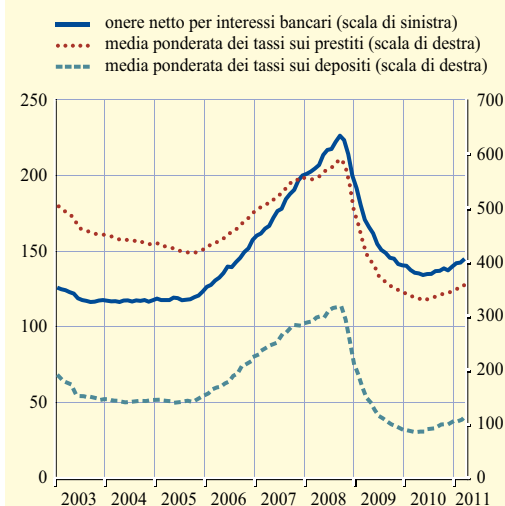
(valori percentuali)



Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.
 Note: i dati sul debito sono tratti dai conti settoriali europei trimestrali. Fanno parte del debito: i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve di fondi pensione.

Figura 39 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie

(punti base)



Fonte: BCE.
 Nota: l'onere netto per interessi bancari è definito come la differenza fra la media ponderata dei tassi sui prestiti bancari e quella sui depositi applicati alle società non finanziarie, con la ponderazione basata sulle consistenze.

denti oneri per interessi continua a offrire un margine per la ristrutturazione dei bilanci insieme a un recupero dei flussi di cassa.

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono rimaste sostanzialmente invariate nel primo trimestre del 2011, malgrado i tassi sui prestiti delle IFM siano lievemente aumentati. I criteri per la concessione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e a fini di consumo si sono nuovamente irrigiditi. Ciò nondimeno, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è stato più elevato in aprile rispetto al quarto trimestre del 2010. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie ha continuato a mostrare segni di stabilizzazione. Il livello di indebitamento del settore in relazione al reddito, il rapporto fra debito e PIL e l'onere per interessi si sono ridotti.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel primo trimestre del 2011, i tassi di interesse delle IFM sui nuovi prestiti alle famiglie sono aumentati, in linea con i tassi di mercato corrispondenti per tutte le tipologie di prestiti alle famiglie e per la maggior parte dei periodi di determinazione iniziale del tasso. Ciò nonostante, il costo marginale complessivo del finanziamento per il settore delle famiglie dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato per il terzo trimestre consecutivo, per effetto di spostamenti tra i vari tipi di prestiti alle famiglie, con la conseguenza che quelli offerti a tassi di interesse più bassi hanno acquistato importanza. Nel primo trimestre, i tassi sui nuovi prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni sono aumentati, dopo un calo nella maggior parte delle categorie di determinazione iniziale del tasso nel periodo compreso tra la fine del 2008 e il quarto trimestre del 2010 (cfr. figu-

ra 40). Tra questi prestiti, quelli con periodi di determinazione iniziale del tasso medi e lunghi (prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso compreso tra uno e cinque anni e prestiti con un periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni) hanno registrato gli incrementi più significativi, seppur chiaramente inferiori a quelli osservati per altre categorie di prestiti alle famiglie.

I tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo con periodi di determinazione iniziale del tasso lunghi hanno registrato i maggiori aumenti nel primo trimestre. I tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo con periodi di determinazione iniziale del tasso medi sono parimenti aumentati, mentre quelli sui prestiti con periodi di determinazione iniziale del tasso brevi (prestiti a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale del tasso fino a un anno) sono rimasti sostanzialmente invariati. Tutti questi tassi di interesse avevano registrato notevoli cali nel trimestre precedente.

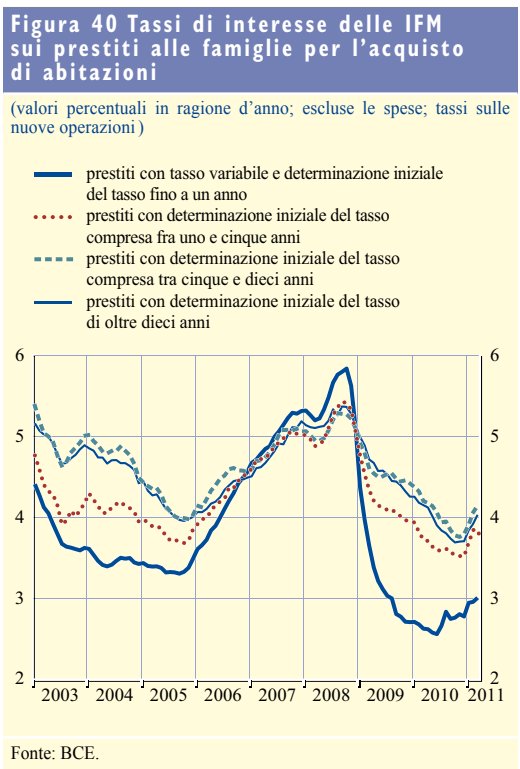
I tassi di interesse su altri prestiti alle famiglie con periodi di determinazione iniziale del tasso medi e lunghi sono lievemente aumentati, meno di quelli sui prestiti equivalenti al consumo, dopo un periodo di stagnazione nel quarto trimestre del 2010. Analogamente, i tassi di interesse applicati su altri prestiti con periodi di determinazione iniziale del tasso brevi sono aumentati, sebbene i loro incrementi siano stati sensibilmente inferiori a quelli osservati per altri prestiti alle famiglie con periodi di determinazione iniziale del tasso medi e lunghi.

Come nei trimestri precedenti, i nuovi prestiti delle IFM alle famiglie indicano che, in media, le famiglie hanno continuato ad aumentare la quota dei prestiti totali rappresentata dai prestiti con periodi di determinazione iniziale del tasso medi e lunghi. Pertanto, le famiglie sono ora meno esposte a ulteriori incrementi dei tassi di interesse nel breve termine. Ciò nondimeno, i dati per l'insieme dell'area dell'euro celano una significativa eterogeneità tra i vari paesi in termini sia di tassi di interesse che di periodi di determinazione iniziale del tasso.

In base ai risultati dell'indagine di aprile sul credito bancario, nel primo trimestre i criteri per la concessione sia di mutui per l'acquisto di abitazioni sia di credito al consumo hanno subito un nuovo lieve irrigidimento in quasi tutti i paesi dell'area dell'euro. Questo irrigidimento netto sembra ancora una volta riconducibile principalmente a un ulteriore aumento della percezione da parte delle banche dei rischi connessi al mercato immobiliare residenziale, nonché alla loro valutazione più cauta dei profili di rischio dei singoli prenditori. Inoltre, in alcuni paesi le banche partecipanti hanno segnalato perduranti vincoli di finanziamento.

FLUSSI FINANZIARI

Nel quarto trimestre del 2010 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro), il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle



famiglie è rimasto sostanzialmente invariato al 2,3 per cento. Questa crescita sostanzialmente stabile ha riflesso andamenti divergenti delle sue componenti. Mentre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie è salito al 3,0 per cento nel quarto trimestre, dal 2,7 del terzo trimestre, quello dei prestiti alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM è diminuito al -1,2 per cento dallo 0,6 del trimestre precedente. Ciò è stato principalmente dovuto a un calo dell'attività di cartolarizzazione nel quarto trimestre. Pertanto, i prestiti erogati da istituzioni diverse dalle IFM potrebbero star proseguendo il significativo calo osservato dal terzo trimestre del 2009. Di fatto, le stime relative al primo trimestre del 2011 indicano una continuazione di questa tendenza, determinata in larga misura dal venire meno delle operazioni di cartolarizzazione trattate. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie è stimato essere aumentato al 2,6 per cento per effetto dei maggiori prestiti delle IFM alle famiglie (cfr. figura 41).

In aprile, il tasso di crescita dei prestiti erogati alle famiglie dalle IFM si è collocato al 3,4 per cento, un livello invariato rispetto a marzo. L'attività di cartolarizzazione ha inciso sui flussi mensili dei prestiti alle famiglie nel primo trimestre, in particolare in gennaio e marzo (cfr. sezione 2.1 per maggiori dettagli). Quando queste operazioni di cartolarizzazione vengono corrette, sono riscontrabili chiari cali sia dei flussi mensili che dei tassi di crescita sul periodo corrispondente, che rimangono però entrambi positivi. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente al netto della correzione si aggira attualmente attorno al 3 per cento, a conferma della tesi che la dinamica dell'indebitamento delle famiglie si è stabilizzata.

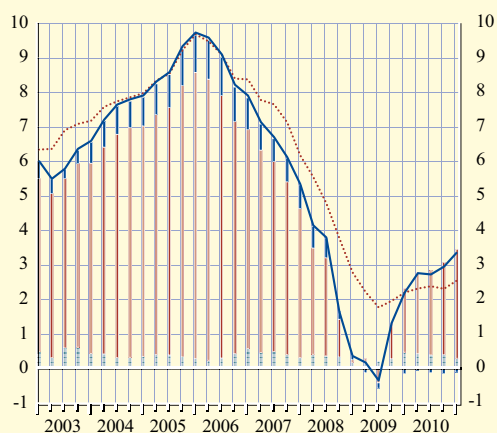
Per quanto riguarda le componenti dei prestiti delle IFM alle famiglie, l'indebitamento del settore ha continuato a essere sospinto dai prestiti per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di crescita sul periodo corrispondente si è collocato al 4,4 per cento in aprile, invariato rispetto a marzo e maggiore di 0,7 punti percentuali rispetto alla fine del 2010. Nel contempo, sia il credito al consumo sia gli altri prestiti sono rimasti moderati nei primi quattro mesi del 2011, con flussi mensili più o meno stagnanti. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente del credito al consumo è rimasto negativo (al -0,6 per cento in aprile, a fronte del -0,7 del primo trimestre), mentre quello degli altri prestiti è diminuito (portandosi all'1,8 per cento in aprile, dopo il 2,0 di marzo). La perdurante crescita negativa del credito al consumo potrebbe essere connessa a un ulteriore calo della propensione dei consumatori a effettuare acquisti di importo elevato (come segnalato nei risultati più recenti dell'indagine presso i consumatori della Commissione europea).

In base all'ultima indagine sul credito bancario per l'area dell'euro, la domanda netta delle famiglie di prestiti per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo è diminuita nel primo

Figura 41 Prestiti totali concessi alle famiglie

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

- prestiti delle IFM per il credito al consumo
- prestiti delle IFM per l'acquisto di abitazioni
- altri prestiti delle IFM
- prestiti totali delle IFM
- ... prestiti totali



Fonte: BCE.

Note: i prestiti totali includono i prestiti concessi alle famiglie da tutti gli altri settori istituzionali, compreso il resto del mondo. Per il primo trimestre del 2011, i prestiti concessi alle famiglie sono stati stimati sulla base dei dati sulle transazioni riportati nelle statistiche bancarie e monetarie. Per ulteriori informazioni sulle differenze tra i prestiti delle IFM e i prestiti totali con riferimento al calcolo dei tassi di crescita, cfr. le relative Note tecniche.

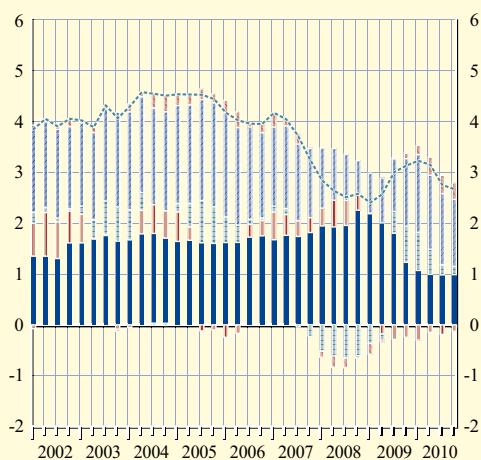
trimestre. Nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, le banche partecipanti hanno considerato il calo sostanziale e riconducibile prevalentemente al peggioramento delle prospettive del mercato degli immobili residenziali. La domanda di credito al consumo ha risentito della limitata spesa per beni durevoli e del peggioramento della fiducia dei consumatori. Tuttavia, le banche si aspettano andamenti positivi della domanda di prestiti nel secondo trimestre dell'anno, anche se il fatto che l'indebitamento delle famiglie resta elevato e che i criteri per la concessione di prestiti restano nel complesso rigidi potrebbe per il momento frenare l'indebitamento delle famiglie.

Quanto al lato delle attività nel bilancio delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali da parte di questo settore è diminuito ulteriormente portandosi al 2,7 per cento nel quarto trimestre (dal 2,8 del periodo precedente), raggiungendo un livello prossimo a quelli osservati durante la crisi finanziaria (cfr. figura 42). Per quanto riguarda le sottocomponenti degli investimenti finanziari complessivi delle famiglie, nel quarto trimestre si sono registrati ulteriori afflussi per le consistenze in banconote e monete e i depositi, che hanno così conseguito il terzo risultato positivo consecutivo. Ciò nondimeno, il loro contributo al tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle famiglie è rimasto sostanzialmente invariato. Nel contempo, i contributi degli investimenti in azioni e altre partecipazioni sono nuovamente diminuiti, di riflesso probabilmente alla perdurante incertezza relativa agli andamenti economici e fiscali e alle continue tensioni sui mercati del debito sovrano, che potrebbero aver alimentato l'avversione delle famiglie nei confronti delle attività più rischiose. Analogamente, le riserve tecniche di assicurazione sono rimaste il principale contributo al tasso di

Figura 42 Investimenti finanziari delle famiglie

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

- banconote, monete e depositi
- titoli di debito, esclusi i prodotti finanziari derivati
- azioni ed altre partecipazioni
- riserve tecniche delle assicurazioni
- altro ¹⁾
- - - attività finanziarie totali

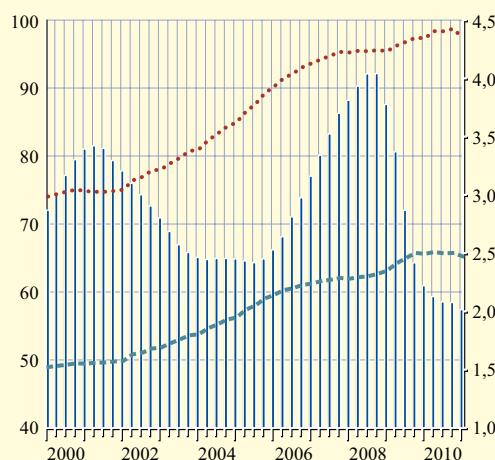


Fonti: BCE ed Eurostat.
1) Comprende prestiti e altri conti attivi.

Figura 43 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)

- oneri per pagamento di interessi in percentuale del reddito lordo disponibile (scala di destra)
- rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile (scala di sinistra)
- - - rapporto fra debito delle famiglie e PIL (scala di sinistra)



Fonti: BCE ed Eurostat.
Note: il debito delle famiglie comprende i prestiti totali alle famiglie da tutti i settori istituzionali, incluso il resto del mondo. I pagamenti per interessi non includono i costi complessivi di finanziamento pagati dalle famiglie, in quanto escludono le commissioni per i servizi finanziari. I dati relativi all'ultimo trimestre riportato sono in parte stimati.

crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi delle famiglie, sebbene in termini assoluti anche il contributo di tale sottocomponente sia leggermente diminuito. Infine, il contributo fornito dai titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) alla crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle famiglie è aumentato, pur rimanendo negativo.

POSIZIONE FINANZIARIA

Il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie è stimato essere diminuito al 97,4 per cento circa nel primo trimestre (cfr. figura 43), registrando il calo più sostanziale dall'inizio del 2009. Tale andamento rispecchia un notevole miglioramento del reddito disponibile delle famiglie, che ha superato l'ulteriore incremento dell'indebitamento complessivo del settore. Analogamente, nel primo trimestre si stima che anche l'onere per interessi del settore delle famiglie sia calato, collocandosi al 2,0 per cento del reddito disponibile, dal 2,1 per cento del trimestre precedente, e proseguendo la tendenza calante osservata dalla fine del 2008. Tale andamento è stato dovuto anche all'aumento del reddito disponibile delle famiglie superiore all'incremento dell'indebitamento totale del settore, a fronte di lievi rialzi dei tassi di interesse nel trimestre in esame. Infine, si stima che anche il rapporto fra debito delle famiglie e PIL sia diminuito nel primo trimestre dell'anno, portandosi al 65,3 per cento dal 65,7 del quarto trimestre del 2010.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, in maggio l'inflazione nell'area dell'euro misurata sullo IAPC è stata pari al 2,7 per cento, dopo essersi collocata al 2,8 in aprile. I tassi d'inflazione relativamente elevati registrati negli ultimi mesi sono in larga misura riconducibili ai maggiori prezzi dell'energia e delle materie prime. Le aspettative di inflazione devono rimanere 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. Le proiezioni macroeconomiche di giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro collocano il tasso annuo di inflazione armonizzata tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,1 e il 2,3 per cento nel 2012. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono orientati verso l'alto.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Nel corso del 2010 il tasso di inflazione complessivo è notevolmente aumentato, dall'1 per cento circa di gennaio a oltre il 2 per cento in dicembre. Dall'inizio del 2011 il tasso di crescita sui dodici mesi dell'inflazione misurata sullo IAPC è rimasto decisamente al di sopra del 2 per cento a causa dell'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche e non energetiche. Tuttavia, gli ultimi dati relativi allo IAPC indicano una stabilizzazione dei tassi di inflazione misurati sullo IAPC per effetto del recente calo dei corsi petroliferi. Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita al 2,7 per cento in maggio, dal 2,8 del mese precedente (cfr. tavola 7). I dati del bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea, che fornisce un'indicazione degli andamenti di circa metà della componente energetica dello IAPC, mostrano che in maggio i prezzi al consumo dei carburanti per il trasporto e dei combustibili per riscaldamento sono diminuiti del 2,1 per cento rispetto al mese precedente.

In aprile, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, la variazione sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC si è collocata al 12,5 per cento, rimanendo a doppia cifra per il quinto mese consecutivo. Il perdurante alto tasso di incremento dell'inflazione dei beni energetici riflette principalmente il forte rialzo dei corsi petroliferi dal novembre 2010, che ha fatto

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

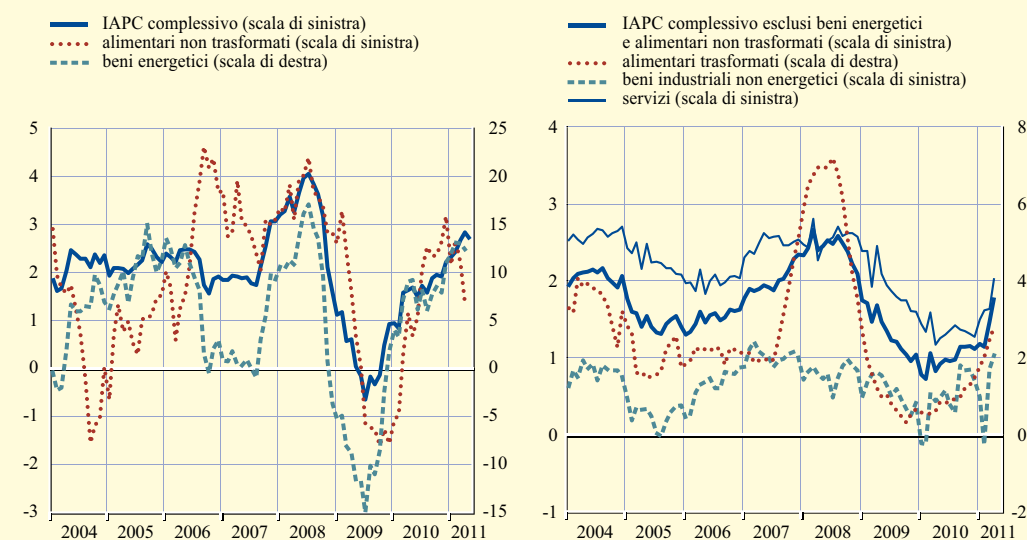
	2009	2010	2010 dic.	2011 gen.	2011 feb.	2011 mar.	2011 apr.	2011 mag.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	0,3	1,6	2,2	2,3	2,4	2,7	2,8	2,7
Beni energetici	-8,1	7,4	11,0	12,0	13,	13,0	12,5	.
Alimentari non trasformati	0,2	1,3	3,2	2,2	2,7	2,2	1,4	.
Alimentari trasformati	1,1	0,9	1,5	1,8	2,0	2,5	2,8	.
Beni industriali non energetici	0,6	0,5	0,7	0,5	0,1	0,9	1,0	.
Servizi	2,0	1,4	1,3	1,5	1,6	1,6	2,0	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	2,9	5,4	6,0	6,6	6,8	6,7	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	69,6	72,6	76,6	82,1	85,1	79,8
Prezzi delle materie prime non energetiche	-18,5	44,7	49,6	46,0	47,5	35,7	15,1	11,0

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

1) Il dato sullo IAPC di maggio 2011 si riferisce alla stima rapida dell'Eurostat.

Figura 44 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

registrare un rincaro in euro del greggio del 40 per cento da circa 60 a 85 euro il barile nell'aprile 2011. Questo forte aumento ha più che compensato la riduzione legata agli effetti base derivanti dal fatto che l'impennata del petrolio dei primi quattro mesi del 2010 non è più inclusa nel confronto sui dodici mesi. Dall'inizio del 2011 le voci dello IAPC che hanno registrato i tassi di inflazione più elevati sono quelle più direttamente legate ai corsi petroliferi, come i carburanti liquidi (a circa 30 per cento circa) e quelli per il trasporto di persone (a circa il 15 per cento). Le altre principali sottocomponenti dell'energia, come il gas e l'elettricità, che seguono le tendenze delle quotazioni petrolifere con un ritardo temporale, hanno mostrato tassi di aumento sui dodici mesi più moderati, seppur comunque elevati, pari a quasi il 10 per cento.

Prima di stabilizzarsi nel febbraio 2011, anche i prezzi internazionali delle materie prime alimentari erano saliti piuttosto stabilmente per un anno e mezzo. Ne ha risentito il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari (inclusi alcolici e tabacchi) salito dal -0,1 per cento di gennaio 2010 al 2,2 per cento nell'aprile 2011. Sebbene il tasso di crescita dei prezzi degli alimentari freschi sia diminuito negli ultimi mesi, quello degli alimentari trasformati ha fatto registrare ulteriori incrementi. I fattori all'origine dell'aumento complessivo includono gli effetti base derivanti dall'evoluzione dei prezzi degli alimentari un anno prima e le condizioni meteorologiche avverse di cui hanno risentito i prezzi di alcuni alimentari freschi, in particolare frutta e verdura. Più di recente, il contributo dei prezzi degli alimentari trasformati all'inflazione complessiva dei generi alimentari è aumentato, rispecchiando la trasmissione dei rincari delle materie prime alimentari nei mercati mondiali dall'inizio del 2010. Rispetto agli andamenti osservati nel periodo 2007-2008, tale trasmissione si è comunque attenuata. Inoltre, in aprile la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati al netto dei tabacchi, che dovrebbero risentire più direttamente delle oscillazioni dei prezzi delle materie prime alimentari, si è collocata al 2,3 per cento, un livello contenuto rispetto alle punte comprese tra il 7 e l'8 per cento raggiunte nell'estate del 2008. Due fattori hanno concorso ad attenuare la trasmissione in questo caso: 1) i prezzi al consumo per i generi alimentari sono determinati anche dai costi di altri input, tra cui i salari, che sono rimasti sinora relativamente

contenuti; 2) il potere d'acquisto delle imprese è ancora limitato, e alcuni produttori e dettaglianti hanno dovuto assorbire i maggiori costi degli input nei propri margini, specialmente nel contesto della forte competizione del mercato al dettaglio.

Gli effetti di uno shock sui prezzi delle materie prime alimentari in genere si riflettono sui prezzi alla produzione prima di essere trasmessi al dettaglio e quindi al consumo. Gli andamenti dei prezzi alla produzione confermano l'esistenza di crescenti pressioni inflazionistiche lungo la catena di produzione dei prodotti alimentari: i prezzi alla produzione degli alimentari sono aumentati dell'8,0 per cento in aprile, dal 7,6 in marzo. Malgrado quest'ulteriore incremento, i tassi di variazione sui dodici mesi restano nettamente al di sotto dei livelli superiori al 10 per cento raggiunti nella prima metà del 2008, ma significativamente al di sopra dello 0,3 per cento registrato nel luglio 2010. Ciò suggerisce una trasmissione ancora incompleta dei rincari delle materie prime alimentari ai prezzi alla produzione per i beni alimentari e di consumo. L'esperienza passata mostra che in genere sono necessari da due a quattro trimestri prima che gli shock ai prezzi delle materie prime si trasmettano lungo la catena di produzione e si riflettano appieno a livello dei 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 si è collocata all'1,6 per cento in aprile, dopo l'1,3 di marzo. Tali valori sono significativamente più elevati di quelli osservati dalla metà del 2010, quando questa misura dell'inflazione di fondo si è aggirata tra l'1,0 e l'1,1 per cento. L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia è determinata prevalentemente da fattori interni, come la dinamica salariale, i margini di profitto e le imposte indirette, ed è costituita da due voci principali: i beni industriali non energetici e i servizi.

L'inflazione dei beni industriali non energetici ha seguito una tendenza al rialzo dal secondo trimestre del 2010 sino alla fine dell'anno, risentendo sia di effetti base sia di incrementi mensili. Questi ultimi sono riconducibili a variazioni fiscali e, probabilmente, a una parziale trasmissione di passati deprezzamenti dei tassi di cambio e aumenti dei prezzi delle materie prime. Tuttavia, sono stati limitati dalla debolezza della domanda, seppur in miglioramento, e dalla moderata crescita dei salari. Nel 2011 l'inflazione dei beni industriali non energetici è stata piuttosto volatile, calando allo 0,5 per cento in gennaio e allo 0,1 per cento in febbraio, per poi risalire allo 0,9 per cento in marzo e ancora leggermente all'1,0 per cento in aprile. Questa volatilità rispecchia principalmente l'impatto sui tassi di variazione sui dodici mesi esercitato dall'introduzione dei nuovi standard per il trattamento dei prodotti stagionali di alcune voci dello IAPC ¹⁾.

La componente dei beni industriali non energetici può essere scomposta in tre sub-indici: i beni durevoli (autovetture, mobili, apparecchiature elettroniche, ecc.), i beni semidurevoli (materiali per abbigliamento, tessili, libri, ecc.) e i beni non durevoli (fornitura di acqua, prodotti farmaceutici, giornali, ecc.). Dal settembre 2010 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni durevoli si è aggirato attorno allo 0,3 per cento, celando il fatto che nelle singole categorie i prezzi si sono mossi chiaramente in direzioni opposte. Per quanto riguarda i prezzi delle automobili, il tasso di variazione sui dodici mesi si è portato in territorio positivo nel luglio 2010 e ha accelerato all'1,1 per cento nell'aprile 2011. Questo impatto al rialzo sull'inflazione dei beni industriali non energetici è stato tuttavia compensato dai più forti cali dei prezzi di alcuni beni di consumo elettronici. Gli andamenti dei prezzi dei beni semidurevoli sono essenzialmente determinati dalle vendite stagionali semestrali (inverno ed estate). Nel 2011 i prezzi dei beni semidurevoli sono stati molto volatili,

1) Per ulteriori dettagli, cfr. il riquadro *Variazioni metodologiche nella compilazione dello IAPC e relativo impatto sui dati più recenti* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

rispecchiando l'introduzione dei nuovi standard per il trattamento dei prodotti stagionali, che ha esercitato un impatto al ribasso sui tassi di variazione sui dodici mesi dei prezzi dell'abbigliamento e delle calzature in gennaio e febbraio e un impatto al rialzo in marzo. In particolare, l'inflazione dei beni semidurevoli è scesa al -1,2 per cento in febbraio ed è risalita all'1,2 per cento in aprile, mentre quella dei beni non durevoli, dopo essersi aggirata attorno all'1,1 per cento nel corso del 2010, è salita all'1,3 per cento nel primo trimestre del 2011 e all'1,5 in aprile, rispecchiando molto probabilmente una crescita moderata della domanda.

L'inflazione dei prezzi dei servizi è aumentata nettamente nel 2011, dall'1,3 per cento del dicembre 2010 a una media dell'1,6 per cento nel primo trimestre del 2011 e al 2,0 per cento in aprile. Questo aumento complessivo rispecchia incrementi di diverse sottocomponenti. Ad esempio, il tasso di variazione tendenziale dei prezzi dei servizi ricreativi e personali, una categoria che include diverse voci legate al tempo libero, quali vacanze organizzate, ristoranti e servizi alberghieri, è salito dall'1,2 per cento della fine del 2010 all'1,5 nel primo trimestre del 2011, portandosi poi al 2,2 per cento in aprile. L'aumento registrato nel primo trimestre è stato generalizzato a tutte le voci legate al tempo libero ed è molto probabilmente riconducibile a una maggiore domanda, mentre l'ulteriore incremento di aprile è attribuibile al brusco rialzo dei prezzi delle vacanze organizzate, saliti al 6,8 per cento. Il forte aumento è stato determinato dalla cadenza della Pasqua, più ritardata rispetto al 2010, e dovrebbe pertanto essere temporaneo. Inoltre i prezzi dei servizi di trasporto hanno accelerato gradualmente dalla fine del 2010, fino al 3,2 per cento in aprile, a causa di una parziale trasmissione dei recenti rincari del petrolio e del temporaneo impatto al rialzo esercitato dalla Pasqua più ritardata su alcuni servizi di trasporto, quali quello aereo. Inoltre, la sottocomponente servizi vari, che include istruzione, sanità e previdenza sociale, è aumentata nettamente dall'1,4 per cento del dicembre 2010 al 2,2 per cento in aprile. Tale evoluzione sembra essere stata strettamente connessa al recente significativo aumento sui dodici mesi dei prezzi amministrati, dal 2,3 per cento di dicembre 2010 al 3,7 in aprile. Infine, l'inflazione tendenziale della componente degli alloggi, in gran parte composta dalle locazioni, è aumentata solo lievemente dalla fine dell'anno scorso, portandosi all'1,8 per cento in aprile. Quella dei servizi di comunicazione si è collocata al -0,9 per cento in aprile, un livello comparabile a quelli osservati verso la fine dello scorso anno.

In prospettiva, e considerando le quotazioni del greggio pari a circa 80 euro il barile alla fine di maggio, nonché i prezzi dei contratti *future* sul petrolio, ci si attende che il tasso di crescita sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC abbia registrato una lieve diminuzione in maggio e giugno. Tuttavia, a causa dei forti aumenti osservati tra novembre 2010 e aprile 2011, è molto probabile che rimanga su un livello elevato sino alla fine del 2011, quando gli effetti base eserciteranno sostanziali pressioni al ribasso sull'inflazione dei beni energetici. Comunque la misura in cui tali effetti base saranno di fatto evidenti nel profilo della componente energetica dello IAPC dipenderà dalla misura in cui le aspettative attualmente incorporate nei prezzi dei contratti *future* sul petrolio (ossia nessun ulteriore incremento delle quotazioni del greggio) si siano di fatto realizzate.

Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* per le materie prime alimentari, il tasso di crescita sui dodici mesi degli alimentari potrebbe aumentare ulteriormente nei prossimi mesi e rimanere nettamente al di sopra dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2011. Esiste tuttavia un elevato grado di incertezza in merito a queste prospettive in quanto è difficile anticipare la trasmissione degli shock sui prezzi delle materie prime alimentari a causa della politica agricola dell'UE²⁾.

2) Per informazioni più dettagliate, cfr. il riquadro *Materie prime agricole e prezzi dei beni alimentari nello IAPC dell'area dell'euro* nel numero di giugno 2010 di questo Bollettino.

La misura della trasmissione dei rincari degli alimentari nell'area dell'euro dipenderà anche dal comportamento di produttori e dettaglianti, nonché dal vigore della domanda al consumo.

Gli indicatori anticipatori disponibili per l'inflazione dei beni industriali non energetici, come gli andamenti dei prezzi alla produzione dei beni di consumo (al netto degli alimentari e dei tabacchi) e dei prezzi all'importazione degli stessi beni, continuano a suggerire il contenimento delle spinte inflative. La misura della trasmissione di questi andamenti dei prezzi ai prezzi dei beni industriali non energetici è incerta, in quanto potrebbe essere limitata da una riduzione del valore dei beni importati direttamente e dall'assorbimento nei margini dei dettaglianti. Nel complesso, nel 2011 l'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe aggirarsi attorno alla sua media di lungo periodo (dal 1999) dello 0,7 per cento, ma mostrare una volatilità superiore alla norma a causa dell'impatto dei nuovi standard per il trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC. Infine, nei prossimi trimestri l'inflazione dei prezzi dei servizi dovrebbe crescere a tassi analoghi a quelli osservati di recente, alimentata dal rafforzamento della domanda interna e dalla trasmissione dei passati aumenti dei costi degli input.

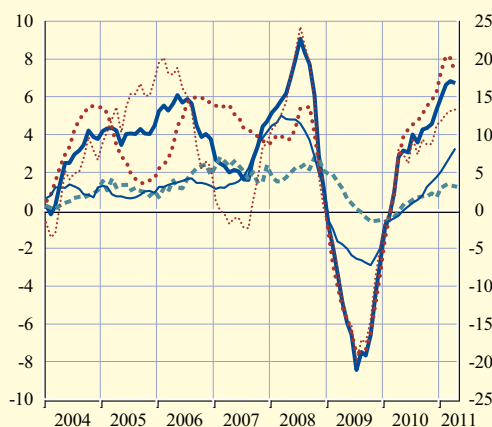
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono aumentate costantemente dal livello minimo dell'estate del 2009 (cfr. tavola 7 e figura 45). Nei primi mesi del 2011 l'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è stata pari al 6 per cento circa e si è poi portata al 6,7 in aprile dopo il 6,8 di marzo. L'indice complessivo può essere scomposto in beni intermedi, di investimento, di consumo ed energetici. La tendenza al rialzo dell'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria è stata sospinta prevalentemente dalle componenti dell'energia e dei beni intermedi, a riflesso dei rincari del petrolio e di altre materie prime. Forti

Figura 45 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

- industria escluse le costruzioni (scala di sinistra)
- ... beni intermedi (scala di sinistra)
- - - beni di investimento (scala di sinistra)
- beni di consumo (scala di sinistra)
- ... beni energetici (scala di destra)

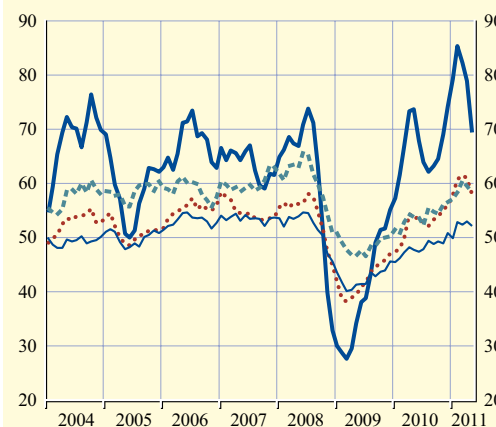


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 46 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

- settore manifatturiero; prezzi degli input
- ... settore manifatturiero; prezzi applicati alla clientela
- - - settore dei servizi; prezzi degli input
- settore dei servizi; prezzi applicati alla clientela



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.

rialzi dei prezzi sono stati osservati, oltre che per le materie prime alimentari e agricole, anche per quelle industriali e per i metalli, in parte per effetto di una ripresa della domanda mondiale. Nel primo trimestre del 2011 i tassi di variazione sui dodici mesi delle componenti dei beni energetici e intermedi sono stati circa tre e quattro volte superiori alle rispettive medie a partire dal 1991. La variazione tendenziale dei prezzi dei beni di consumo è aumentata costantemente dall'autunno del 2009, come quella dei prezzi dei beni di investimento dalla fine del 2009. La graduale ripresa dei prezzi di queste due componenti rispecchia in parte l'aumento della domanda di beni di consumo e di investimento prodotti nell'area dell'euro. All'interno della componente dei beni di consumo, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni non durevoli è divenuto positivo solo a giugno 2010. Nell'aprile 2011 è salito al 3,4 per cento, a causa dell'aumento dei prezzi alla produzione dei generi alimentari, sulla scia di un rincaro delle materie prime alimentari. Tuttavia, i recenti notevoli incrementi dei prezzi alla produzione degli alimentari hanno mostrato una variazione meno marcata rispetto a quella osservata nel 2007 e quindi suggeriscono ancora una trasmissione relativamente limitata dei rincari delle materie prime alimentari. I prezzi alla produzione dei beni di consumo, al netto di alimentari e tabacchi, hanno accelerato dallo 0,7 per cento del primo trimestre all'1,1 per cento in aprile, a indicazione di crescenti pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

I risultati delle indagini sui prezzi alla produzione disponibili fino a maggio indicano la prosecuzione della trasmissione ai prezzi al consumo delle pressioni lungo la filiera produttiva. Sebbene i dati sui prezzi ricavati dall'indagine dei responsabili degli acquisti mostrino che tutti gli indici sono calati, apparentemente a causa dei recenti cali dei corsi del petrolio e di altre materie prime, i loro livelli restano comunque elevati. Nel settore manifatturiero, l'indice dei prezzi di vendita è sceso da 61,0 in aprile a 58,0 in maggio, mentre l'indice dei prezzi degli input è calato da 79,0 a 69,4. Nel settore dei servizi, l'indice dei prezzi di vendita è diminuito da 53,0 in aprile a 52,1 in maggio, mentre l'indice dei prezzi degli input ha registrato una flessione da 59,5 a 58,3.

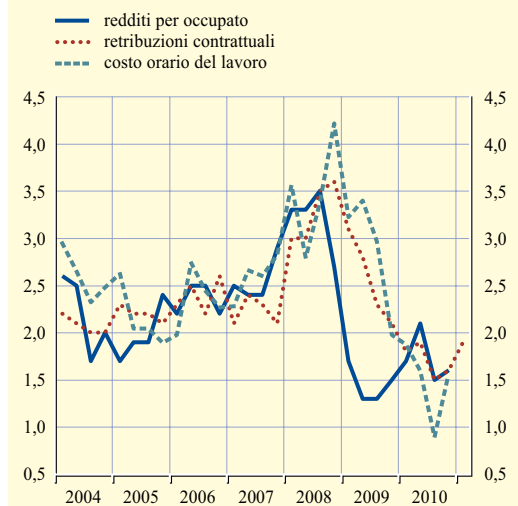
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In linea con il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, tutti gli indicatori del costo del lavoro sono gradualmente aumentati negli ultimi trimestri (cfr. figura 47 e tavola 8).

Nell'area dell'euro le retribuzioni contrattuali sono aumentate dell'1,7 per cento nel 2010, dopo il 2,6 per cento medio del 2009. Nel primo trimestre la crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali, il solo indicatore del costo del lavoro attualmente disponibile per tale periodo, si è portata all'1,9 per cento, dall'1,6 del trimestre precedente. Tuttavia, gli aumenti salariali nel 2010, e in larga misura anche all'inizio del 2011, sono stati concordati prima dei recenti rincari dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC seguiti ai netti incrementi dei prezzi delle materie prime. In prospettiva, è probabile che l'accelerazione dei

Figura 47 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Retribuzioni contrattuali	2,6	1,7	1,8	1,9	1,5	1,6	1,9
Costo orario complessivo del lavoro	2,9	1,5	1,9	1,6	0,9	1,6	.
Redditi per occupato	1,5	1,7	1,7	2,1	1,5	1,6	.
<i>Per memoria:</i>							
Produttività del lavoro	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,7	.
Costo del lavoro per unità di prodotto	3,9	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,1	.

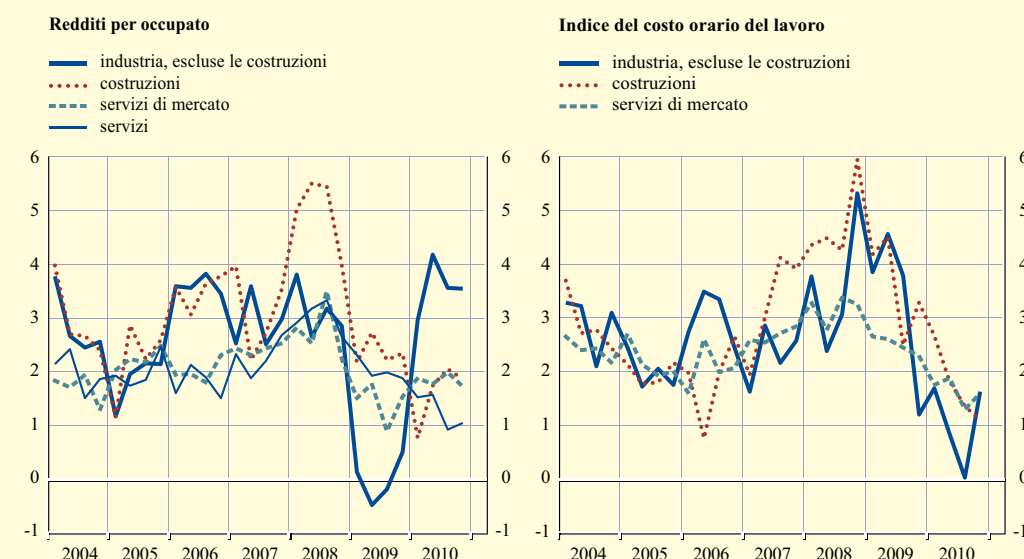
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

salari, seppur ancora moderata, continui nel 2011. Le aspettative circa la prosecuzione della ripresa economica stanno alimentando anticipazioni di incrementi salariali leggermente maggiori dopo i modesti aumenti negoziati negli scorsi anni. Inoltre, in alcuni paesi i sistemi di indicizzazione dei salari, che sono legati all'inflazione, determineranno maggiori incrementi salariali.

L'indice del costo orario del lavoro è aumentato solo dell'1,5 per cento in media nel 2010, rispetto al 2,9 del 2009. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di tale indicatore è stato leggermente volatile nel 2010, scendendo dall'1,6 per cento nel secondo trimestre allo 0,9 nel terzo, per poi tornare a salire all'1,6 per cento nel quarto trimestre. L'incremento del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei costi orari del lavoro registrato nel quarto trimestre è attribuibile agli andamenti nei settori dell'industria e dei servizi (cfr. figura 48), mentre il costo orario del lavoro è cresciuto a un ritmo inferiore nel settore delle costruzioni. A livello di singole economie, la dinamica dei costi orari del lavoro è aumentata in quasi tutti i paesi, e solo in Irlanda e Grecia sono stati registrati cali

Figura 48 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

sui dodici mesi. Nel complesso, sembrerebbe che i costi non salariali continuino ad aumentare a un ritmo leggermente più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro.

I redditi per occupato sono aumentati dell'1,7 per cento nel 2010, dopo l'1,5 del 2009. Nel quarto trimestre del 2010 il tasso di crescita sul periodo corrispondente è stato dell'1,6 per cento, con un rialzo dall'1,5 del terzo trimestre. Tale incremento è attribuibile a un'accelerazione della crescita dei redditi per ora lavorata, nonché a un calo delle ore lavorate per addetto, connesso a sua volta probabilmente alle avverse condizioni meteorologiche degli ultimi mesi del 2010.

La produttività del lavoro, misurata su base pro capite, è cresciuta del 2,2 per cento in media nel 2010. Ciò rappresenta una significativa ripresa dalla media registrata nel 2009, quando era diminuita in totale del 2,3 per cento. Di recente, tuttavia, si è registrato un'attenuazione della crescita della produttività, ascrivibile al graduale aumento dell'occupazione. Nel quarto trimestre del 2010 il ritmo di crescita sul periodo corrispondente si è collocato all'1,7 per cento, in flessione rispetto al 2,1 e 2,6 per cento, rispettivamente, del terzo e secondo trimestre. Ciò nondimeno, la dinamica della produttività del lavoro ha superato quella dei redditi per addetto per il quarto trimestre consecutivo. Per questa ragione il tasso di variazione tendenziale del costo del lavoro per unità di prodotto è risultato nuovamente negativo (-0,1 per cento) nel quarto trimestre, seppur in misura minore rispetto ai primi tre trimestri. Sull'insieme del 2010 la crescita del costo unitario del lavoro si è collocata al -0,5 per cento. Tale flessione ha favorito il ripristino dei margini di profitto delle imprese, che avevano risentito fortemente della recessione nel 2009.

In prospettiva, a fronte del perdurante miglioramento dell'occupazione, ci si attende che la produttività del lavoro cresca ulteriormente, ma a un ritmo più contenuto. Il recupero dell'occupazione, unitamente a un'accelerazione dei redditi per occupato ancora contenuta ma graduale, dovrebbe contribuire a una moderata ripresa della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto nell'area dell'euro. È probabile tuttavia che le pressioni sul costo del lavoro rimangano ancora circoscritte nel medio termine, alla luce dei miglioramenti solo gradualmente del mercato del lavoro.

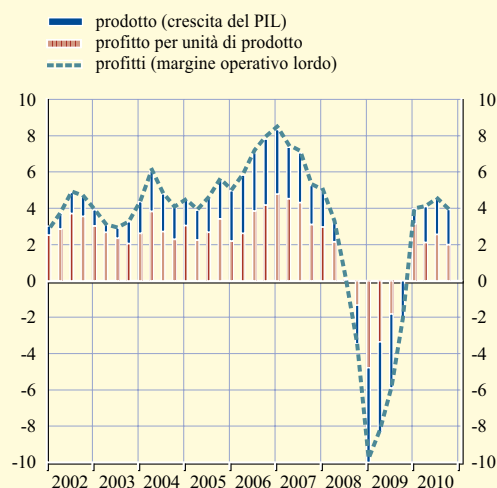
3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Dopo i significativi cali registrati durante l'ultima recessione, i profitti societari sono notevolmente migliorati nel 2010 (cfr. figura 49), grazie a un'espansione sia dell'attività economica (volume) sia dei profitti unitari (margine per unità di prodotto). I profitti sono stati favoriti dalla diminuzione della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e alla fine del quarto trimestre del 2010 avevano recuperato circa due terzi delle perdite subite durante la recessione.

Per quanto riguarda gli andamenti nei grandi settori economici, il livello dei profitti sia nell'industria che nei servizi di mercato ha registrato una ripresa nel 2010 (cfr. figura 50). Il livello dei profitti nell'industria, un settore fortemente ciclico, ha evidenziato incrementi particolarmente marcati, raggiungendo un tasso di crescita sul periodo corrispondente del 14,0 per cento in media nella seconda metà del 2010. Tale tasso è stato tuttavia leggermente inferiore rispetto al 21,2 per cento osservato nella prima metà dell'anno. Per contro, il livello dei profitti nei servizi di mercato è aumentato in media del 2,2 per cento su base annua nella seconda metà del 2010, a fronte dell'1,1 per cento della prima metà dell'anno. Malgrado la crescita nettamente superiore del livello dei profitti nell'industria rispetto ai servizi di mercato, il settore industriale ha comunque recuperato una minore quota delle perdite subite durante la recessione (circa il 57 per cento) rispetto al settore dei servizi (71 per cento).

Figura 49 Scomposizione della crescita dei profitti dell'area dell'euro in prodotto e profitto per unità di prodotto

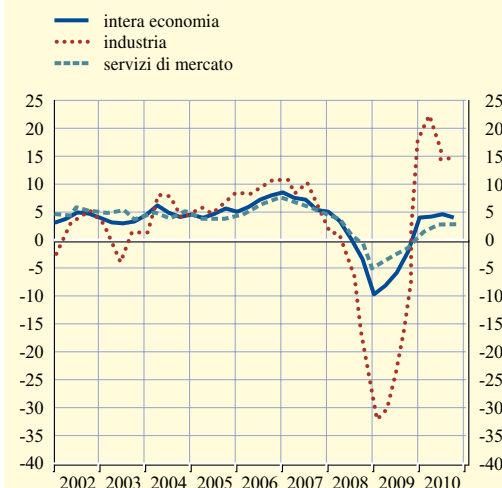
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 50 Andamenti dei profitti nell'area dell'euro nei principali comparti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

In prospettiva, i miglioramenti della domanda e gli ulteriori incrementi della produttività dovrebbero contribuire ulteriormente al ripristino dei profitti nel 2011, seppur probabilmente a un ritmo nel complesso più moderato rispetto a quello osservato di recente. Inoltre, le prospettive per i profitti nel breve periodo sono soggette a un'accresciuta incertezza a causa delle elevate pressioni sui costi degli input dovute ai passati rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero rimanere nettamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Le pressioni al rialzo sull'inflazione, derivanti principalmente dai prezzi dei beni energetici e delle materie prime, sono ravvisabili anche nelle prime fasi del processo produttivo. Resta indispensabile che l'aumento dell'inflazione armonizzata non si traduca in effetti di secondo impatto nel processo di formazione di salari e prezzi, dando luogo a spinte inflazionistiche generalizzate. Le aspettative di inflazione devono rimanere 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.

Le proiezioni macroeconomiche di giugno formulate dagli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro collocano il tasso annuo di inflazione armonizzata tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,1 e il 2,3 per cento nel 2012. Rispetto alle proiezioni dello scorso marzo, elaborate dagli esperti della BCE, gli intervalli di valori per l'inflazione misurata sullo IAPC sono stati rivisti al rialzo, principalmente per effetto delle più elevate quotazioni dell'energia. L'intervallo di proiezione per il 2012 si è leggermente ristretto. Va tuttavia ricordato che le proiezioni degli esperti dipendono da una serie di assunzioni puramente tecniche, che includono corsi petroliferi, tassi di interesse e tassi di cambio. In particolare, è ipotizzato che i corsi petroliferi diminuiranno leggermente e che i tassi di interesse a breve termine aumenteranno, in linea con le aspettative di mercato. Nel complesso

le proiezioni racchiudono l'idea che i recenti elevati tassi di inflazione non determinino pressioni inflazionistiche più generalizzate nell'area dell'euro.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono orientati verso l'alto. Sono connessi, in particolare, ad aumenti dei prezzi dell'energia superiori al previsto. Vi è inoltre il rischio di incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati superiori alle ipotesi correnti, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. Infine, rischi al rialzo potrebbero provenire da pressioni interne sui prezzi più accentuate rispetto alle attese nel contesto di un crescente grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel primo trimestre del 2011 l'area dell'euro ha registrato una crescita sostenuta del PIL in termini reali, pari allo 0,8 per cento sul periodo precedente, dopo un rialzo dello 0,3 nell'ultimo trimestre del 2010. Le recenti pubblicazioni statistiche e gli indicatori desunti dalle indagini segnalano che l'attività economica ha continuato ad espandersi nel secondo trimestre, benché a un ritmo più contenuto.

In prospettiva, la perdurante espansione dell'economia mondiale dovrebbe favorire le esportazioni dell'area. Nello stesso tempo, tenuto conto dell'andamento positivo del clima di fiducia delle imprese, la domanda interna del settore privato dovrebbe concorrere sempre più alla crescita, con il supporto dell'orientamento tuttora accomodante della politica monetaria e delle misure adottate per migliorare il funzionamento del sistema finanziario. Tuttavia, ci si attende che l'attività continui a essere frenata in certa misura dal processo di correzione dei bilanci in vari settori.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano tassi di crescita del PIL in termini reali compresi tra l'1,5 e il 2,3 per cento nel 2011 e tra lo 0,6 e il 2,8 per cento nel 2012. I rischi per queste prospettive economiche restano sostanzialmente bilanciati, in un contesto di elevata incertezza.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

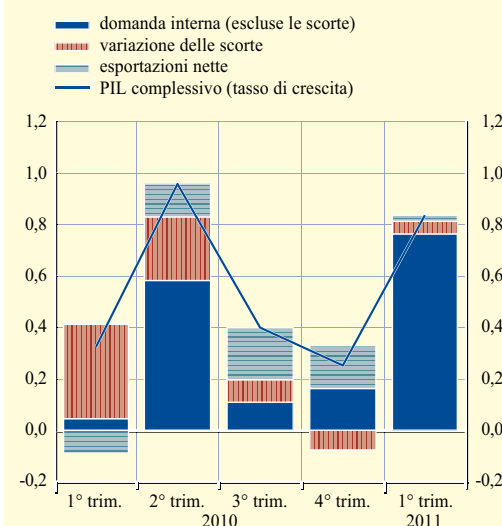
In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel primo trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto in termini reali dello 0,8 per cento sul periodo precedente, a fronte di un incremento dello 0,3 nel quarto trimestre del 2010 (cfr. figura 51). Tale risultato, superiore a quanto previsto da gran parte degli analisti, è stato generalizzato fra le varie componenti della domanda e dell'offerta, a conferma che l'espansione ciclica dell'economia dell'area è già in fase avanzata. Gli indicatori disponibili segnalano il protrarsi di una dinamica di fondo positiva della ripresa nel secondo trimestre del 2011. La crescita, tuttavia, dovrebbe rallentare dopo i risultati eccezionali registrati nel primo trimestre, che ha risentito di alcuni fattori straordinari, come la ripresa degli investimenti in costruzioni in alcune regioni dell'area interessate da condizioni meteorologiche insolitamente rigide in dicembre.

CONSUMI PRIVATI

Nel primo trimestre del 2011 i consumi privati nell'area dell'euro sono aumentati dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo aver segnato un incremento analogo nell'ultimo trimestre del 2010. Nello stesso periodo la spesa per consumi, pur avendo registrato tassi di crescita positivi sul periodo precedente per sei trimestri consecutivi, si è collocata lievemente al di sotto del suo valore massimo raggiunto nel primo trimestre del 2008. Gli indicatori di breve periodo e le indagini recenti segnalano un'ulteriore espansione, benché contenuta, della spesa per consumi nell'area dell'euro.

Figura 51 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.

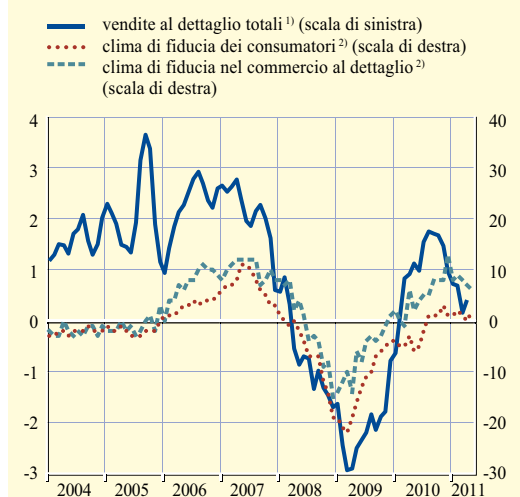
La ripresa piuttosto moderata dei consumi privati, a partire dal terzo trimestre del 2009, è ascrivibile soprattutto all'andamento contenuto del reddito disponibile reale delle famiglie. Nelle fasi iniziali della ripresa, l'andamento debole del mercato del lavoro, caratterizzato da un calo dell'occupazione, ha esercitato un effetto frenante sulla crescita del reddito complessivo. Successivamente, l'accelerazione dei prezzi in seguito all'aumento delle quotazioni delle materie prime ha avuto un impatto avverso sul potere d'acquisto dei consumatori. Negli ultimi due trimestri del 2010, ad esempio, la variazione tendenziale dei redditi per occupato è stata negativa. L'effetto frenante della moderata dinamica dei redditi sui consumi delle famiglie è stato controbilanciato in parte dalla riduzione del tasso di risparmio negli ultimi trimestri. Il tasso di risparmio è in calo dal quarto trimestre del 2009 e nell'ultimo trimestre del 2010 ha toccato quasi il livello minimo da dieci anni¹⁾. Anche se il mercato del lavoro mostra di nuovo segni di miglioramento, l'inflazione continuerà a pesare sul reddito disponibile reale nei prossimi trimestri (cfr. sezione 3).

Anche la forte contrazione della ricchezza finanziaria nel 2008 e nei primi mesi del 2009 spiega in parte la moderata crescita dei consumi durante la fase di ripresa. Tuttavia, dalla seconda metà del 2009 la ricchezza finanziaria ha mostrato tassi di crescita positiva sul periodo corrispondente. Inoltre, i prezzi degli immobili residenziali sono aumentati sul periodo corrispondente per tre trimestri consecutivi fino al quarto trimestre del 2010, dopo essere diminuiti per sei trimestri consecutivi.

Per quanto riguarda l'andamento più recente dei dati pubblicati, le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,9 per cento in aprile, segnando un inizio positivo per il secondo trimestre (cfr. figura 52). La crescita del commercio al dettaglio è stata negativa sia nell'ultimo trimestre del 2010 sia nel primo del 2011. Allo stesso tempo, le immatricolazioni di nuove autovetture sono scese del 4,1 per cento in aprile, con una flessione del 4,0 per cento rispetto al livello medio del primo trimestre. Le immatricolazioni invece avevano segnato un incremento congiunturale dell'1,4 per cento nel primo trimestre del 2011 e del 6,7 nello scorcio del 2010. La variazione più consistente è stata registrata in Francia, dove le immatricolazioni sono diminuite del 18 per cento in aprile. La debolezza dei dati riflette con tutta probabilità l'impatto della cessazione delle misure fiscali tese a favorire le vendite di autovetture. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio in aprile e maggio è rimasto lievemente al di sopra della soglia di espansione/contrazione di 50, ma inferiore alla media del primo trimestre. Secondo le indagini della Commissione europea, in questi due mesi il clima di fiducia nel commercio al dettaglio è stato più elevato della sua media di lungo periodo, ma lievemente al di sotto del suo livello del primo trimestre. Entrambi gli indicatori segnalano una crescita positiva ma lenta delle vendite al dettaglio nel secondo trimestre del 2011.

Figura 52 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie

(dati mensili)



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

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

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

1) Cfr. il riquadro *I conti integrati dell'area dell'euro* per il quarto trimestre del 2010 nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino

Infine, l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia dei consumatori, che fornisce un'indicazione piuttosto affidabile sulle linee di tendenza dell'andamento dei consumi, è salito in maggio a un livello lievemente più elevato della sua media di lungo periodo. L'ultimo dato disponibile è leggermente superiore anche rispetto al valore medio registrato nel primo trimestre. Il clima di fiducia sta migliorando dall'inizio del 2009. Il principale fattore all'origine di questo andamento di lungo periodo è da ricercare nelle attese più positive riguardo l'evoluzione del mercato del lavoro e la situazione economica generale. Sono migliorate, pur se in misura minore, anche le aspettative circa il tasso di risparmio e la posizione finanziaria delle famiglie. Nel complesso, tali informazioni suggeriscono il protrarsi dell'espansione dei consumi privati nel 2011, seppur a un ritmo moderato.

INVESTIMENTI

Nel primo trimestre del 2011 gli investimenti fissi lordi si sono rafforzati, con una crescita stimata del 2,1 per cento sul periodo precedente, dopo essere rimasti invariati nel quarto trimestre del 2010. Questo è il primo tasso di crescita positivo degli investimenti totali dal primo trimestre del 2008, fatta eccezione per un temporaneo incremento nel secondo trimestre del 2010.

Non è ancora disponibile una scomposizione dettagliata degli investimenti. Tuttavia, sulla base dei dati nazionali, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (che comprendono attrezzature, macchinari e mezzi di trasporto e rappresentano metà degli investimenti totali) sono cresciuti ancora nel primo trimestre, sospinti dal rafforzamento dell'attività economica complessiva e dalle condizioni di finanziamento più favorevoli. Questo tipo di investimenti sta aumentando sin dal primo trimestre del 2010. Nel primo trimestre del 2011 la produzione industriale di beni di investimento, un indicatore degli sviluppi futuri degli investimenti in cespiti diversi dalle costruzioni, ha continuato a crescere sul periodo precedente. Secondo le indagini PMI e della Commissione europea, la fiducia delle imprese manifatturiere è migliorata ulteriormente nel primo trimestre. Inoltre, le indagini della Commissione indicano che in aprile il grado di utilizzo della capacità produttiva ha continuato ad aumentare.

Nel primo trimestre, inoltre, le componenti sia residenziale sia non residenziale degli investimenti in costruzioni sono probabilmente aumentate in misura molto marcata, come suggerisce l'incremento della produzione nel settore delle costruzioni. Tale ripresa dell'attività interviene dopo gli effetti avversi subiti dal settore delle costruzioni in alcuni paesi dell'area a seguito delle condizioni meteorologiche sfavorevoli verificatesi nello scorcio del 2010. Si tratta della prima crescita trimestrale dall'ultimo trimestre del 2007, fatta eccezione per un temporaneo aumento della produzione nel secondo trimestre del 2010, ancora a seguito di un recupero dopo gli effetti negativi legati alle condizioni climatiche. Tuttavia, la debolezza del settore delle costruzioni si è protratta nei paesi in cui si erano osservati incrementi sostanziali prima dello scoppio della recente crisi.

Per quanto concerne il secondo trimestre del 2011, i pochi indicatori anticipatori disponibili segnalano ancora un tasso di crescita degli investimenti fissi positivo nell'area dell'euro. L'aumento dei tassi di utilizzo della capacità produttiva dovrebbe continuare a produrre un impatto positivo sugli investimenti in beni diversi dalle costruzioni, dal momento che la crescente domanda richiederà maggiore capacità produttiva in alcuni paesi e settori. Il riquadro 5 *Verifica incrociata tra stime dell'output gap dell'area dell'euro e altri indicatori ciclici* esamina più in dettaglio il concetto di utilizzo della capacità produttiva, misurando il margine di capacità inutilizzata. Gli investimenti delle imprese sono stati favoriti anche dal miglioramento delle condizioni finanziarie in diversi paesi. L'indagine PMI per il settore manifatturiero e la sua componente dei nuovi ordini segnalano un'ulteriore espansione in questo settore nel secondo trimestre. Il clima di fiducia nell'industria, misurato dalla Commissione europea e dalle indagini nazionali, conferma le prospettive favorevoli per gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nel secondo trimestre. I dati pubblicati, dispo-

nibili fino a marzo, sui nuovi ordini nell'industria rivelano un incremento complessivo degli ordini, anche nel settore dei beni di investimento, che è compatibile con questi andamenti positivi.

Ci si attende che nel secondo trimestre del 2011 gli investimenti in costruzioni diminuiscano per effetto della normalizzazione dell'attività edilizia nelle regioni dove tale settore ha evidenziato negli ultimi trimestri una certa volatilità a causa delle avverse condizioni meteorologiche.

Nei prossimi trimestri e al netto della volatilità a breve termine, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni dovrebbero rafforzarsi, in linea con la crescita dell'attività economica, l'incremento degli utili e il permanere di condizioni di finanziamento favorevoli. Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni, si prevede una crescita più contenuta. Nello specifico, la componente residenziale dovrebbe essere favorita da una ripresa dei mercati immobiliari, come indicato dalla normalizzazione del numero di permessi di costruzione concessi. Tuttavia, il dato aggregato potrebbe celare andamenti discontinui nell'area dell'euro, considerando che in alcuni paesi è in atto un'ulteriore correzione del settore immobiliare.

Riquadro 5

VERIFICA INCROCIATA TRA STIME DELL'OUTPUT GAP DELL'AREA DELL'EURO E ALTRI INDICATORI CICLICI

Questo riquadro confronta sinteticamente le stime dell'*output gap* dell'area dell'euro con gli andamenti di diversi indicatori del ciclo economico e indicatori ciclici ricavati dalle indagini. Nel complesso, nonostante l'elevata incertezza circa il livello dell'*output gap*, secondo diversi indicatori ciclici il rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro potrebbe essere più contenuto e cessare prima di quanto attualmente stimato dalle istituzioni internazionali.

Le stime dell'*output gap* delle istituzioni internazionali

L'*output gap*, ossia la differenza tra il livello attuale del prodotto e il suo livello potenziale, viene normalmente considerato come una misura dei margini di capacità inutilizzata e un indicatore delle spinte inflative nell'economia. In base alle stime attuali, gli effetti della crisi economica e finanziaria hanno determinato un significativo ampliamento dell'*output gap* dell'area dell'euro, considerando che le stime di diverse istituzioni internazionali ne segnalano un'ampiezza pari a circa -4 per cento nel 2009, a fronte dello 0,7 nel 2008. Anche se le istituzioni internazionali prevedono un consistente restringimento del gap di pari passo con la ripresa economica, le stime dell'*output gap* dell'area per il 2011 sono comprese tra -2,3 e -3,5 per cento, con un valore medio prossimo a -3. L'incertezza circa il livello dell'indicatore è attualmente molto elevata, in quanto è difficile stimare i possibili effetti avversi della crisi economica e finanziaria sulla crescita del prodotto potenziale¹⁾.

Il grado di utilizzo della capacità produttiva e i vincoli dal lato dell'offerta all'attività

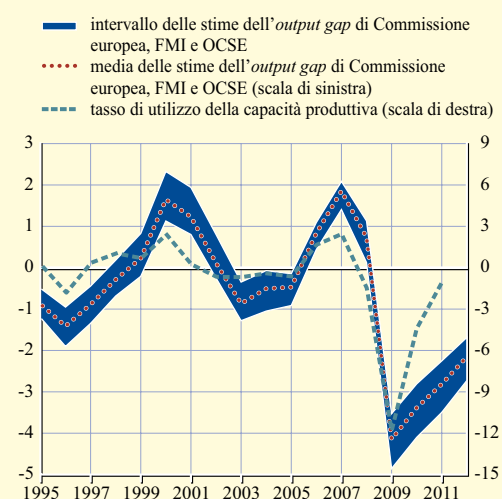
Un altro indicatore che può essere utilizzato per misurare il rallentamento economico è il grado di utilizzo della capacità produttiva. Le informazioni a questo riguardo vengono raccolte dalla

1) Per una disamina dei fattori che possono determinare uno spostamento più duraturo verso il basso del livello del prodotto potenziale o addirittura tassi persistentemente più bassi di crescita del prodotto potenziale, cfr. il riquadro *Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino e l'articolo *Tendenze del prodotto potenziale* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

Commissione europea attraverso l'indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere. In tale indagine alle imprese viene chiesto di indicare il loro attuale livello di capacità produttiva (in termini percentuali rispetto al pieno utilizzo delle rispettive capacità). In linea con le stime dell'*output gap*, anche il grado di utilizzo della capacità produttiva è diminuito bruscamente nell'ultima recessione, toccando un minimo storico nel 2009 e collocandosi 12 punti percentuali al di sotto della sua media di lungo periodo prima della recessione (cfr. figura A)²⁾. Tuttavia, in contrasto con le varie stime dell'*output gap*, il grado di utilizzo della capacità produttiva ha registrato successivamente un forte recupero. I dati più recenti segnalano che in aprile il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro è tornato su livelli sostanzialmente "normali", a indicare che i volumi di capacità inutilizzata nell'economia dell'area sono calati più bruscamente di quanto anticipato dalle varie stime dell'*output gap* delle istituzioni internazionali.

Figura A Stime dell'*output gap* delle istituzioni internazionali e tasso di utilizzo della capacità produttiva

(valori percentuali; deviazione percentuale dalla media di lungo termine ante recessione)



Fonti: Commissione europea, previsioni economiche della primavera 2011, FMI *World Economic Outlook*, aprile 2011, OCSE *Economic Outlook*, maggio 2011 ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'*output gap* è misurato come percentuale del PIL potenziale e il tasso di utilizzo della capacità produttiva è misurato come percentuale della piena capacità.

L'indicatore del grado di utilizzo della capacità produttiva, come gran parte delle indagini di opinione, in genere non viene rivisto, mentre il grado di incertezza che caratterizza le stime in tempo reale dell'*output gap* basato su modelli è normalmente elevato, per cui esse sono soggette a frequenti revisioni³⁾. Tuttavia, prima di valutare l'*output gap* in base al grado di utilizzo della capacità produttiva è opportuno tenere conto di alcune limitazioni di quest'ultimo indicatore. In primo luogo, il grado di utilizzo della capacità produttiva fa riferimento solo al settore manifatturiero, mentre le stime dell'*output gap* sono basate sull'economia nel suo complesso. In secondo luogo, gli intervistati nel valutare l'utilizzo della capacità produttiva non tengono necessariamente conto della ridotta utilizzazione del fattore lavoro nell'economia complessiva. Nonostante tali limitazioni, tuttavia, esisterebbe un forte legame

- 2) I dati relativi all'utilizzo della capacità produttiva sono stati corretti per renderli comparabili con quelli dell'*output gap* nel modo seguente: essi vengono retrodatati di un trimestre, in quanto le informazioni sull'utilizzo della capacità produttiva pubblicate all'inizio del trimestre rispecchiano prevalentemente l'andamento economico nel trimestre precedente. Si sottrae il valore medio del periodo precedente la crisi (dal primo trimestre del 1985 al quarto del 2007), in modo che il valore zero indichi il livello "normale" di utilizzo della capacità produttiva. Infine, si calcolano i dati su base annua ricavando la media dei dati trimestrali per l'anno. Il dato relativo al 2011 viene calcolato come la media dei dati relativi ai primi due trimestri del 2011.
- 3) Per maggiori dettagli sulla ripresa dell'utilizzo della capacità produttiva cfr. il riquadro *La ripresa dell'utilizzo della capacità produttiva nell'area dell'euro* nel numero di ottobre 2010 di questo Bollettino. Per una disamina dettagliata del ruolo delle stime del prodotto potenziale nell'analisi macroeconomica e dell'incertezza che ne caratterizza la misurazione, cfr. l'articolo *Crescita del prodotto potenziale e output gap: concetto, utilizzo e stime* nel numero di ottobre 2000 di questo Bollettino. Cfr. anche il riquadro *Stime del prodotto potenziale per l'area dell'euro* nel numero di luglio 2009 di questo Bollettino, nonché Marcellino, M. e Musso, A. (2011), *The reliability of real-time estimates of the euro area output gap*, *Economic Modelling*, vol. 28, n. 4, pp. 1842-56 (in particolare la figura 1 e la tavola 4). Per le evidenze relative al fatto che le informazioni desunte dal grado di utilizzo della capacità produttiva possono essere sfruttate per migliorare le stime del prodotto potenziale e dell'*output gap*, cfr. Graff, M. e Sturm, J.E. (2010), *The information content of capacity utilisation rates for output gap estimates*, CESifo Working Paper n. 3276, nonché Planas, C., Röger, W. e Rossi, A. (2010), *Does capacity utilisation help estimating the TFP cycle?*, *European Economy*, Economic paper della Commissione europea n. 410.

empirico tra l'andamento del grado di utilizzo della capacità produttiva e le stime dell'*output gap* (cfr. figura A).

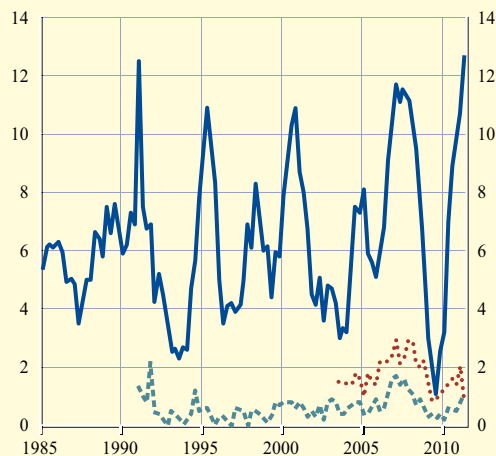
Altre indagini sull'uso delle risorse confermano i segnali relativi all'utilizzo della capacità produttiva nel settore manifatturiero e forniscono informazioni sugli altri due comparti principali, i servizi e le costruzioni (cfr. figura B). Riguardo al settore manifatturiero, i vincoli alla produzione per mancanza di attrezzature e forze lavoro sono aumentati sensibilmente negli ultimi trimestri. L'indicatore della mancanza di attrezzature ha raggiunto un nuovo livello massimo, mentre quello relativo alla carenza di forze lavoro è tornato su un livello superiore alla sua media di lungo periodo. Entrambi gli indicatori, pertanto, confermano il quadro di un sostanziale incremento dell'uso di risorse disponibili nel settore manifatturiero negli ultimi trimestri e sono in linea con le evidenze secondo cui l'utilizzo della capacità produttiva potrebbe essere tornato sul livello medio di lungo termine. Passando ai settori dei servizi e delle costruzioni, l'indicatore della carenza di forze lavoro è aumentato in entrambi i settori, collocandosi al di sopra della media di lungo periodo, analogamente all'indicatore della mancanza di attrezzature nel settore delle costruzioni. Per contro, l'indicatore della mancanza di attrezzature nei servizi ha mostrato recentemente una certa volatilità e in aprile è sceso al di sotto della sua media di lungo termine, dopo averla superata all'inizio dell'anno. Nel complesso, anche le evidenze sui vincoli all'attività nei settori non manifatturieri concordano con il quadro di un accresciuto utilizzo delle risorse e, quindi, di una riduzione del livello di capacità produttiva inutilizzata anche in questi settori. Tuttavia, i livelli degli indicatori e il ritmo di riutilizzo delle risorse sembrano meno dinamici rispetto al settore manifatturiero, suggerendo che il sottoimpiego delle risorse in tali settori potrebbe contribuire ad ampliare l'*output gap* dell'economia nel suo insieme.

Figura B Limitazioni dell'attività produttiva

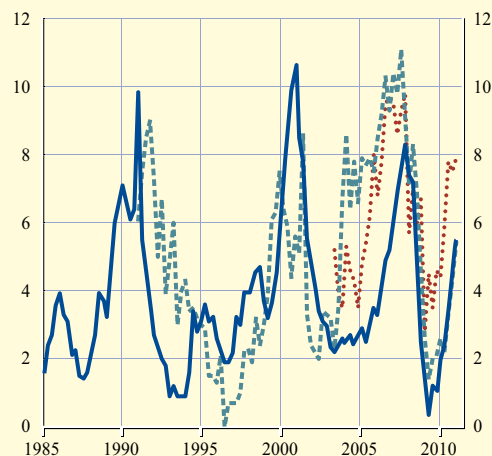
(percentuali)

— industria manifatturiera
 servizi
 - - - - - costruzioni

a) Mancanza di attrezzature



b) Carenza di fattore lavoro



Fonte: Commissione europea.
 Nota: l'ultima osservazione è relativa ad aprile 2011.

Indicatori del ciclo economico

Indicazioni che l'*output gap* negativo potrebbe riassorbirsi più rapidamente di quanto ipotizzato nelle stime delle istituzioni internazionali provengono anche dagli indicatori del ciclo economico per l'area dell'euro⁴⁾. Lo scopo primario di tali indicatori è quello di segnalare la direzione e i punti di svolta del ciclo, ma possono fornire anche indicazioni utili sul riassorbimento dell'*output gap*. La figura C mostra una correlazione storica piuttosto stretta tra due indicatori del ciclo economico (il primo basato sui dati della produzione industriale al netto delle costruzioni, il secondo sul PIL in termini reali) e il grado di utilizzo della capacità produttiva. Riguardo agli andamenti più recenti, i segnali ricavati dall'indicatore del ciclo economico basato sulla produzione industriale al netto delle costruzioni sono assai simili a quelli desunti dal grado di utilizzo della capacità produttiva (cfr. figura C), a indicare che l'*output gap* negativo è stato riassorbito prima di quanto indicato dalle stime delle istituzioni internazionali.

Per contro, l'indicatore del ciclo economico desunto dal PIL in termini reali suggerisce la persistenza di un *output gap* lievemente negativo nel primo trimestre del 2011. Tale andamento è in linea con i dati delle indagini sui vincoli all'attività in alcuni settori; inoltre, analoghe differenze tra i due indicatori del ciclo economico sono state osservate in precedenti periodi di ripresa. Tuttavia, l'indicatore del ciclo economico basato sul PIL in termini reali segnala ancora che l'*output gap* verrà riassorbito più rapidamente di quanto indicato dalle stime delle istituzioni internazionali.

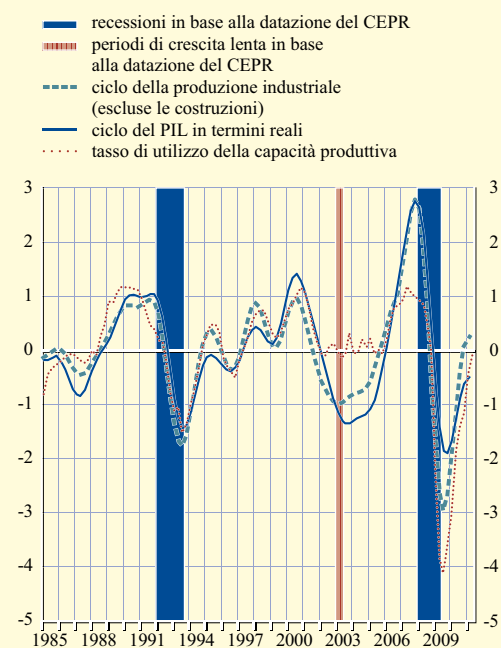
Nel complesso, dopo la crisi finanziaria c'è stata notevole incertezza riguardo le dimensioni dell'*output gap*. Secondo diversi indicatori del ciclo economico l'*output gap* potrebbe essere lievemente meno negativo di quanto ipotizzato dalle istituzioni internazionali ed essere riassorbito più rapidamente di quanto suggeriscano alcune stime. Ciò potrebbe essere dovuto a una sovrastima del prodotto potenziale: se durante la crisi è cresciuto a tassi ancor più bassi di quanto previsto attualmente, l'*output gap* sarebbe più contenuto e verrebbe riassorbito più rapidamente⁵⁾.

4) Per informazioni più approfondite, cfr. il riquadro *La misurazione e le previsioni relative al ciclo economico dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino, che descrive l'indicatore anticipatore a livello dell'area dell'euro (ALI). Cfr. anche le osservazioni metodologiche relative agli indicatori anticipatori compositi dell'OCSE, costruiti in modo analogo all'ALI. Tali osservazioni definiscono le fasi del ciclo economico a seconda che l'*output gap* sia positivo o negativo, si stia riducendo o ampliando (cfr. il sito OCSE <http://www.oecd.org>).

5) Cfr. i riferimenti citati nella nota a piè di pagina 1.

Figura C Indicatori del ciclo economico dell'area dell'euro e tasso di utilizzo della capacità produttiva

(deviazione percentuale dal trend standardizzata; livello dell'indice)



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

Note: gli indicatori del ciclo economico sono ottenuti applicando un filtro *band pass* unilaterale e si estendono al primo trimestre 2011, mentre il tasso di utilizzo della capacità produttiva è disponibile fino ad aprile 2011. Le recessioni e i periodi di crescita indicati sono basati sulla datazione del Centre for Economic Policy Research (CEPR). I dati sono stati standardizzati sull'intero periodo del campione.

Se l'*output gap* venisse riassorbito prima del previsto, ne conseguirebbe che le spinte inflative potrebbero superare le aspettative correnti, tenendo presente peraltro che in base alle evidenze empiriche gli effetti delle variazioni dell'*output gap* sull'inflazione nell'area dell'euro sono relativamente contenuti⁶⁾. Nel complesso, quindi, questa analisi indica l'esistenza di possibili rischi al rialzo per le attuali previsioni di inflazione.

6) Cfr. anche il riquadro *L'inflazione nell'area dell'euro e gli Stati Uniti: una valutazione basata sulla curva di Phillips* nel numero di questo mese del Bollettino e il riquadro sulle curve di Phillips nell'area dell'euro nell'articolo *Tendenze del prodotto potenziale* nel numero di gennaio 2011 di questo Bollettino.

CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Negli ultimi trimestri i consumi delle amministrazioni pubbliche sono cresciuti moderatamente per effetto delle iniziative di riequilibrio dei conti pubblici poste in atto in vari paesi. Tuttavia, i dati trimestrali di finanza pubblica generalmente tendono a essere piuttosto volatili e spesso vengono rivisti nelle successive pubblicazioni. L'aumento dello 0,8 per cento dei consumi pubblici reali nel primo trimestre del 2011 è infatti riconducibile a fattori di natura temporanea e variabile.

Ai fini di valutare i fattori sottostanti l'andamento dei consumi pubblici in termini reali, se ne esamina l'evoluzione in termini nominali per condurre un'analisi disaggregata delle singole voci. I consumi pubblici in termini nominali sono cresciuti dell'1,4 per cento nel primo trimestre del 2011 in termini congiunturali. Riguardo alle singole voci, il contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici (che influisce sui consumi reali attraverso la produttività stimata e su quelli nominali attraverso il deflatore dei consumi pubblici) ha esercitato un marcato effetto frenante sui consumi nominali. Il contenimento delle retribuzioni, che costituiscono circa la metà dei consumi delle amministrazioni pubbliche, è dovuto a una riduzione sia dei salari sia del numero di occupati in alcuni paesi. La spesa per i consumi intermedi (pari a circa un quarto di quella totale) è in calo a seguito delle iniziative poste in atto per riequilibrare i conti pubblici. Questa voce tuttavia è stata particolarmente volatile negli ultimi trimestri ed è aumentata, in contrasto con la tendenza generale, sia nell'ultimo trimestre del 2010 sia nel primo del 2011. I trasferimenti sociali in natura, pari a circa un quarto dei consumi pubblici, sono andati crescendo più in linea con le medie storiche, riflettendo l'evoluzione di voci quali la spesa sanitaria, che seguono dinamiche per certi versi autonome. Le restanti componenti dei consumi delle amministrazioni pubbliche, come il consumo di capitale fisso, sono relativamente esigue e non hanno influito sensibilmente sul profilo complessivo dei consumi pubblici negli ultimi trimestri.

In prospettiva, nei prossimi trimestri il contributo dei consumi delle amministrazioni pubbliche alla domanda interna dovrebbe restare modesto, per effetto di ulteriori misure di risanamento attese in vari paesi dell'area dell'euro.

SCORTE

Dopo il consistente ridimensionamento delle scorte che ha caratterizzato la recente recessione del 2008-2009, ci si attende che le giacenze di magazzino continuino a sostenere in misura limitata la ripresa nella prima metà del 2011. La percezione generale è che il livello delle scorte sia piuttosto basso, per cui si avverte la necessità di ricostituirle in maniera selettiva.

Dopo il fallimento di Lehman Brothers, le imprese dell'area dell'euro, a fronte del rapido deteriorarsi delle prospettive per la domanda e dell'inasprirsi delle condizioni di finanziamento, hanno avviato un rapido processo di decumulo delle scorte che ha toccato un massimo a metà del 2009 e ha accompagnato e accentuato il calo della produzione dell'area dell'euro in quel periodo. Dopo aver raggiunto un ritmo assai elevato a metà del 2009, il decumulo delle scorte è diminuito gra-

dualmente, sulla scia del progressivo miglioramento delle attese sulla domanda e delle condizioni di finanziamento più favorevoli. Le variazioni delle scorte, pertanto, hanno contribuito in misura significativa alla crescita del PIL sul trimestre precedente tra la metà del 2009 e la metà del 2010. La fase di decumulo si sarebbe sostanzialmente esaurita a metà del 2010 e successivamente le scorte hanno teso a contribuire in misura minore e più irregolare alla crescita del PIL. Tuttavia, va usata cautela nell'interpretare gli andamenti trimestrali di tali contributi, in quanto la stima delle scorte nei conti nazionali è caratterizzata da incertezza statistica ed è soggetta a revisioni.

Passando agli indicatori congiunturali, dopo una certa stabilizzazione nell'estate del 2010, è iniziata alla fine dello scorso anno una fase di ricostituzione delle scorte sia nel settore manifatturiero sia in quello delle vendite al dettaglio. Inoltre, la più recente indagine sul credito bancario (che riporta le valutazioni delle banche circa la domanda di prestiti espressa dai prenditori di fondi) indica un maggiore fabbisogno di finanziamento per il capitale circolante, compatibile con la ricostituzione delle scorte. Anche le indagini presso le imprese continuano a segnalare la percezione che il livello delle scorte di prodotti finiti sia molto basso nel settore manifatturiero. I riscontri aneddotici suggeriscono che all'inizio del 2011 diverse imprese hanno dovuto far fronte alle carenze di alcuni *input*, sulla scia dell'accelerazione dell'attività a livello mondiale. Tale fenomeno si è acuito rapidamente dopo il disastro naturale che ha colpito il Giappone. Sebbene tale disastro abbia determinato notevole incertezza sul lato dell'offerta, con aspettative di interruzioni della filiera produttiva potenzialmente significative, le evidenze più recenti suggeriscono che la flessibilità del sistema di produzione e distribuzione ha contribuito a limitare in parte tale rischio. È probabile che il decumulo involontario delle scorte di alcune componenti principali, a seguito di tali interruzioni nel secondo trimestre del 2011, sia nel complesso esiguo e segni un'inversione di tendenza già nella seconda metà dell'anno, con la ripresa dell'offerta in Giappone, consentendo la ricostituzione di tali scorte dopo la fase di decumulo.

In prospettiva, è plausibile che vi sia un ulteriore limitato accumulo delle giacenze di magazzino, in un contesto caratterizzato dai bassi livelli delle scorte, dal continuo miglioramento delle condizioni della domanda e dalle attese di ulteriori rincari.

COMMERCIO ESTERO

Dopo essere calato nella seconda metà del 2010, il commercio dell'area dell'euro ha mostrato segni di ripresa verso la fine dell'anno. In base ai dati disponibili sui volumi commerciali nel primo trimestre del 2011, sia le importazioni sia le esportazioni di beni hanno continuato a crescere nel primo trimestre, rispettivamente dell'1,9 e dell'1,8 per cento, pertanto il contributo dell'interscambio netto alla crescita del PIL è stato nullo. Nello stesso periodo i volumi di commercio nell'area dell'euro hanno registrato una lieve accelerazione.

I dati di commercio estero in valore per i beni e servizi, disponibili fino a marzo, indicano che i tassi di crescita dell'interscambio dell'area dell'euro hanno evidenziato un recupero nel primo trimestre dell'anno (per maggiori dettagli sugli andamenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro cfr. il riquadro *Andamenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino a marzo 2011*). In termini di valore, nel primo trimestre del 2011 le esportazioni e le importazioni di beni e servizi sono cresciute rispettivamente del 5,3 e del 5,8 per cento, a fronte del 2,7 e del 4,0 per cento nel trimestre precedente. Nel complesso, l'espansione delle esportazioni all'esterno dell'area nel primo trimestre del 2011 è stata sostenuta ancora dalla domanda estera, in particolar modo proveniente dall'Asia (specie dalla Cina) e da alcuni Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (cfr. figura 53). Sempre nel primo trimestre sono cresciute anche le esportazioni verso le economie sviluppate, in particolare gli Stati Uniti. I dati, tuttavia, mostrano che l'aumento del valore delle esportazioni è stato trainato anche dal contemporaneo rialzo dei loro prezzi. La scomposizione nelle categorie di prodotti

segnala una ripresa nel valore delle esportazioni di beni intermedi e di consumo.

Allo stesso tempo, il valore delle importazioni ha risentito soprattutto dell'andamento dei prezzi all'importazione, che sono aumentati sensibilmente nei primi mesi del 2011 soprattutto a causa dei rincari delle materie prime. Dal lato reale dell'economia, la crescita dei volumi di importazioni dell'area dell'euro è riconducibile principalmente all'incremento della domanda interna ed è anche in linea con l'aumento della produzione industriale rispetto al suo livello nell'ultimo trimestre del 2010. Queste tendenze sono state osservate per quanto concerne i beni intermedi e di investimento, che hanno registrato tassi di crescita elevati agli inizi del trimestre.

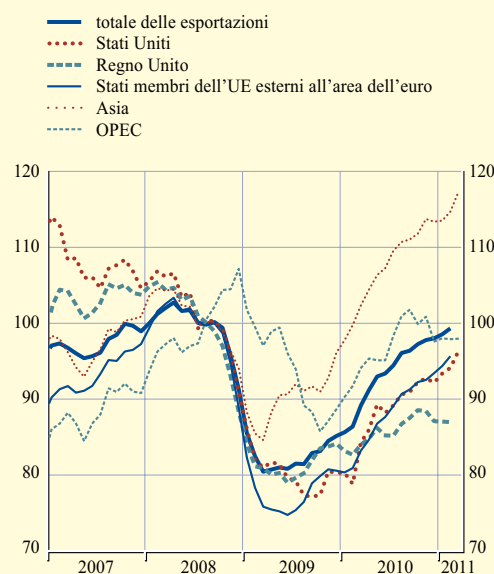
Passando all'interscambio di servizi, la crescita delle esportazioni nel primo trimestre del 2011 è rimasta piuttosto contenuta, allo 0,8 per cento sul periodo precedente, mentre il livello delle importazioni si è mantenuto sostanzialmente invariato. È probabile che la modesta crescita delle esportazioni di servizi sia connessa al calo della domanda di importazioni degli stessi dagli Stati Uniti e dal Regno Unito. Queste due economie, che sono tra le principali aree geografiche di destinazione delle esportazioni di servizi all'esterno dell'area, hanno registrato nello stesso periodo una crescita negativa della domanda di importazioni di servizi²⁾.

Nell'ambito della vigorosa espansione mondiale dell'attività, nonostante il recente rallentamento, le esportazioni dell'area dovrebbero continuare a crescere a un ritmo sostenuto nel breve periodo. Ciò concorda altresì con l'evidenza disponibile desunta dalle indagini. L'indicatore PMI per i nuovi ordini esteri ricevuti dal settore manifatturiero dell'area dell'euro è rimasto in maggio al di sopra della soglia di espansione/contrazione di 50 e, pur essendo in calo da febbraio, segnala un'ulteriore espansione delle esportazioni all'esterno dell'area nel secondo trimestre del 2011.

2) Per la scomposizione geografica dell'interscambio di servizi con l'esterno dell'area cfr. la tavola A nel riquadro *L'interscambio di servizi dell'area dell'euro: profili di specializzazione e tendenze recenti* nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino.

Figura 53 Valore delle esportazioni verso alcuni partner commerciali esterni all'area dell'euro

(indice: 3° trim. 2008=100; dati destagionalizzati; medie mobili su tre mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: le osservazioni più recenti si riferiscono a marzo 2011, tranne che per il totale, il Regno Unito e i paesi membri UE esterni all'area dell'euro (febbraio 2011). L'aggregato relativo agli Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro non comprende Danimarca, Svezia e Regno Unito.

Riquadro 6

ANDAMENTI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO FINO A MARZO 2011

Questo riquadro analizza l'evoluzione della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro nel primo trimestre del 2011. Nei dodici mesi fino a marzo 2011 il disavanzo corrente dell'area dell'euro è notevolmente aumentato rispetto allo stesso periodo di un anno prima, salendo a 52,2 miliardi

di euro (circa lo 0,6 per cento del PIL dell'area). Nel conto finanziario gli investimenti diretti e di portafoglio hanno registrato nel loro insieme afflussi netti cumulati per 219,0 miliardi, contro i 133,1 miliardi del precedente periodo di dodici mesi.

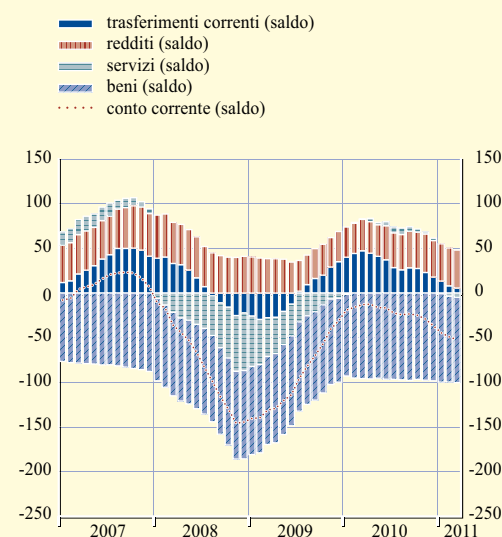
Il disavanzo corrente si è ampliato nei dodici mesi fino a marzo 2011

L'interscambio di beni e servizi con l'esterno dell'area dell'euro ha evidenziato una forte crescita nel primo trimestre di quest'anno, dopo il moderato andamento registrato nella seconda metà del 2010. Ciò ha riflesso in particolare un'ulteriore accelerazione sia delle esportazioni sia delle importazioni di beni, ancora sostenute dalla perdurante e robusta espansione dell'attività economica a livello mondiale e dell'area dell'euro. Anche l'andamento dei prezzi ha contribuito all'aumento in valore dell'interscambio di beni. Negli ultimi mesi, l'ascesa dei prezzi delle importazioni utilizzate nella produzione delle esportazioni dell'area dell'euro sembra avere sospinto verso l'alto i prezzi di queste ultime. Per quanto riguarda i servizi, la dinamica dei valori delle esportazioni e delle importazioni si è mantenuta modesta (cfr. il testo principale sul commercio estero).

Nei dodici mesi fino a marzo 2011 il disavanzo del conto corrente è salito a 52,2 miliardi di euro (circa lo 0,6 per cento del PIL dell'area), dai 13,0 miliardi del periodo corrispondente di un anno prima (cfr. la tavola e la figura A). Ciò rispecchia il peggioramento del saldo dei beni e – in misura minore – di quello dei redditi, in parte compensato dal miglioramento nel conto dei servizi. Il saldo dei trasferimenti correnti è rimasto invariato. In particolare, il minore avanzo nei beni è parzialmente riconducibile all'aumento del prezzo del petrolio osservato nell'anno, che ha concorso a far salire il disavanzo petrolifero a 190,6 miliardi di euro nei dodici mesi fino a febbraio 2011, ben al di sopra dei 143,1 miliardi di un anno prima. Infine, l'avanzo nei servizi ha continuato a crescere nei dodici mesi fino a marzo 2011: in questo periodo sia le importazioni sia le esportazioni sono tornate a registrare tassi di variazione positivi rispetto a un anno prima, rispecchiando gli andamenti del commercio mondiale e la robusta ripresa economica.

Figura A Principali componenti del conto corrente

(miliardi di euro; flussi cumulati su dodici mesi; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: BCE.

Il conto finanziario è tornato a registrare afflussi netti nel primo trimestre del 2011

Il saldo del conto finanziario ha registrato afflussi netti nel primo trimestre del 2011, contro deflussi netti nel periodo precedente, riflettendo principalmente il pronunciato aumento dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio (cfr. la tavola).

Nel primo trimestre l'incremento degli afflussi netti per titoli di debito, in particolare strumenti del mercato monetario, ha costituito la determinante principale dell'andamento degli investimenti di portafoglio. Gli acquisti in prodotti del mercato monetario emessi da residenti dell'area dell'eu-

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

(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	2011 feb.	2011 mar.	dati cumulati sui tre mesi				dati cumulati sui 12 mesi terminati nel	
			2010 giu.	2010 set.	2010 dic.	2011 mar.	2010 mar.	2011 mar.
<i>Miliardi di euro</i>								
Conto corrente	-6,5	-4,7	-11,2	-8,2	-16,0	-16,8	-13,0	-52,2
Beni	-1,9	0,8	3,3	5,2	0,0	-2,9	47,4	5,6
Esportazioni	146,9	146,2	388,1	395,6	408,8	436,5	1.341,6	1.629,0
Importazioni	148,8	145,4	384,8	390,3	408,8	439,4	1.294,2	1.623,4
Servizi	3,6	3,8	9,6	11,0	10,3	11,5	35,2	42,5
Esportazioni	42,9	44,1	128,8	129,7	130,8	131,8	477,4	521,1
Importazioni	39,4	40,3	119,1	118,7	120,4	120,3	442,2	478,6
Redditi	-0,1	-0,3	1,0	-0,6	-4,1	-1,1	0,2	-4,7
Trasferimenti correnti	-8,0	-8,9	-25,1	-23,9	-22,3	-24,3	-95,7	-95,6
Conto finanziario¹⁾	7,4	2,6	25,4	3,9	-10,9	28,3	-14,6	46,6
Investimenti diretti e di portafoglio netti	75,3	70,4	63,9	-47,8	68,9	134,0	133,1	219,0
Investimenti diretti netti	-22,0	-6,6	-29,8	-30,8	27,2	-22,2	-94,8	-55,6
Investimenti di portafoglio netti	97,3	77,0	93,7	-17,1	41,6	156,2	227,9	274,5
Azioni	32,2	29,1	26,7	29,1	34,3	76,5	58,9	166,6
Strumenti di debito	65,1	47,9	67,0	-46,1	7,4	79,8	168,9	107,9
Obbligazioni e note	28,1	41,1	75,9	-97,1	33,1	32,7	24,9	44,6
Strumenti del mercato monetario	37,0	6,8	-8,9	50,9	-25,8	47,1	144,1	63,3
Altri investimenti netti	-66,6	-62,5	-41,4	54,3	-79,2	-90,7	-169,8	-157,0
<i>Variazioni percentuali sul periodo precedente</i>								
Beni e servizi								
Esportazioni	0,8	0,3	5,9	1,6	2,7	5,3	-9,4	18,2
Importazioni	1,2	-1,3	7,5	1,0	4,0	5,8	-13,0	21,1
Beni								
Esportazioni	2,4	-0,5	6,7	1,9	3,3	6,8	-10,6	21,4
Importazioni	2,4	-2,3	8,6	1,4	4,7	7,5	-15,3	25,4
Servizi								
Esportazioni	-4,2	2,7	3,6	0,7	0,8	0,8	-5,7	9,2
Importazioni	-3,0	2,5	4,1	-0,4	1,5	-0,1	-5,4	8,2

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali sono da attribuire ad arrotondamenti.

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

ro da parte dei non residenti hanno infatti registrato una ripresa significativa, particolarmente evidente nel settore bancario. Ciò è in linea con la crescita complessiva delle emissioni di strumenti del mercato monetario da parte delle banche dell'area nel primo trimestre, segnalando probabili migliori condizioni di finanziamento. Al tempo stesso i deflussi, registrati nell'ultimo trimestre del 2010, per strumenti del mercato monetario da parte dei settori non bancari si sono arrestati.

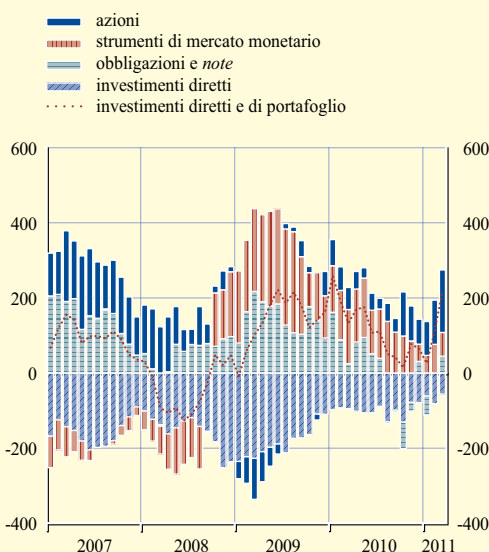
Anche gli afflussi netti per investimenti in titoli azionari sono aumentati nel primo trimestre. In particolare, gli investitori dell'area dell'euro hanno lievemente ridimensionato gli acquisti di titoli azionari esteri, verosimilmente in connessione a fasi di maggiore incertezza e volatilità nelle borse mondiali. Dal lato delle passività, gli investimenti in azioni dell'area da parte di soggetti esteri sono rimasti sostanzialmente stabili. In particolare, nel primo trimestre si sono registrati flussi in entrata per investimenti in titoli azionari emessi dalle banche dell'area dell'euro, contro flussi in uscita nel periodo precedente, riflettendo probabilmente gli sforzi compiuti dalle istituzioni creditizie per raccogliere fondi e rafforzare i propri bilanci.

Il conto degli investimenti diretti è tornato a registrare deflussi netti nel primo trimestre, riconducibili soprattutto ai maggiori investimenti all'estero in capitali azionari da parte dei residenti dell'area. Ciò potrebbe essere connesso al miglioramento delle prospettive di investimento a lungo termine, sulla scia di annunci di utili superiori alle attese e di aspettative più favorevoli per l'economia mondiale.

In termini di dinamiche di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a marzo 2011 gli afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono aumentati notevolmente, a 219,0 miliardi di euro (dai 133,1 di un anno prima). Tale crescita è dovuta principalmente ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, in particolare in titoli azionari (cfr. la tavola e la figura B), riconducibili non solo all'espansione degli investimenti esteri in azioni e fondi emessi nell'area ma anche all'andamento piuttosto modesto di quelli dell'area verso l'estero. Quest'ultimo riflette i menzionati sviluppi del primo trimestre del 2011 e il processo di rimpatrio di fondi da parte dei residenti dell'area nel secondo trimestre del 2010, in presenza di valori borsistici volatili e in calo. Al tempo stesso, nei dodici mesi fino a marzo 2011 gli afflussi netti per titoli di debito sono diminuiti, soprattutto a causa dei minori acquisti di strumenti del mercato monetario dell'area da parte degli investitori esteri. Negli "altri investimenti", che comprendono soprattutto depositi e prestiti, i deflussi netti sono rimasti sostanzialmente invariati. Un esame più dettagliato di questi andamenti rivela che tali flussi netti in uscita costituiscono la risultante sia di investimenti netti dei residenti dell'area in attività estere sia di vendite nette di attività dell'area da parte dei non residenti. Gli investitori esteri hanno ridotto i depositi presso le banche dell'area e i prestiti ai settori non bancari, con esclusione delle amministrazioni pubbliche.

Figura B Principali componenti del conto finanziario

(miliardi di euro; flussi cumulati netti sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: BCE.

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

Esaminando il lato della produzione nella contabilità nazionale, dopo la fine della recessione il valore aggiunto totale ha segnato complessivamente una ripresa nel secondo trimestre del 2009, pur mostrando marcate differenze tra i vari settori. Il rialzo è stato più elevato nel settore industriale (al netto delle costruzioni), che aveva registrato anche il calo più consistente, benché il valore aggiunto nell'industria sia ancora al di sotto del suo livello precedente la crisi. Tuttavia, il valore aggiunto nei servizi è tornato sul livello prima della recessione, anche se il recupero è stato più modesto rispetto al settore manifatturiero. Il valore aggiunto nel settore delle costruzioni è diminuito ulteriormente nel periodo successivo alla recessione. Guardando agli sviluppi più recenti, la crescita del valore aggiunto ha recuperato slancio nel primo trimestre del 2011, ma gli indicatori di breve periodo segnalano un rallentamento dell'espansione nel secondo trimestre dell'anno.

Le condizioni del mercato del lavoro nell'area dell'euro hanno cominciato a migliorare (cfr. la sezione sul mercato del lavoro). Dopo il forte deterioramento del 2009, la crescita dell'occupazione è stata positiva nel quarto trimestre del 2010, benché il numero di occupati sia diminuito ancora nei primi mesi del 2011.

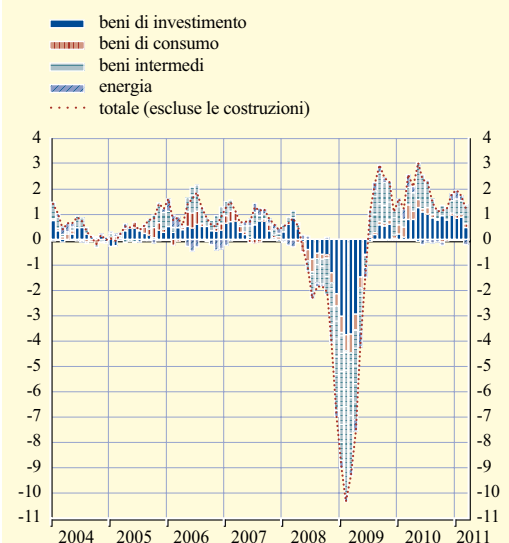
PRODOTTO PER SETTORE

La ripresa del valore aggiunto totale, che si era significativamente rafforzata nella prima metà del 2010 (con una crescita trimestrale media dello 0,7 per cento), ha rallentato nella seconda metà dell'anno, passando a tassi di variazione trimestrale dello 0,3 per cento nel terzo e nel quarto trimestre del 2010, per poi risalire allo 0,8 nel primo trimestre del 2011.

L'indebolimento della crescita del valore aggiunto totale è in larga misura ascrivibile al significativo rallentamento del valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni), sceso dal tasso trimestrale medio del 2,2 per cento allo 0,9, per poi salire all'1,9 per cento nel primo trimestre di quest'anno. Nello stesso periodo la produzione ha continuato ad aumentare ma, a differenza del valore aggiunto nell'industria, a un ritmo inferiore rispetto al trimestre precedente (cfr. figura 54). Il rallentamento della crescita ha rispecchiato principalmente l'andamento della componente energetica, che nel primo trimestre ha contribuito negativamente all'incremento della produzione industriale, dopo il notevole aumento registrato nello scorcio del 2010. I settori dei beni intermedi e di investimento hanno fornito il contributo positivo più consistente alla crescita. I dati dell'indagine della Commissione europea indicano che i vincoli alla produzione sono aumentati lievemente nei tre mesi fino ad aprile. Tale aumento è connesso a un ulteriore inasprimento dei vincoli dal lato dell'offerta, mentre i vincoli alla produzione legati dall'insufficienza della domanda si sono ulteriormente attenuati. In particolare, i limiti dovuti a mancanza di attrezzature hanno raggiunto il massimo storico, mentre quelli riconducibili a una carenza di forze lavoro sono rimasti per il secondo trimestre consecutivo al di sopra del livello medio di lungo termine. Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che l'espansione nel settore industriale si è protratta nel secondo trimestre del 2011, benché a un ritmo più contenuto. L'indice PMI per il settore manifatturiero è diminuito nei primi due mesi del secondo trimestre, pur continuando a segnalare una crescita della produzione manifatturiera. Un quadro analogo si ricava dall'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nell'industria, diminuito rispetto al primo trimestre ma rimasto ben al di sopra della sua media storica (cfr. figura 55). I nuovi ordini industriali, che dovrebbero successivamente trasformarsi in produzione, sono aumentati ancora nel primo trimestre del 2011 rispetto al periodo precedente; inoltre, secondo l'indagine della Commissione europea, le aspettative delle imprese sugli ordini nei prossimi tre mesi sono rimaste su livelli elevati in aprile, dopo aver toccato il massimo storico in gennaio.

Figura 54 Crescita della produzione industriale e contributi

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



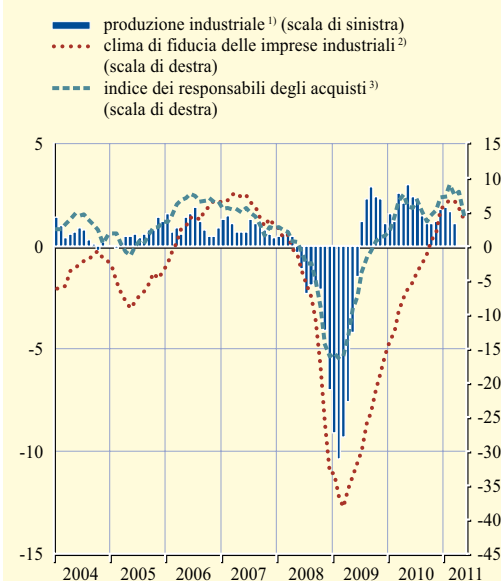
Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: I dati riportati sono calcolati come variazioni di medie mobili di tre mesi rispetto all'analoga media dei tre mesi precedenti.

Nell'ultimo trimestre del 2010 il settore delle costruzioni ha contribuito negativamente alla crescita del valore aggiunto totale, in parte a causa del clima insolitamente rigido in dicembre, confermando l'andamento debole nel complesso dello scorso anno. Nel primo trimestre del 2011 il settore delle costruzioni ha segnato un'inversione di tendenza, compensando in parte il calo di produzione dovuto alle avverse condizioni meteorologiche nel trimestre precedente, e ha contribuito positivamente (0,1 punti percentuali) alla crescita del valore aggiunto totale. Gli indicatori di breve periodo segnalano per il secondo trimestre un rallentamento della crescita del valore aggiunto nelle costruzioni. In aprile, l'indice PMI per il settore delle costruzioni è diminuito sensibilmente rispetto alla media del primo trimestre. Nello stesso mese sono aumentati ulteriormente i nuovi contratti stipulati dalle imprese di costruzioni nell'area dell'euro. Tuttavia, la crescita degli ordini è stata marginale e sensibilmente più lenta rispetto alla media del primo trimestre. L'indicatore della Commissione europea ha segnalato che il clima di fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni è migliorato lievemente nei primi due mesi del secondo trimestre, ma è ancora al di sotto del suo livello medio di lungo periodo.

Figura 55 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.
Nota: Tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Nel quarto trimestre del 2010 la crescita del valore aggiunto nei servizi è scesa allo 0,1 per cento, dopo aver registrato un incremento compreso tra lo 0,4 e lo 0,5 per cento nei tre trimestri precedenti. Il rallentamento della crescita è stato osservato principalmente nei settori del commercio e dei trasporti, dove l'attività ha risentito delle avverse condizioni meteorologiche in alcuni paesi dell'area. Anche la crescita dei servizi finanziari e di quelli alle imprese si è ridotta. Nel primo trimestre di quest'anno l'espansione del valore aggiunto nei servizi è aumentata allo 0,4 per cento. Tale accelerazione è riconducibile in larga misura a un sensibile incremento nel settore del commercio e dei servizi di trasporto. In prospettiva, le indagini suggeriscono che la crescita nel settore dei servizi si è protratta nei primi due mesi del secondo trimestre, benché a un ritmo più contenuto rispetto al primo trimestre del 2011. Secondo le indagini PMI, nei primi due mesi del secondo trimestre l'attività economica e le aspettative delle imprese per i mesi a venire sono lievemente diminuite rispetto al trimestre precedente, pur rimanendo al di sopra del valore medio delle rispettive serie dal 1998. Anche l'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia delle imprese dei servizi, che rispetto agli indicatori PMI ha mostrato una ripresa più graduale dopo la recessione, è diminuito in aprile e maggio, mantenendosi prossimo al suo livello medio di lungo periodo. Nel complesso, dopo il forte aumento della crescita nel primo trimestre dell'anno, i risultati delle indagini indicano che l'espansione del valore aggiunto è diminuita nel secondo trimestre.

MERCATO DEL LAVORO

Grazie al recupero della domanda, il mercato del lavoro dell'area dell'euro ha evidenziato segnali di graduale miglioramento nel 2010 e nei primi mesi del 2011. Un'ampia parte della correzione

dell'*input* totale di lavoro durante la recessione è avvenuta tramite una riduzione delle ore lavorate per addetto, piuttosto che mediante interventi sul numero di occupati, dal momento che le imprese hanno optato per una strategia di *labour hoarding* a fronte della drastica contrazione della domanda. Dopo la fine della recessione gran parte dell'accresciuta domanda è stata soddisfatta utilizzando la capacità di manodopera in eccesso presente all'interno delle imprese. Pertanto, i primi segnali di miglioramento sui mercati del lavoro hanno assunto la forma di una ravvivata crescita delle ore lavorate, gradualmente aumentate a partire dal secondo trimestre del 2009, laddove il numero di occupati è rimasto inizialmente pressoché stabile, evidenziando dinamiche positive solo nell'ultimo trimestre del 2010. Di conseguenza, nonostante la ripresa dell'attività, il tasso di disoccupazione è rimasto sostanzialmente stabile nel corso del 2010, per poi mostrare un lieve calo nel primo trimestre del 2011.

In particolare, nel quarto trimestre del 2010 le ore lavorate totali sono rimaste invariate, dopo quattro trimestri di crescita positiva. A livello settoriale si è registrata una diminuzione nelle costruzioni, confermando la debolezza del comparto e un lieve aumento nell'industria in senso stretto e nei servizi.

Nel quarto trimestre del 2010 l'occupazione è cresciuta dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo essere rimasta invariata nel terzo trimestre. L'aumento ha riguardato in particolare il settore dei servizi, in cui è stato pari allo 0,3 per cento, confermando la dinamica positiva già in atto nel terzo trimestre, mentre nelle costruzioni è proseguita la perdita di posti di lavoro, con un calo dello 0,9 per cento. I livelli occupazionali sono rimasti invariati nell'industria in senso stretto (cfr. tavola 9). Al di là dei dati ufficiali disponibili, le indagini sulle aspettative di occupazione suggeriscono che nel secondo trimestre del 2011 i posti di lavoro sono ulteriormente aumentati. L'indice PMI per le aspettative di occupazione nel settore manifatturiero e in quello dei servizi ha superato il valore di 50 in aprile e maggio, a indicare una crescita positiva dell'occupazione. Le indagini della Commissione europea sulle imprese hanno fornito un quadro simile (cfr. figura 56).

La ripresa della crescita della produzione dell'area dell'euro, unitamente ai miglioramenti più modesti dell'occupazione, ha determinato un incremento della produttività. Con l'aumento dell'occupazione e la stabilizzazione della crescita, tuttavia, la crescita della produttività dovrebbe diminuire. In effetti, gli ultimi dati disponibili, relativi al quarto trimestre del 2010, mostrano un'ulteriore moderata flessione della crescita della produttività sul periodo corrispondente (cfr. figura 57).

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

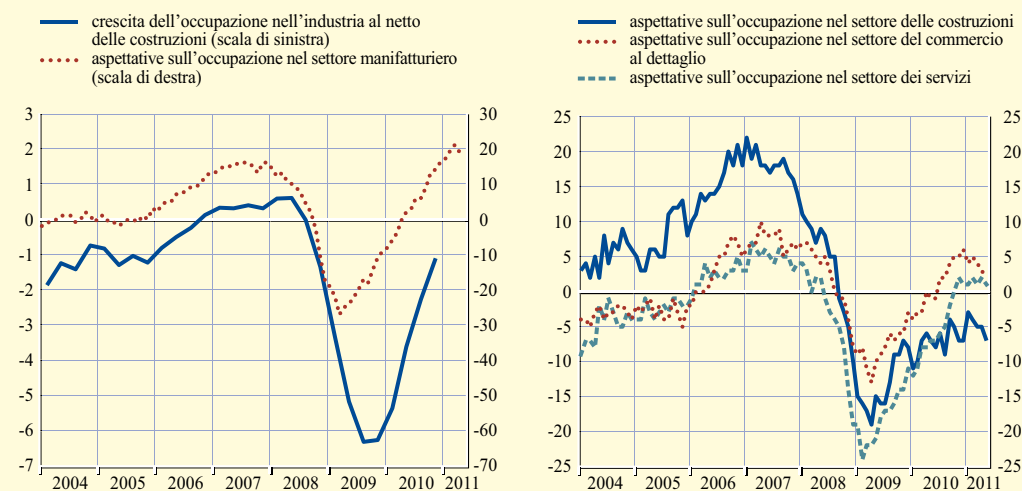
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2009	2010	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2009	2010	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.
Totale economia	-1,9	-0,5	0,1	0,0	0,2	-3,3	0,4	0,4	0,2	0,0
<i>di cui:</i>										
Agricoltura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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Figura 56 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

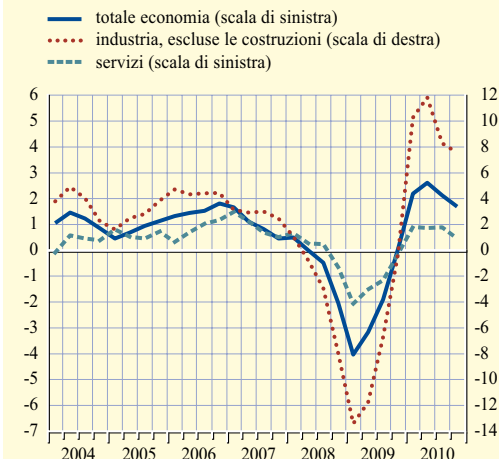


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
Note: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

La disoccupazione è aumentata notevolmente durante la recente recessione e successivamente per alcuni mesi, portandosi dal 7,3 per cento all'inizio del 2008 fino al valore massimo del 10,2 per cento a metà del 2010 (cfr. figura 58). Da allora, con il recupero dell'attività, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro è diminuito, collocandosi in media al 9,9 per cento nei primi quattro mesi del 2011. Il riquadro 7 esamina brevemente il rapporto tra le variazioni del prodotto e il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro.

Figura 57 Produttività del lavoro

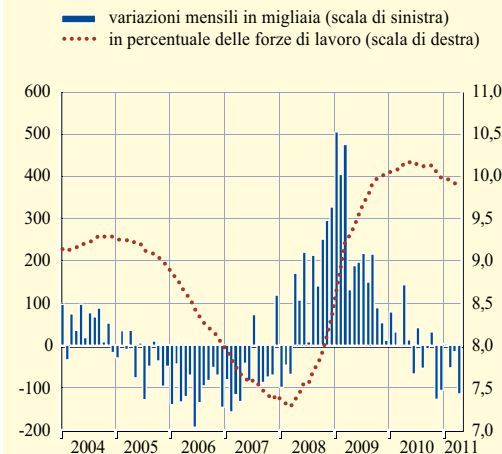
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 58 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

LA LEGGE DI OKUN E I RECENTI ANDAMENTI DEL PRODOTTO E DELLA DISOCCUPAZIONE NELL'AREA DELL'EURO

La disoccupazione dell'area dell'euro ha seguito una tendenza al ribasso dall'avvio dell'UEM fino alla primavera del 2008, scendendo progressivamente dal 9,9 per cento alla vigilia dell'unione monetaria fino a raggiungere, nel primo trimestre del 2008, il 7,2 per cento, il valore più basso degli ultimi 25 anni. A fronte del brusco calo del prodotto dell'area dell'euro nel corso della successiva recessione (in cui si è registrata una flessione, dal punto massimo a quello minimo, pari a 4,4 punti percentuali), la disoccupazione ha iniziato ad aumentare, registrando un incremento di 2,8 punti percentuali per poi stabilizzarsi nella seconda metà del 2010. Dati i crescenti segnali di miglioramento del mercato del lavoro nel complesso dell'area dell'euro, registrati a partire da tale data, il presente riquadro riesamina la relazione tra variazioni del prodotto e della disoccupazione. Dai risultati dell'analisi si evince che, dopo una significativa deviazione dall'andamento tendenziale di lungo periodo, protrattasi per svariati trimestri, la dinamica della disoccupazione aggregata sembra convergere verso profili più tipici di risposta alle variazioni del prodotto, sebbene permangano marcate differenze tra i paesi dell'area dell'euro.

La legge di Okun nell'area dell'euro

La relazione tra variazioni contestuali della crescita economica e della disoccupazione è ampiamente documentata in letteratura ed è comunemente nota come “legge di Okun”. Secondo quest'ultima, che in realtà è più una regolarità empirica che una relazione fondata su una teoria, un calo della crescita del prodotto del 2-3 per cento si associa a un incremento di un punto percentuale del tasso aggregato di disoccupazione¹⁾.

Sulla base di dati trimestrali, nella figura A, le variazioni percentuali sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione sono messe in relazione con le corrispondenti variazioni del tasso di crescita del PIL nell'area dell'euro, a partire dall'avvio dell'UEM, nel 1999, fino a tutto il primo trimestre del 2011 (cfr. i punti nella figura A). Come illustra l'inclinazione della linea tendenziale blu in grassetto, i dati suggeriscono che, dall'avvio dell'UEM fino all'inizio della recessione (ossia dal primo trimestre del 1999 fino al primo trimestre del 2008 compreso¹⁾), l'aumento di un punto percentuale (o, all'opposto, il calo di un punto percentuale) della crescita del PIL dell'area dell'euro è stato associato a una corrispondente riduzione di 0,4 punti percentuali (rispettivamente a un incremento di 0,4 punti percentuali) del tasso di disoccupazione dell'area dell'euro³⁾.

Nel corso della recessione (indicata dai punti rossi nella figura A), il diffuso mantenimento dei livelli occupazionali e il ricorso massiccio alle “misure anticrisi” in vari paesi dell'area dell'eu-

- 1) Cfr. Okun, A.M., “Potential GNP: Its Measurement and Significance”, *Proceedings of the Business and Economic Statistics Section*, American Statistical Association, 1962, pagg. 98-104.
- 2) Una recessione è definita in termini di calo del PIL sul trimestre precedente. In quanto tale, la recessione dell'area dell'euro è durata dal secondo trimestre del 2008 fino al secondo trimestre del 2009 compreso.
- 3) Una semplice regressione con i minimi quadrati ordinari (OLS) quantifica la relazione $\Delta U = -0,40 \Delta GDP (9,4) + 0,64 (5,8)$, dove ΔU rappresenta la variazione assoluta in punti percentuali sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione armonizzato nell'area dell'euro e ΔGDP misura la variazione percentuale sul periodo corrispondente del PIL; i dati statistici t sono inclusi fra parentesi; $R^2 = 0,71$ in base a 37 osservazioni effettuate tra il primo trimestre del 1999 e il primo trimestre del 2008 compresi. Queste stime del parametro differiscono lievemente da quelle riportate nel riquadro *Legame fra prodotto e disoccupazione nell'area dell'euro*, pubblicato nel numero di ottobre 2009 di questo Bollettino, a causa di revisioni dei dati e dell'inclusione dell'Estonia nell'aggregato dell'area dell'euro.

ro hanno indotto una certa distorsione della relazione tra le variazioni del prodotto e della disoccupazione, riducendo il “coefficiente di Okun” a circa 0,3 punti percentuali (cfr. la linea tendenziale rossa tratteggiata nella figura A, che estende la relazione al primo trimestre del 2011). Questa minore reattività era ampiamente prevedibile, a causa dei programmi di lavoro a orario ridotto largamente utilizzati in molti paesi dell’area dell’euro proprio allo scopo di mantenere stabile il livello occupazionale e contenere il tasso delle perdite di posti di lavoro.

Questa minore reattività iniziale della disoccupazione alle variazioni del prodotto avrebbe di recente subito una sostanziale inversione (cfr. la progressione dei punti pieni blu nella figura A, che indicano i dati successivi pubblicati dall’inizio della ripresa del PIL dell’area dell’euro). L’aumento del tasso di disoccupazione agli inizi del 2010 può essere considerato, in parte, una reazione ritardata alla minore reattività osservata al culmine della recessione. Dalla seconda metà del 2010, tuttavia, l’andamento della disoccupazione avrebbe mostrato di convergere verso la precedente relazione con il PIL poiché le rilevazioni più recenti sono solo lievemente superiori alla linea tendenziale.

Andamenti a livello di paese

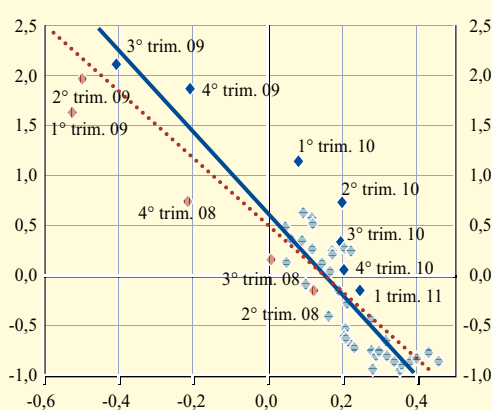
La figura B riporta le perdite percentuali cumulate di prodotto ed il corrispondente aumento del tasso di disoccupazione per il totale dell’area dell’euro e per i paesi membri dall’inizio della recessione. È forse prematuro trarre conclusioni definitive, non da ultimo in considerazione delle differenze di velocità tra i paesi dell’area dell’euro nell’adeguamento della disoccupazione. Tuttavia, vi sono evidenti differenze tra le reazioni della disoccupazione dei mercati del lavoro nazionali alla recessione nelle rispettive economie.

Molti paesi dell’area dell’euro (in particolare la Germania, Malta, il Lussemburgo e i Paesi Bassi) avrebbero recuperato piuttosto rapidamente le brusche contrazioni del PIL, dando luogo ad aumenti della disoccupazione solo modesti o di breve durata. In Germania, nonostante una contrazione del PIL inizialmente brusca e marcata, una vigorosa ripresa ha determinato un calo del tasso di disoccupazione a livelli inferiori a quelli pre-crisi. Per contro, altre economie hanno registrato un incremento della disoccupazione decisamente sproporzionato, sia rispetto all’entità delle rispettive perdite di PIL (in particolare la Spagna, Cipro e la Slovacchia) sia in confronto alla media dell’area dell’euro (in particolare l’Estonia, l’Irlanda e la Grecia). Per l’area dell’euro nel suo complesso, il PIL nel primo trimestre del 2011 era ancora inferiore del 2,1 per cento circa ai valori prima della crisi e il tasso di disoccupazione era superiore di 2,6 punti percentuali.

Figura A Variazioni del PIL e del tasso di disoccupazione nell’area dell’euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; punti percentuali; dati trimestrali)

asse x: variazioni percentuali sul periodo corrispondente del PIL dell’area dell’euro
asse y: variazioni percentuali sul periodo corrispondente del tasso di disoccupazione dell’area dell’euro



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Note: i dati del PIL sono destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative; il tasso di disoccupazione è destagionalizzato.

Osservazioni conclusive

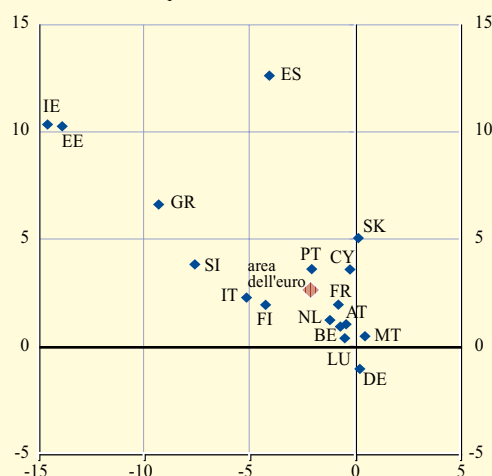
Molte sono le possibili spiegazioni per dar conto dell'eterogeneità osservata tra i paesi. Le differenze di composizione settoriale dell'occupazione svolgono senza dubbio un ruolo importante: infatti, il rapido ridimensionamento verificatosi nel settore delle costruzioni, un tempo in rapida crescita, concorre a spiegare molte drastiche variazioni della disoccupazione rilevate in Estonia, Irlanda, Spagna, Slovacchia e, in misura minore, in Slovenia e Finlandia⁴⁾. Tuttavia, anche le politiche e le istituzioni specifiche di ciascun mercato del lavoro nazionale incidono sulla velocità di aggiustamento dello stesso. Le differenze nel numero di contratti a tempo indeterminato e determinato, nonché la diversità nelle politiche tese a contrastare le oscillazioni temporanee del prodotto (programmi di lavoro a orario ridotto finanziati dallo Stato, esenzioni dai contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro, ecc.) hanno chiaramente influito sulla velocità e sulla portata dell'aggiustamento dei mercati del lavoro nei vari paesi. È probabile che occorra tempo perché i mercati del lavoro dell'area dell'euro assorbano l'ingente numero di lavoratori licenziati nel corso della recessione. Questo processo può essere favorito da riforme della legislazione in materia di tutela dei lavoratori, volte a incoraggiare le imprese ad assumere, da riforme dei regimi fiscali e previdenziali che migliorino gli incentivi al lavoro, nonché da ulteriori sforzi per accrescere la flessibilità nella contrattazione salariale, per far sì che meglio rifletta le condizioni locali del mercato del lavoro.

4) Cfr. anche l'articolo *Ripercussioni della recessione sui mercati del lavoro nell'area dell'euro* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino.

Figura B Variazioni cumulate del PIL e della disoccupazione dall'inizio della recessione

(variazioni percentuali; punti percentuali)

asse x: variazioni percentuali del PIL
asse y: variazioni in punti percentuali del tasso di disoccupazione



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: tutti i dati sono calcolati dai punti massimi del PIL. Gli effetti cumulati sono calcolati fino al primo trimestre 2011, con alcune eccezioni: i dati sul PIL terminano nel quarto trimestre 2010 per Belgio, Estonia, Irlanda, Lussemburgo, Malta, Portogallo e Slovenia, mentre i dati sulla disoccupazione terminano nel quarto trimestre 2010 per Estonia e Grecia.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Le recenti pubblicazioni statistiche e gli indicatori desunti dalle indagini segnalano che l'espansione economica nell'area dell'euro si è protratta nel secondo trimestre dell'anno, benché a un ritmo più contenuto. Tale rallentamento rispecchia il fatto che la vigorosa crescita nel primo trimestre è stata determinata in parte da fattori straordinari, che verranno meno nel secondo.

In prospettiva, guardando oltre la volatilità di breve periodo, la perdurante espansione dell'economia mondiale dovrebbe fornire sostegno alle esportazioni dell'area. Nel contempo, tenuto conto dell'andamento positivo del clima di fiducia delle imprese nell'area, la domanda interna del settore privato dovrebbe concorrere sempre più alla crescita, con il supporto dell'orientamento tuttora accomodante della politica monetaria e delle misure adottate per migliorare il funzionamento del

sistema finanziario. Tuttavia, il processo di correzione dei bilanci in vari settori dovrebbe in certa misura frenare ancora l'attività.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in giugno dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano tassi di espansione del PIL in termini reali compresi tra l'1,5 e il 2,3 per cento nel 2011 e tra lo 0,6 e il 2,8 per cento nel 2012. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche elaborate dagli esperti della BCE nel marzo di quest'anno, l'intervallo per il 2011 è stato rivisto al rialzo, mentre quello per il 2012 è rimasto sostanzialmente invariato (cfr. anche la sezione 6).

I rischi per queste prospettive economiche restano sostanzialmente bilanciati, in un contesto di elevata incertezza. Da un lato, l'andamento positivo del clima di fiducia delle imprese potrebbe fornire all'attività interna dell'area maggiore sostegno rispetto a quanto attualmente anticipato e anche l'incremento della domanda estera potrebbe contribuire alla crescita in misura superiore alle attese. Dall'altro lato, i rischi al ribasso sono connessi alle continue tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari e alla loro potenziale propagazione all'economia reale dell'area dell'euro. Rischi al ribasso sono inoltre legati a ulteriori rincari dei beni energetici, all'intensificarsi delle spinte protezionistiche e alla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Secondo le previsioni economiche della Commissione europea pubblicate nella primavera 2011, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro ha iniziato a diminuire nel 2010 e subirà un'ulteriore riduzione nel 2011 e nel 2012, portandosi dal 6,3 per cento del PIL nel 2009 al 3,5 nel 2012. Per quanto concerne l'attuazione del Patto di stabilità e crescita, nel 2010 la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro ha sostanzialmente rispettato i requisiti previsti dalle procedure per i disavanzi eccessivi e si propone di fare altrettanto nei prossimi anni. Tuttavia, in molti paesi questi piani non sono sufficientemente suffragati da misure concrete di risanamento oltre il 2011 e saranno quindi necessari ulteriori interventi per conseguire gli obiettivi di bilancio entro i termini convenuti. Considerate le tensioni in atto nei mercati finanziari e le sfide di lungo periodo connesse all'invecchiamento della popolazione, è essenziale attuare strategie credibili di riequilibrio dei conti pubblici, soprattutto dal lato della spesa. È pertanto importante che nel quadro del semestre europeo di coordinamento delle politiche economiche, di recente introduzione, tali strategie vengano recepite nella predisposizione dei bilanci nazionali per il 2012.

ANDAMENTO DEI CONTI PUBBLICI NEL 2010

Secondo i dati di finanza pubblica notificati all'Eurostat nella primavera 2011, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro nel 2010 si è collocato al 6,0 per cento del PIL, dal 6,3 del 2009 (cfr. tavola 10). Ad eccezione di Estonia, Lussemburgo e Finlandia, tutti i paesi dell'area dell'euro hanno registrato nel 2010 un disavanzo superiore al 3 per cento del PIL.

Il debito delle amministrazioni pubbliche per l'area dell'euro ha raggiunto l'85,4 per cento del PIL nel 2010, a fronte del 79,3 del 2009. Il raccordo disavanzo-debito, connesso prevalentemente a misure tese a sostenere il sistema finanziario, ha contribuito per circa 2 punti percentuali a tale incremento. Cinque paesi dell'area dell'euro su diciassette hanno notificato rapporti debito/PIL nettamente inferiori al valore di riferimento del 60 per cento; in Belgio, Irlanda, Grecia e Italia il dato era prossimo o decisamente superiore al 100 per cento (cfr. tavola 11). Incrementi dell'indebitamento pubblico prossimi o superiori a 10 punti percentuali del PIL sono stati osservati in Irlanda, Grecia e Portogallo in seguito a disavanzi elevati, nonché in Germania per effetto principalmente

Tavola 10 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)	2008	2009	2010	2011	2012
a. Entrate totali	44,9	44,5	44,5	44,9	44,9
b. Spese totali	46,9	50,8	50,4	49,1	48,5
di cui:					
c. Spese per interessi	3,0	2,8	2,8	3,0	3,2
d. Spese primarie (b - c)	43,9	48,0	47,6	46,2	45,3
Saldo di bilancio (a - b)	-2,0	-6,3	-6,0	-4,6	-3,5
Saldo di bilancio primario (a - d)	1,0	-3,5	-3,2	-1,3	-0,4
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-2,5	-4,3	-4,4	-3,0	-2,5
Debito lordo	69,9	79,3	85,4	87,7	88,5
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	0,4	-4,1	1,8	1,6	1,8

Fonti: previsioni economiche della Commissione europea della primavera 2011 ed elaborazioni della BCE.
Nota: eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

delle misure di sostegno al settore finanziario, in particolare l'inclusione di due *bad bank* nel debito delle amministrazioni pubbliche.

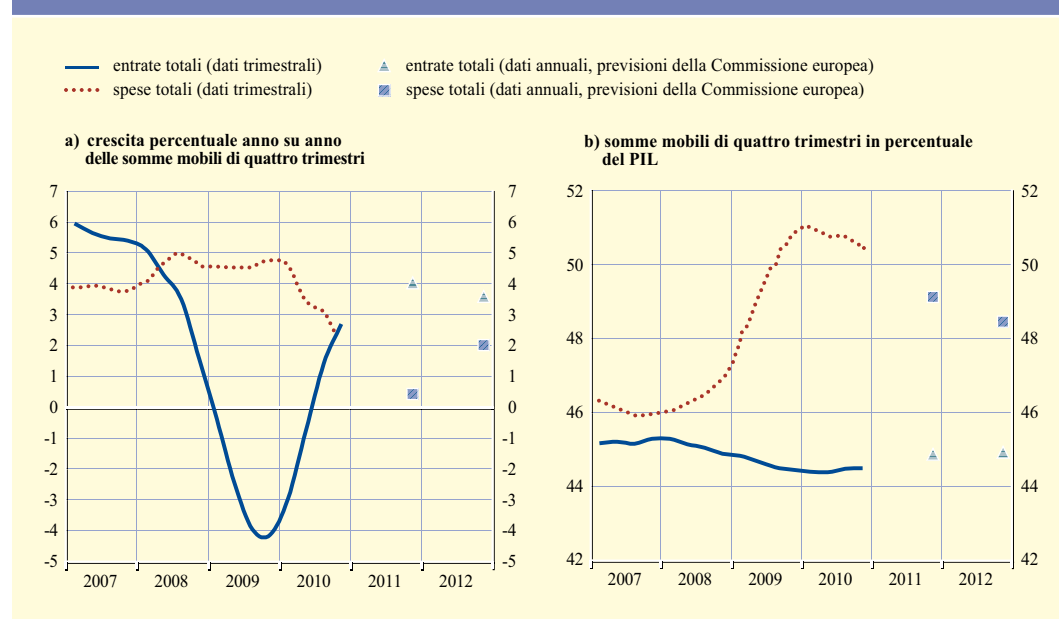
In base alle previsioni economiche della Commissione europea pubblicate nella primavera 2011, la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro sottoposti alle procedure per i disavanzi eccessivi (PDE) ha sostanzialmente rispettato nel 2010 i requisiti fissati dal Consiglio. Il saldo strutturale è migliorato nella maggioranza dei paesi dell'area dell'euro dove si imponeva un riequilibrio, sebbene in diversi di questi lo sforzo strutturale non abbia raggiunto la media d'anno richiesta per l'intero periodo di correzione.

PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2011 E 2012

Per il 2011 e il 2012 è previsto un netto miglioramento delle finanze pubbliche nell'area dell'euro. Secondo le previsioni economiche pubblicate dalla Commissione europea nella primavera 2011, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL scenderà al 4,3 per cento nel 2011 e al 3,5 nel 2012 (cfr. tavola 10). Benché le proiezioni segnalino che nel 2011 e nel 2012 i disavanzi pubblici nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro supereranno ancora il valore di riferimento del 3 per cento del PIL, i disavanzi di Germania, Estonia, Lussemburgo, Malta e Finlandia dovrebbero essere pari o inferiori a tale valore nel 2011.

La riduzione attesa del disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro è principalmente attribuibile a un risanamento basato sulla spesa, soprattutto nel 2011. In base alle previsioni della Commissione europea, nell'area dell'euro la spesa nominale aumenterebbe più lentamente delle entrate nominali nel 2011 e (in misura minore) nel 2012 (cfr. figura 59a). Nel 2011 la crescita della spesa nominale diminuirebbe marcatamente a un livello inferiore allo 0,5 per cento, a causa del contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, della riduzione degli investimenti pubblici e dei consumi intermedi, e dell'effetto frenante della ripresa economica sui trasferimenti sociali. Nel 2012,

Figura 59 Area dell'euro: statistiche trimestrali sui conti pubblici e proiezioni

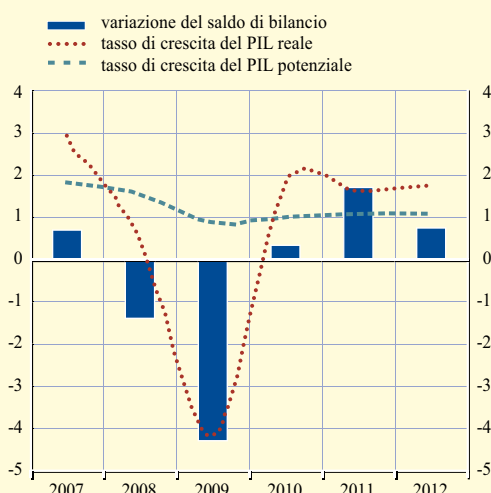


Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati Eurostat e dati nazionali, esercizio previsivo della primavera 2011 della Commissione europea. Note: le figure mostrano l'andamento delle entrate e delle spese totali in termini di somme mobili di quattro trimestri per il periodo che va dal primo trimestre del 2007 al quarto trimestre del 2011, nonché le proiezioni per il 2011 e il 2012 desunte dall'esercizio previsivo dalla primavera 2011 della Commissione europea.

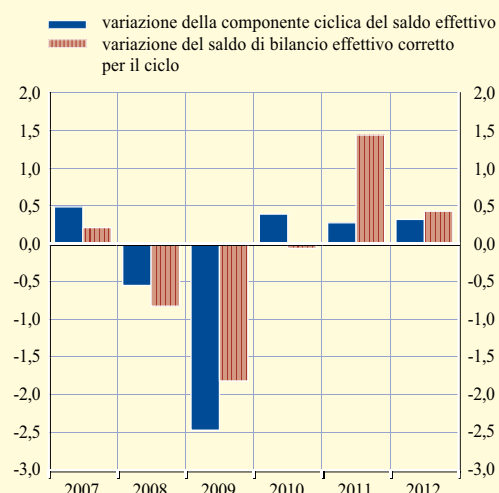
Figura 60 Determinanti degli andamenti di bilancio nell'area dell'euro

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)

a) Tasso di crescita del PIL reale e variazioni annue del saldo di bilancio



b) Variazioni annue del saldo di bilancio corretto per il ciclo e della componente ciclica del saldo effettivo



Fonti: Commissione Europea (esercizio previsionale della primavera 2011) ed elaborazioni della BCE.

in mancanza di ulteriori interventi concreti di risanamento, la crescita della spesa dovrebbe riportarsi sostanzialmente al ritmo osservato nel 2010. Per contro, l'espansione delle entrate nominali dovrebbe continuare l'andamento al rialzo del 2010, salendo al 4 per cento circa nel 2011 a fronte degli aumenti in tutte le principali categorie di introiti, per poi scendere al 3,6 per cento nel 2012. Abbinato alla graduale accelerazione del PIL nominale, il rapporto entrate/PIL dell'area dell'euro aumenterebbe marginalmente tra il 2011 e il 2012, mentre quello spesa/PIL diminuirebbe di due punti percentuali al 48,5 per cento nel 2012, un livello ancora decisamente superiore a quello del 46,0 per cento osservato nel 2007 (cfr. figura 59b).

Anche il ciclo economico avrebbe un impatto favorevole sull'evoluzione dei conti pubblici nel periodo 2011-2012, con un'espansione del PIL in termini reali ancora lievemente superiore alla crescita potenziale (cfr. figura 60). Nel 2011 questo effetto è considerevolmente inferiore al notevole miglioramento del saldo di bilancio corretto per il ciclo riconducibile alle misure restrittive, mentre entrambi i fattori contribuiscono approssimativamente in pari misura alla positiva evoluzione delle finanze pubbliche nel 2012.

Il rapporto medio fra debito delle amministrazioni pubbliche e PIL nell'area dell'euro aumenterebbe dall'85,4 per cento del 2010 all'88,5 nel 2012 (cfr. tavola 10). Nonostante l'incremento della spesa per interessi, il ritmo di espansione di tale rapporto si ridurrà, principalmente per effetto di minori disavanzi primari e di più contenuti raccordi disavanzo-debito. Il rapporto debito/PIL salirebbe nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro; per Irlanda e Grecia sono previsti incrementi cumulati di circa 20 punti percentuali del PIL in due anni. Peraltro, il rapporto debito/PIL dovrebbe sostanzialmente stabilizzarsi in Belgio, Estonia, Italia, Lussemburgo e Malta e diminuire lievemente in Germania. Nel 2012 dodici paesi dell'area dell'euro avrebbero un debito in rapporto al PIL superiore al valore di riferimento del 60 per cento. In cinque paesi (Belgio, Irlanda, Grecia, Italia e Portogallo) si prevede che il debito si collochi su un livello prossimo o superiore al 100 per cento del PIL nel 2011 e nel 2012.

VALUTAZIONE DEGLI AGGIORNAMENTI DEI PROGRAMMI DI STABILITÀ PRESENTATI NEL 2011

In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità e ai programmi di aggiustamento dell'UE/FMI ove applicabili, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL scenderebbe al 4,2 per cento nel 2011, al 3,0 nel 2012 e al 2,0 nel 2013 (cfr. tavola 11). Questa evoluzione è più favorevole di quella prospettata dalla Commissione europea, soprattutto per il 2012, e di quella prevista negli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra il 2009 e il 2010, dato il punto di partenza più basso nel 2010. Secondo i programmi, tutti i paesi dell'area dell'euro prevedono un miglioramento dei conti pubblici entro la fine del periodo di riferimento, sebbene dopo temporanei peggioramenti nei casi di Estonia e Lussemburgo. In particolare, tutti i paesi soggetti a PDE intendono correggere i disavanzi eccessivi nei termini convenuti. Il rapporto tra debito pubblico dell'area dell'euro e PIL aumenterebbe ulteriormente all'85,5 per cento nel 2011 e all'85,7 nel 2012, per poi scendere lievemente all'84,9 per cento nel 2013. Sono di seguito esposti i programmi disponibili dei paesi dell'area dell'euro più grandi nonché di quelli più vulnerabili, ad eccezione della Grecia per la quale non sono disponibili aggiornamenti del programma di risanamento EU/FMI rispetto a quello illustrato nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

L'aggiornamento del programma di stabilità tedesco presentato nel 2011 prevede un graduale calo del disavanzo rispetto al PIL dal 3,3 per cento del 2010 all'1,0 per cento nel 2013. Le proiezioni indicano che questo miglioramento dei conti pubblici sarà determinato dalle condizioni macroeconomiche favorevoli nonché da interventi discrezionali, fra cui il graduale rientro delle precedenti misure di stimolo. Ci si attende che il disavanzo eccessivo sia corretto nel 2011, con due anni di anticipo sul termine del 2013 fissato dal Consiglio. Il rapporto tra debito pubblico e PIL scenderebbe dall'83,2 per cento del 2009 al 79,5 nel 2013.

L'aggiornamento del programma di stabilità francese prospetta un calo del rapporto disavanzo/PIL dal 7,1 per cento del 2010 al 3,0 nel 2013, esattamente in linea con il termine previsto nella PDE. Il rapporto debito/PIL aumenterebbe all'86,0 per cento nel 2012, per poi scendere all'85,6 nel 2013. Secondo il programma, il miglioramento del rapporto tra saldo primario e PIL sarebbe imputabile per circa due terzi a una riduzione della spesa pubblica in rapporto al PIL.

L'aggiornamento del programma di stabilità italiano del 2011 prevede una riduzione del rapporto disavanzo/PIL dal 4,6 del 2010 al 3,9 nel 2011. In seguito, tale rapporto scenderebbe ulteriormente a un livello inferiore al 3 per cento nel 2012, in linea con i requisiti della PDE. Il debito in rapporto al PIL dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile attorno al 120 per cento fino al 2012 e poi diminuire. Il programma indica che, al fine di conseguire l'obiettivo di un pareggio di bilancio entro il 2014, vanno ancora specificati per il periodo 2013-2014 ulteriori interventi per un importo cumulato pari circa al 2,3 per cento del PIL.

L'aggiornamento del programma di stabilità della Spagna conferma i precedenti programmi tesi a conseguire un rapporto disavanzo/PIL del 6,0 per cento nel 2011, con un calo al 3,0 per cento nel 2013. Nel contempo, il debito pubblico in rapporto al PIL toccherebbe un livello massimo appena inferiore al 70 per cento nel 2013. Per il periodo 2012-2013, le riduzioni di spesa programmate devono ancora essere specificate nel dettaglio.

L'aggiornamento del programma di stabilità dell'Irlanda include proiezioni fino al 2015, il nuovo termine fissato dal Consiglio per la correzione del disavanzo eccessivo. Il disavanzo di bilancio al netto dei trasferimenti al settore bancario scenderà in rapporto al PIL dall'11,9 per cento del 2010 al 2,8 nel 2015, con un aggiustamento strutturale complessivo di 6,5 punti percentuali del PIL tra il 2010 e il 2015. Per il 2011 le misure specificate vertono sulla spesa, per la quale l'aggiustamento

Tavola II Aggiornamenti dei programmi di stabilità dei paesi dell'area dell'euro

	Crescita del PIL in termini reali (variazioni percentuali)				Saldo di bilancio (in percentuale del PIL)				Debito pubblico lordo (in percentuale del PIL)			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Belgio												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,1	1,7	2,2	-	-4,8	-4,1	-3,0	-2,0	100,6	101,4	100,6	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	2,1	2,0	2,3	2,1	-4,1	-3,6	-2,8	-1,8	96,8	97,5	96,5	95,1
Germania												
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	1,4	2,0	2,0	2,0	-5,5	-4,5	-3,5	-3,0	76,5	79,5	81,0	82,0
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	3,6	2,3	1,8	1,5	-3,3	-2,5	-1,5	-1,0	83,2	82,0	81,0	79,5
Estonia												
Aggiornamento del programma (dic. 2009)	-0,1	3,3	3,7	4,0	-2,2	-2,0	-1,0	0,2	10,1	13,0	14,2	14,3
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	3,1	4,0	4,0	3,6	0,1	-0,4	-2,1	0,1	6,6	6,0	6,0	5,8
Irlanda												
Aggiornamento del programma (dic. 2009)	-1,3	3,3	4,5	4,3	-11,6	-10,0	-7,2	-4,9	77,9	82,9	83,9	83,3
Programma UE/FMI fine 2010	-	-	-	-	-	-10,6	-8,6	-7,5	-	-	-	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	-1,0	0,8	2,5	3,0	-32,4	-10,0	-8,6	-7,2	96,0	111,0	116,0	118,0
Grecia												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	-0,3	1,5	1,9	2,5	-8,7	-5,6	-2,8	-2,0	120,4	120,6	117,7	113,4
Aggiornamento programma UE/FMI feb. 2011	-	-	-	-	9,6	7,6	6,5	4,8	142,8	153,8	159,4	158,9
Spagna												
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	-0,3	1,8	2,9	3,1	-9,8	-7,5	-5,3	-3,0	65,9	71,9	74,3	74,1
Obiettivi rivisti maggio 2010	-	-	-	-	-9,3	-6,0	-4,4	-3,0	-	-	-	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	-0,1	1,3	2,3	2,4	-9,2	-6,0	-4,4	-3,0	60,1	67,3	68,5	69,3
Francia												
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	1,4	2,5	2,5	2,5	-8,2	-6,0	-4,6	-3,0	83,2	86,1	87,1	86,6
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	1,6	2,0	2,3	2,5	-7,0	-5,7	-4,6	-3,0	81,7	84,6	86,0	85,6
Italia												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,1	2,0	2,0	-	-5,0	-3,9	-2,7	-	116,9	116,5	114,6	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	1,3	1,1	1,3	1,5	-4,6	-3,9	-2,7	-1,5	119,0	120,0	119,4	116,9
Cipro												
Aggiornamento del programma (mar. 2010)	0,5	1,5	3,0	3,2	-6,0	-4,5	-3,4	-2,5	61,0	63,2	63,1	62,3
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	0,9	1,5	2,5	2,7	-5,3	-4,0	-2,6	-2,0	60,9	61,6	62,0	61,3
Lussemburgo												
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	2,5	3,0	2,7	2,9	-3,9	-5,0	-4,6	-4,3	18,3	23,9	29,3	34,1
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	3,5	3,2	3,5	3,7	-1,7	-1,0	-1,5	-1,2	18,4	17,5	19,8	21,4
Malta												
Aggiornamento del programma (feb. 2010)	1,1	2,3	2,9	-	-3,9	-2,9	-2,8	-	68,6	68,0	67,3	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	3,7	2,4	2,3	2,6	-3,6	-2,8	-2,1	-1,6	68,0	67,8	66,9	65,4
Paesi Bassi												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,5	2,0	2,0	-	-6,1	-5,0	-4,5	-	67,2	69,6	72,5	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	1,7	1,8	1,5	1,3	-5,4	-3,7	-2,2	-1,8	62,7	64,5	64,9	64,7
Austria												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,5	1,5	1,9	2,0	-4,7	-4,0	-3,3	-2,7	70,2	72,6	73,8	74,3
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	2,0	2,5	2,0	2,1	-4,6	-3,9	-3,3	-2,9	72,3	73,6	75,0	75,5
Portogallo												
Aggiornamento del programma (mar. 2010)	0,7	0,9	1,3	1,7	-8,3	-6,6	-4,6	-2,8	86,0	89,4	90,7	89,8
Obiettivi rivisti 2010	-	-	-	-	-7,3	-4,6	-3,0	-2,0	-	-	-	-
Programma UE/FMI maggio 2011	-	-	-	-	-9,1	-5,9	-4,5	-3,0	93,0	101,7	107,4	-
Slovenia												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	0,9	2,5	3,7	3,5	-5,7	-4,2	-3,1	-1,6	39,6	42,0	42,7	42,1
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	1,2	1,8	2,2	2,3	-5,5	-5,5	-3,9	-2,9	38,0	43,3	45,3	46,2
Slovacchia												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	1,9	4,1	5,4	-	-5,5	-4,2	-3,0	-	40,8	42,5	42,2	-
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	4,0	3,4	4,8	4,8	-7,9	-4,9	-3,8	-2,9	41,0	44,1	45,3	45,3
Finlandia												
Aggiornamento del programma (gen. 2010)	0,7	2,4	3,5	3,0	-3,6	-3,0	-2,3	-1,9	48,3	52,2	54,4	56,4
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	3,1	3,6	2,7	2,4	-2,5	-0,9	-0,7	-0,9	48,4	50,1	51,3	53,0
Area dell'euro												
Aggiornamento (2009-2010)	1,0	2,1	2,3	2,4	-6,7	-5,2	-3,9	-2,9	83,6	86,1	86,9	81,6
Aggiornamento del programma (apr. 2011)	2,0	1,9	1,9	1,9	-5,8	-4,2	-3,0	-2,0	83,7	85,5	85,7	84,9

Fonti: aggiornamenti dei programmi di stabilità (2009-2010 e aprile 2011), fonti nazionali ed elaborazioni della BCE.

Note: l'aggregato per l'area dell'euro è calcolato come media ponderata dei dati di tutti i paesi dell'area dell'euro ove essi siano disponibili. Poiché i programmi di stabilità di aprile 2011 non sono ancora disponibili per Grecia e Portogallo, sono stati invece riportati i dati del programma di risanamento UE/FMI.

strutturale complessivo si colloca al 4 per cento del PIL. Per il 2012 e gli anni successivi il governo si è impegnato a perseguire ulteriori ambiziosi obiettivi di risanamento strutturale.

Dopo la Grecia nell'aprile 2010 e l'Irlanda nel novembre 2010, il Portogallo ha chiesto assistenza finanziaria all'UE e all'FMI nell'aprile 2011. Il 16 maggio l'Eurogruppo ha approvato un programma di aggiustamento congiunto UE/FMI. Il sostegno finanziario esterno ammonta a 78 miliardi di euro, di cui due terzi saranno erogati dall'UE e un terzo dall'FMI. Tra i principali obiettivi del programma rientrano la correzione del disavanzo eccessivo del paese entro il 2013, in linea con la raccomandazione della PDE, e la riduzione del rapporto tra il debito delle amministrazioni pubbliche e il PIL. Il programma stabilisce un obiettivo di disavanzo del 5,9 per cento nel 2011, del 4,5 nel 2012 e del 3 per cento nel 2013; lo sforzo cumulato di aggiustamento strutturale delle finanze pubbliche, pari circa al 10,6 per cento del PIL nel periodo 2011-2013, è concentrato nel 2011 (5,7 per cento del PIL). Le riforme strutturali di bilancio costituiscono una parte organica ed essenziale del programma.

Nel complesso, sebbene i programmi di stabilità presentino intenzioni sostanzialmente adeguate per il 2011 e gli anni a venire, in molti casi i piani non sono del tutto convincenti per tre motivi principali. Innanzitutto, in alcuni paesi dell'area dell'euro i programmi si basano su ipotesi macroeconomiche ottimistiche rispetto a quelle della Commissione europea. In secondo luogo, in molti paesi lo sforzo di risanamento strutturale prefissato non è sufficientemente ambizioso in quanto non rispetta le raccomandazioni o i requisiti indicati dal Consiglio nell'ambito del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita. Infine, l'evoluzione del risanamento presentata nella maggior parte dei programmi non trova sufficiente riscontro in misure concrete, soprattutto dopo il 2011. Di conseguenza, per diversi paesi si ha un considerevole divario tra gli obiettivi ufficiali e le proiezioni della Commissione europea per il 2012. Sulla base degli interventi attualmente annunciati, ci si attende che alcuni paesi correggano i disavanzi eccessivi più rapidamente di quanto richiesto in termini nominali (Germania, Paesi Bassi e Finlandia). Per vari altri paesi, sussistono evidenti rischi che i termini convenuti per la correzione possano non essere rispettati.

Per contenere l'innalzamento del rapporto tra debito pubblico e PIL e ripristinare la fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici è di primaria importanza che tutti i paesi dell'area dell'euro adempiano rigorosamente ai propri obblighi nell'ambito del quadro di riferimento europeo per le politiche di bilancio. A tale proposito, occorre rafforzare la *governance* economica allo scopo di assicurare requisiti più stringenti e una maggiore automaticità delle procedure nell'ambito del meccanismo di sorveglianza dei conti pubblici¹⁾. Allo stesso tempo, il coordinamento delle politiche economiche nel quadro del semestre europeo richiede che la *peer review* dei programmi di stabilità si traduca effettivamente in misure concrete nei bilanci nazionali per il 2012²⁾. Occorre pertanto considerare con particolare serietà l'importanza di definire e attuare piani di bilancio ambiziosi e credibili, non solo per quest'anno, ma anche per fissare un saldo punto di riferimento per il futuro. I precedenti episodi di risanamento dimostrano, a tale riguardo, che è probabile che strategie credibili di risanamento dei conti pubblici atte a generare ampi avanzi primari per un protratto periodo di tempo riescano a stabilizzare il rapporto tra debito pubblico e PIL e a imprimergli un andamento calante, perfino in paesi che affrontano rapporti debito/PIL elevati e in aumento (per una rassegna della passata esperienza dei paesi dell'UE nel mantenere elevati avanzi primari di bilancio, cfr. il riquadro 8). A sostegno della disciplina di bilancio sono necessari quadri di riferimento stringenti

1) Cfr. anche l'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

2) Cfr. anche il riquadro 1 *Il semestre europeo* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

per i conti pubblici che prevedano regole sulla spesa pubblica rigorose³⁾. Al contempo, regole siffatte contribuirebbero a rendere le posizioni di bilancio meno vulnerabili a futuri rallentamenti economici (cfr. il riquadro 9 sulle passate esperienze relative a quadri di riferimento per i conti pubblici non sufficientemente rigorosi nei paesi dell'Europa centrale e orientale).

3) Per un'analisi delle regole di spesa pubblica efficaci per la tutela della sostenibilità dei conti pubblici, cfr. l'articolo *La sostenibilità delle finanze pubbliche nell'area dell'euro* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

Riquadro 8

LA PASSATA ESPERIENZA DEI PAESI DELL'UE NEL MANTENERE ELEVATI AVANZI PRIMARI DI BILANCIO

Perché il debito pubblico sia sostenibile un paese deve generare avanzi primari (vale a dire saldi di bilancio al netto della spesa per interessi) sufficientemente ampi per un prolungato periodo di tempo, in modo che il rapporto tra debito pubblico e PIL non aumenti indefinitamente¹⁾.

Nell'ambito dei programmi di risanamento predisposti dall'UE e dall'FMI, i paesi dell'area dell'euro con squilibri di bilancio di grande rilievo stanno effettuando ambiziosi interventi correttivi per stabilizzare e poi ridurre il debito pubblico in rapporto al PIL. Per mettere in prospettiva questi sforzi, il presente riquadro esamina i passati episodi di considerevoli avanzi primari di bilancio nei paesi dell'UE, mantenuti per un protratto periodo di tempo, tra il 1980 e il 2010. Tali strategie di bilancio hanno svolto un ruolo essenziale nel ridurre il rapporto tra debito pubblico e PIL²⁾.

Per individuare i miglioramenti delle posizioni di bilancio determinati da interventi discrezionali di *policy*, l'analisi verte sul saldo primario corretto per il ciclo. In particolare, sono presi in esame gli episodi in cui si è conseguito in media un avanzo primario corretto per il ciclo pari almeno al 4,5 per cento del PIL per un periodo minimo di cinque anni. In base a questo criterio, si individuano in tutto sei episodi, che hanno avuto luogo nel periodo compreso tra il 1988 e il 2004 (cfr. tavola).

Come si evince dalla tavola, tutti e sei i paesi hanno conseguito avanzi primari di bilancio medi corretti per il ciclo compresi tra il 4,5 per cento del PIL (Grecia) e il 5,6 per cento del PIL (Finlandia), con picchi decisamente superiori nel periodo considerato. Questi valori elevati sono stati mantenuti per lunghi periodi, che vanno da un minimo di sei anni in Italia, Grecia e Svezia a dodici, tredici e addirittura quattordici anni rispettivamente in Belgio, Irlanda e Finlandia. Il lungo arco temporale durante il quale sono stati conseguiti notevoli avanzi primari corretti per il ciclo indica che questo risultato non è una conseguenza di particolari condizioni congiunturali favorevoli. Anche l'aggiustamento cumulato delle finanze pubbliche³⁾ per ottenere gli elevati e persistenti livelli di avanzi primari è stato considerevole: ad esempio, in Grecia si è registrato nel

1) Questo nell'ipotesi classica che il tasso di interesse nominale (effettivo) sullo stock di debito sia superiore al tasso di crescita nominale dell'economia. Per maggiori dettagli cfr. il riquadro *Le determinanti del rapporto tra debito pubblico e PIL* nel numero di aprile 2011 di questo Bollettino.

2) Cfr. il riquadro *Esperienza sulla riduzione del debito pubblico in alcuni paesi dell'area dell'euro* nel numero di settembre 2009 di questo Bollettino, nonché il riquadro *La dinamica del debito pubblico e del saldo di bilancio primario negli Stati membri dell'UE* nel numero di marzo 2011 sempre di questo Bollettino.

3) L'aggiustamento cumulato dei conti pubblici corrisponde alla somma delle variazioni sul periodo corrispondente del saldo di bilancio primario corretto per il ciclo nel periodo di riferimento.

Alcuni episodi di avanzo primario di bilancio corretto per il ciclo ampio e sostenuto nei paesi della UE

Paese (periodo lungo il quale è stato mantenuto un ampio APCC)	Belgio (1993-2004)	Italia (1995-2000)	Irlanda (1988-2000)	Finlandia (1998-2003)	Grecia (1994-1999)	Svezia (1996-2001)
APPC medio (in percentuale del PIL)	5,4	5,5	5,3	5,6	4,5	4,7
APCC al punto di massimo (in percentuale del PIL) (anno in cui è stato conseguito)	6,8 (1998)	7,0 (1997)	7,1 (1994)	8,0 (2000)	5,1 (1998,1999)	5,8 (1998,2000)
Rapporto debito/PIL nei precedenti cinque anni (in percentuale del PIL)	125,7	107,1	103,3	56,1	77,1	65,2
Variazione del rapporto debito/PIL (in percentuale del PIL)						
nei precedenti cinque anni	4,0	28,8	29,2	13,8	37,2	31,0
lungo il periodo dell'ampio APCC	-34,5	-12,7	-75,2	-9,5	-4,3	-18,3
nei successivi cinque anni	2,0	-3,3	-10,4	-10,4	4,9	-9,0

Fonti: elaborazioni della BCE basate su dati della Commissione europea.
Nota: APCC = avanzo primario corretto per il ciclo.

1994 un avanzo primario corretto per il ciclo pari al 4,8 per cento del PIL dopo un aggiustamento cumulato di 10,1 punti percentuali del PIL nell'arco di quattro anni (1991-1994). Parimenti, la Svezia ha registrato nel 1996 un avanzo primario corretto per il ciclo pari al 3,5 per cento del PIL in seguito a un aggiustamento cumulato di 6,0 punti percentuali del PIL in tre anni (1994-1996).

Nei paesi del campione si osservano due caratteristiche (che non si escludono a vicenda) relative all'evoluzione del debito prima dell'inizio del periodo di risanamento: 1) il rapporto debito/PIL era molto elevato prima che il saldo primario di bilancio corretto per il ciclo migliorasse (Belgio, Italia e Irlanda avevano un debito superiore al 100 per cento del PIL); 2) il rapporto debito/PIL era aumentato in misura considerevole prima del risanamento dei conti pubblici (Grecia, Svezia e Finlandia), anche in seguito a una crisi bancaria (Finlandia e Svezia).

Il mantenimento di notevoli avanzi primari corretti per il ciclo per un protratto periodo di tempo imprime al rapporto tra debito pubblico e PIL un andamento tendenziale al ribasso. I paesi in esame hanno ridotto il rapporto debito/PIL durante il periodo di risanamento, in alcuni casi in misura considerevole. Nel caso di Grecia e Finlandia, però, l'effetto degli avanzi primari è stato in parte compensato da raccordi disavanzo-debito aventi un impatto al rialzo sul rapporto debito/PIL⁴⁾. Per tutti i paesi ad eccezione di Grecia e Belgio, il rapporto debito/PIL ha inoltre mantenuto la tendenza calante anche dopo la fine del periodo di elevati avanzi primari. La riduzione è stata favorita dal calo dei differenziali tra tassi di interesse e tassi di crescita. In questo caso, hanno svolto un ruolo importante gli effetti positivi di una sana politica di bilancio sulla riduzione dei tassi di interesse (di mercato) e a favore di una crescita del prodotto solida e durevole⁵⁾.

Nel complesso, l'evidenza passata mostra che i paesi con un rapporto debito/PIL elevato e crescente possono riuscire a stabilizzarlo e ridurlo. A tal fine occorre un sostenuto sforzo iniziale di risanamento che permetta il conseguimento di considerevoli avanzi primari, da mantenere per un protratto periodo di tempo.

4) Per la Grecia, i raccordi disavanzo-debito nel periodo in cui sono stati mantenuti notevoli avanzi primari corretti per il ciclo sono imputabili principalmente alla rivalutazione del debito denominato in valuta estera a causa della svalutazione della dracma nonché a transazioni in attività finanziarie. Nel caso della Finlandia, tali raccordi vanno ricondotti prevalentemente a transazioni in attività finanziarie.

5) Cfr. anche l'articolo *L'efficacia delle politiche di bilancio dell'area dell'euro* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino.

Riquadro 9

L'IMPATTO DELLA CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA MONDIALE SULLE FINANZE PUBBLICHE NELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE

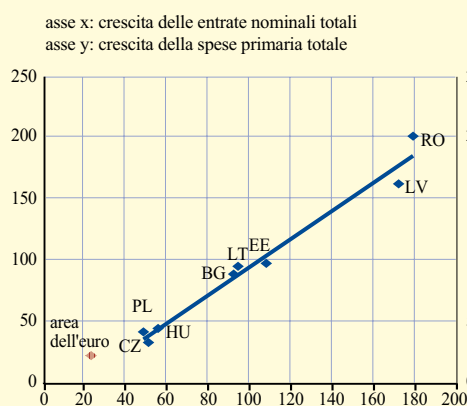
Quando si è affermata la crisi economica e finanziaria mondiale, le posizioni di bilancio nella maggior parte degli Stati membri dell'UE nell'Europa centrale e orientale non appartenenti all'area dell'euro (PECO) hanno evidenziato un netto peggioramento ¹⁾. Il presente riquadro analizza i fattori che hanno reso le finanze pubbliche di questi paesi vulnerabili al rallentamento economico e delinea le principali sfide per le relative politiche di bilancio nel periodo successivo alla crisi.

Le politiche di bilancio prima della crisi

Il boom economico nella maggior parte dei PECO negli anni precedenti alla crisi ha dato luogo a una vigorosa crescita delle entrate delle amministrazioni pubbliche. Questa, però, è stata utilizzata prevalentemente non per costituire risorse di bilancio "di riserva", bensì per aumentare significativamente la spesa pubblica, in ampia misura voci meno produttive come le pensioni pubbliche e le retribuzioni del settore pubblico. Come riporta la figura A, la relazione positiva tra l'aumento delle entrate e quello della spesa primaria negli anni precedenti alla crisi è stata più pronunciata in Romania e Lettonia, seguite da Estonia, Lituania e Bulgaria. Nel complesso, questa dinamica della spesa pubblica può essere considerata un'indicazione del fatto che le procedure di bilancio di questi paesi non hanno posto i necessari freni alla spesa quando le entrate hanno accelerato in virtù di una crescita economica temporaneamente rapida. Di conseguenza, quasi tutti i PECO all'inizio della crisi avevano deboli posizioni strutturali di bilancio, circostanza che ha reso le finanze pubbliche vulnerabili al brusco rallentamento economico. Come illustra la figura B, sulla base dei dati a posteriori, tutti i PECO ad eccezione della Bulgaria

Figura A Crescita delle entrate nominali e della spesa primaria nel periodo 2003-2007

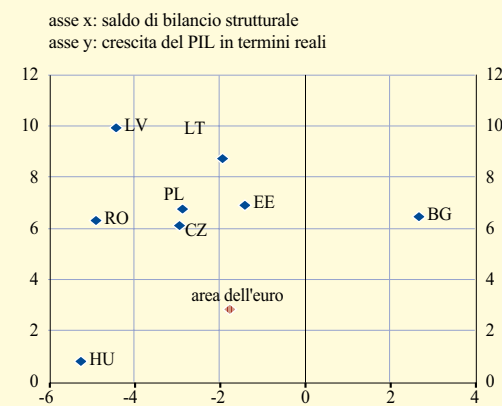
(variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

Figura B Saldo in bilancio strutturale e crescita del PIL in termini reali nel 2007

(percentuali del PIL; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat, Commissione europea ed elaborazioni della BCE.

1) Il presente riquadro è incentrato sugli otto Stati membri dell'UE nell'Europa centrale e orientale che nel 2010 non avevano adottato l'euro.

Posizioni di bilancio nel periodo 2007-2012

	Saldo di bilancio						Indebitamento lordo delle amministrazioni pubbliche					
	livello (percentuali del PIL)				variazione (punti percentuali)		livello (percentuali del PIL)			variazione (punti percentuali)		
	2009	2010	2011	2012	2007-09	2009-12	2009	2010	2011	2012	2007-12	
Bulgaria	-4,7	-3,2	-2,7	-1,6	-5,8	3,0	14,6	16,2	18,0	18,6	1,4	
Repubblica Ceca	-5,9	-4,7	-4,4	-4,1	-5,2	1,8	35,3	38,5	41,3	42,9	14,0	
Estonia	-1,7	0,1	-0,6	-2,4	-4,3	-0,6	7,2	6,6	6,1	6,9	3,2	
Lettonia	-9,7	-7,7	-4,5	-3,8	-9,3	5,8	36,7	44,7	48,2	49,4	40,4	
Lituania	-9,5	-7,1	-5,5	-4,8	-8,5	4,7	29,5	38,2	40,7	43,6	26,6	
Ungheria	-4,5	-4,2	1,6	-3,3	0,5	1,2	78,4	80,2	75,2	72,7	6,6	
Polonia	-7,3	-7,9	-5,8	-3,6	-5,5	3,7	50,9	55,0	55,4	55,1	10,1	
Romania	-8,5	-6,4	-4,7	-3,6	-5,9	4,9	23,6	30,8	33,7	34,8	22,2	
Area dell'euro	-6,3	-6,0	-4,3	-3,5	-5,7	2,8	79,3	85,4	87,7	88,5	22,3	

Fonti: Eurostat e previsioni economiche della Commissione europea della primavera 2011.

hanno registrato disavanzi strutturali prima della crisi, nonostante un contesto macroeconomico ancora molto favorevole. I tre PECO che hanno dovuto invocare il sostegno finanziario dell'FMI e dell'UE riportavano i maggiori disavanzi strutturali all'inizio della crisi: nel 2007 l'Ungheria ha registrato un disavanzo strutturale pari al 5,2 per cento del PIL, seguita dalla Romania con il 4,9 per cento e dalla Lettonia con il 4,4 per cento.

La risposta delle politiche di bilancio alla crisi

Tutti i PECO ad eccezione dell'Ungheria hanno subito un'impennata dei disavanzi di bilancio nel periodo tra il 2007 e il 2009 (cfr. tavola). Il peggioramento ha rispecchiato il brusco calo della crescita del PIL, la transizione da introiti straordinari a entrate inferiori alle attese e una ritardata correzione della spesa nel periodo. Quest'ultima è stata dovuta in particolare agli aumenti delle prestazioni pensionistiche e delle retribuzioni del settore pubblico concordate prima della crisi. Tutti i paesi hanno reagito alla crisi risanando le rispettive finanze pubbliche²⁾. Nel 2010 i saldi di bilancio sono migliorati in tutti i paesi ad eccezione della Polonia. Nel 2011 si prevede che tutti i paesi salvo l'Estonia (dove si è registrato un lieve avanzo per il 2010) riducano ulteriormente i disavanzi di bilancio o passino a un avanzo. Secondo queste proiezioni, la Polonia registrerà come nel 2010 il disavanzo di bilancio più elevato (5,8 per cento del PIL). In Ungheria, dove il saldo di bilancio dovrebbe migliorare di 5,8 punti percentuali per conseguire un avanzo pari all'1,6 per cento del PIL, e in Polonia il risanamento dei conti pubblici è ascrivibile in misura considerevole all'effetto di accrescimento delle entrate esercitato dalla recenti riforme dei sistemi pensionistici³⁾.

2) Per una rassegna delle politiche di bilancio dei PECO in risposta alla crisi, cfr. l'articolo *L'effetto della crisi finanziaria sui paesi dell'Europa centrale e orientale* nel numero di luglio 2010 di questo Bollettino. Per maggiori ragguagli sui principali elementi delle strategie di risanamento in Estonia, Lettonia e Lituania, cfr. anche il riquadro 2 *L'esperienza della correzione macroeconomica* in questo numero del Bollettino.

3) In Ungheria, il sistema pensionistico privato obbligatorio è stato di fatto abolito nei primi mesi di quest'anno. Il connesso trasferimento delle attività accumulate a scopo pensionistico comporta un considerevole aumento *una tantum* delle entrate e, quindi, una riduzione del disavanzo. In entrambi i paesi gli aggiustamenti prevedono minori contributi nell'ambito del pilastro pensionistico privato obbligatorio a fronte di maggiori contributi al sistema pensionistico pubblico, con un conseguente effetto di incremento delle entrate.

Le sfide per le politiche di bilancio nel periodo successivo alla crisi

Nella maggior parte dei PECO, per contenere l'aumento del rapporto debito/PIL e ripristinare ulteriormente la fiducia nella sostenibilità dei conti pubblici è necessario uno sforzo più incisivo di risanamento strutturale dei bilanci, in linea con gli impegni previsti dalle procedure per i disavanzi eccessivi⁴⁾. Per contenere le pressioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche derivanti dall'evoluzione demografica, occorrono ulteriori riforme tese ad accrescere la sostenibilità dei sistemi pensionistici nel lungo termine. Le misure di bilancio che implicano contributi più elevati ai sistemi pensionistici pubblici a ripartizione a scapito di minori contributi a un pilastro pensionistico a capitalizzazione devono essere tenute sotto stretta osservazione per il loro potenziale impatto negativo sulla sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo. Per massimizzare l'effetto positivo del risanamento dei bilanci, i governi dovrebbero prefiggersi di rendere la spesa pubblica più favorevole alla crescita. Occorrono quadri di riferimento stringenti per le politiche di bilancio con norme rigorose in materia di spesa pubblica al fine di migliorare la disciplina di bilancio ed evitare sconfinamenti prociclici in futuro. Progressi incisivi in questa direzione rafforzerebbero la fiducia dei mercati finanziari nella prudenza delle politiche di bilancio dei PECO.

4) Eccetto l'Estonia, tutti i PECO sono soggetti a una decisione del Consiglio dell'UE sull'esistenza di un disavanzo eccessivo. Le raccomandazioni del Consiglio danno indicazioni in merito ai requisiti di risanamento strutturale dei conti pubblici in media d'anno. I termini ultimi per la correzione dei disavanzi eccessivi sono il 2011 per Bulgaria e Ungheria, il 2012 per Lettonia, Lituania, Polonia e Romania, nonché il 2013 per la Repubblica Ceca.

6 PROIEZIONI MACROECONOMICHE PER L'AREA DELL'EURO FORMULATE DAGLI ESPERTI DELL'EUROSISTEMA

Sulla base delle informazioni disponibili al 24 maggio 2011, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾. Beneficiando di una vigorosa domanda mondiale, di un rafforzamento degli investimenti, delle misure tese a ripristinare il funzionamento del sistema finanziario e dell'orientamento tuttora accomodante della politica monetaria, l'espansione del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo dell'1,5-2,3 per cento nel 2011 e dello 0,6-2,8 nel 2012. L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC rimarrebbe superiore al 2,0 per cento per il resto dell'anno in corso, principalmente a causa dei recenti forti rincari del petrolio. In seguito l'aumento dei prezzi delle materie prime evidenzerebbe una moderazione e, con il venire meno dell'impatto diretto dei passati incrementi, il tasso medio annuo di inflazione complessivo diminuirebbe. Per contro, ci si attende che le pressioni interne sui prezzi aumentino per effetto di un incremento del tasso di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nel mercato del lavoro, nonché di una trasmissione graduale e parziale dei passati rincari delle materie prime. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe in media al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,1-2,3 nel 2012.

- 1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, elaborate congiuntamente dai servizi della BCE e delle BCN dell'area dell'euro, rappresentano un contributo fornito con cadenza semestrale alla valutazione degli andamenti economici e dei rischi per la stabilità dei prezzi effettuata dal Consiglio direttivo. Ulteriori informazioni sulle procedure e sulle tecniche adottate sono contenute in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata dalla BCE nel giugno 2001 e consultabile nel suo sito Internet. Per evidenziare l'incertezza che circonda le proiezioni, i risultati per ciascuna variabile sono presentati come un intervallo di valori la cui ampiezza è pari al doppio della media degli scarti, in valore assoluto, fra i dati effettivi e le proiezioni elaborate in passato. La metodologia adottata, che comporta una correzione per eventi eccezionali, è illustrata in *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges*, pubblicata dalla BCE nel dicembre 2009 e disponibile nel suo sito Internet.

Riquadro 10

IPOTESI TECNICHE RIGUARDANTI I TASSI DI INTERESSE, I TASSI DI CAMBIO, I PREZZI DELLE MATERIE PRIME E LE POLITICHE DI BILANCIO

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 18 maggio 2011¹⁾. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dell'1,6 per cento nel 2011 e del 2,3 nel 2012. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,5 per cento nel 2011 e del 4,8 nel 2012. Quanto alle condizioni di finanziamento, lo scenario di base delineato dalle proiezioni ipotizza che nell'arco di tempo considerato i differenziali dei tassi sui prestiti bancari rispetto ai tassi a breve termine si riducano per effetto della graduale trasmissione dell'aumento dei tassi di mercato a termine e del minore rischio di insolvenza sia per le società non finanziarie sia per le famiglie. I differenziali rispetto ai tassi a lungo termine aumenterebbero gradualmente, dopo il marcato restringimento dell'ultimo trimestre del 2010, per riportarsi su un livello in linea con la media storica entro la fine del periodo in rassegna. I criteri di erogazione del credito nel complesso dell'area dell'euro dovrebbero normalizzarsi ulteriormente, continuando tuttavia a esercitare un'influenza negativa sull'attività economica nell'arco di tempo considerato. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane

- 1) Le ipotesi concernenti i corsi del petrolio e degli alimentari si basano sui prezzi dei contratti *future* fino al termine del periodo di riferimento; per le altre materie prime si assume che le quotazioni seguano i prezzi dei *future* fino al secondo trimestre del 2012 ed evolvano poi in linea con l'attività economica mondiale.

fino al 18 maggio, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 111,1 dollari al barile nel 2011 e a 108,0 nel 2012. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 20,4 per cento nel 2011 e dell'1,2 l'anno seguente.

Le ipotesi sui tassi di cambio bilaterali restano invariate nell'orizzonte temporale di proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 18 maggio. Ciò implica che il cambio euro/dollaro si collochi a 1,42 nel 2011 e a 1,43 nel 2012 e che il tasso di cambio effettivo dell'euro, in media, si apprezzi moderatamente dello 0,8 e dello 0,4 per cento, rispettivamente, nei due anni considerati.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 24 maggio e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

La ripresa dell'attività mondiale prosegue, dimostrandosi sempre più in grado di autoalimentarsi. Il suo vigore, nonostante il consolidamento in atto nelle economie avanzate, continuerebbe a risentire degli effetti della crisi finanziaria, che frenano le prospettive di un pronto recupero nel mercato del lavoro. Ciò è in netto contrasto con la situazione nelle economie emergenti in rapida crescita, che sono prossime al pieno utilizzo della capacità produttiva (e in alcuni casi lo superano), seguitando a registrare pressioni di surriscaldamento. Rispetto alle precedenti proiezioni del marzo 2011, i disordini politici nel Medio Oriente e nell'Africa settentrionale si sono intensificati e il Giappone è stato colpito da un disastro naturale e nucleare. Questi eventi, pur avendo accresciuto l'incertezza per le prospettive mondiali, non dovrebbero arrestare la ripresa dell'attività economica internazionale. Le proiezioni indicano che l'aumento del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro passerà dal 4,5 per cento del 2011 al 4,7 nel 2012. L'incremento della domanda nei mercati di esportazione dell'area è stimato all'8,3 per cento nel 2011 e al 7,9 l'anno seguente.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Dopo un'espansione relativamente modesta nella seconda metà del 2010, la crescita del PIL in termini reali è aumentata in maniera particolarmente sostenuta nel primo trimestre del 2011, a un tasso dello 0,8 per cento sul periodo precedente. La scomposizione suggerisce che nel trimestre in esame la domanda interna, e soprattutto gli investimenti, hanno fornito un contributo significativo a tale andamento. In particolare, l'attività nel settore delle costruzioni avrebbe recuperato rispetto alla debole dinamica del quarto trimestre dovuta alle condizioni meteorologiche. Con l'esaurirsi di questo temporaneo effetto al rialzo, è probabile che l'espansione del PIL in termini reali diminuisca nel secondo trimestre. Su un orizzonte di più lungo periodo, l'attività economica continuerebbe ad acquisire vigore, sospinta principalmente da una vivace domanda mondiale e da un rafforzamento degli investimenti. Le proiezioni segnalano che nel periodo considerato aumenterà il contributo della domanda interna alla crescita del PIL, mentre si ridurrà quello dell'interscambio netto, pur rimanendo positivo. Nel complesso, in linea con gli andamenti osservati dopo le passate crisi finanziarie, il PIL dovrebbe segnare solo un lento recupero e riportarsi sul livello precedente alla crisi appena nel 2012. Il tasso di incremento del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, all'1,5-2,3 per cento nel 2011 e allo 0,6-2,8 l'anno successivo.

Più precisamente, l'espansione dei consumi privati dovrebbe essere contenuta nel 2011 per l'impatto negativo dei rincari delle materie prime sulla crescita del reddito disponibile reale. Successiva-

Tavola 12 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue) ^{1),2)}

	2010	2011	2012
IAPC	1,6	2,5-2,7	1,1-2,3
PIL in termini reali	1,7	1,5-2,3	0,6-2,8
Consumi privati	0,8	0,6-1,2	0,4-2,2
Consumi collettivi	0,6	-0,4-0,6	-0,5-0,9
Investimenti fissi lordi	-0,9	2,0-4,2	1,1-5,9
Esportazioni (beni e servizi)	11,1	5,8-9,6	2,6-10,6
Importazioni (beni e servizi)	9,3	4,3-7,9	2,6-10,0

1) Le proiezioni sul PIL e sulle sue componenti si basano su dati corretti per il numero di giornate lavorative; quelle sulle esportazioni e sulle importazioni comprendono l'interscambio nell'area dell'euro.

2) I dati si riferiscono all'area dell'euro inclusa l'Estonia, ad eccezione dei dati sullo IAPC nel 2010. La variazione percentuale media per lo IAPC nel 2011 è calcolata sulla base di una composizione dell'area comprendente questo paese già nel 2010.

mente, a fronte delle attese di un calo delle spinte inflazionistiche e di un incremento sia dell'occupazione sia dei redditi per occupato, il reddito disponibile reale e, di conseguenza, i consumi privati dovrebbero registrare un'accelerazione. Il tasso di risparmio scenderebbe nel 2011, sulla scorta di un clima di fiducia più positivo, per rimanere sostanzialmente invariato in seguito. Di riflesso al miglioramento solo graduale dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere pressoché stabile per gran parte del 2011 e poi diminuire lentamente.

Nell'orizzonte temporale di proiezione gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale evidenzerebbero un incremento relativamente vigoroso, sospinti da un miglioramento del clima di fiducia delle imprese, da una graduale ripresa della domanda, dall'emergere di strozzature nella capacità produttiva e dalla riduzione dei vincoli finanziari. Gli investimenti in edilizia residenziale, invece, resterebbero piuttosto modesti fino al 2012 per effetto degli aggiustamenti in atto nei mercati immobiliari di alcuni paesi. In linea con le misure di risanamento fiscale annunciate in diversi paesi dell'area dell'euro, si ipotizza che gli investimenti pubblici diminuiscano nel periodo considerato.

Dopo il forte incremento della domanda esterna nel 2010, il ritmo di crescita delle esportazioni dovrebbe moderarsi ma rimanere relativamente sostenuto nel 2011 e nel 2012; per l'aumento delle importazioni si prospetta un'evoluzione analoga. Nel complesso, l'interscambio netto fornirebbe un contributo decrescente, sebbene ancora positivo, all'espansione del PIL nel periodo in esame.

Si ritiene che la crisi abbia esercitato sulla crescita potenziale un impatto negativo, la cui entità esatta rimane però estremamente dubbia. Le proiezioni su questa variabile, e quindi sull'*output gap*, sono caratterizzate pertanto da un grado di incertezza eccezionalmente elevato. Ciò nondimeno, la crescita potenziale dovrebbe mostrare una certa ripresa nel periodo in esame, registrando tuttavia tassi significativamente inferiori rispetto ai livelli precedenti alla crisi per i minori contributi del lavoro e del capitale. La corrispondente stima negativa dell'*output gap* si ridurrebbe nell'arco di tempo considerato.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Per effetto principalmente dei recenti rincari petroliferi, l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC rimarrebbe superiore al 2,0 per cento fino agli inizi del 2012. In seguito, le pressioni dei prezzi delle materie prime registrerebbero una moderazione e, con il venire meno dell'impatto diretto dei recenti incrementi, il tasso di inflazione in media d'anno diminuirebbe. Per contro, ci si

attende che le pressioni interne sui prezzi aumentino a fronte di un incremento del tasso di utilizzo della capacità produttiva e di condizioni più tese nel mercato del lavoro, nonché di una trasmissione graduale e parziale dei passati rincari delle materie prime. Il tasso di inflazione complessivo misurato sullo IAPC si porterebbe in media al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,1-2,3 nel 2012. L'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari aumenterebbe gradualmente nell'intero periodo di riferimento.

Più precisamente, dopo il forte incremento del primo trimestre del 2011 attribuibile per lo più all'aumento delle quotazioni internazionali delle materie prime, le pressioni esterne sui prezzi dovrebbero attenuarsi nella parte restante del periodo in rassegna. Questo profilo è ampiamente ascrivibile alla moderazione ipotizzata per la dinamica dei prezzi delle materie prime e al recente apprezzamento dell'euro. Per contro, le pressioni interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi in certa misura nell'orizzonte temporale di proiezione. La crescita dei redditi nominali per occupato aumenterebbe gradualmente, di riflesso alla situazione più favorevole del mercato del lavoro e, in misura limitata, agli effetti ritardati del rialzo dell'inflazione al consumo nel 2011, in parte a causa dei meccanismi di indicizzazione dei salari attivi in alcuni paesi dell'area dell'euro. Per effetto dello scaglionamento delle contrattazioni sui salari nominali e del marcato rialzo dell'inflazione al consumo, i redditi per occupato in termini reali diminuirebbero nel 2011, per poi evidenziare un certo recupero nella parte restante del periodo in esame. Dopo il calo del 2010, ci si attende che la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto diventi positiva nel 2011 e aumenti nel 2012 a causa di una decelerazione della produttività del lavoro e di un graduale incremento del tasso di crescita dei redditi nominali per occupato. I margini di profitto, che avevano registrato un marcato recupero nel 2010, rallenterebbero nel 2011 per accelerare lievemente in seguito. La moderazione iniziale della crescita dei margini di profitto riflette un assorbimento dell'inversione nel costo del lavoro per unità di prodotto, mentre il successivo incremento deriva da una maggiore domanda aggregata. Nondimeno, i margini di profitto dovrebbero rimanere inferiori ai livelli del 2007 nel periodo considerato. In base alle misure già annunciate, anche le imposte indirette e l'aumento dei prezzi amministrati dovrebbero fornire un contributo positivo all'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nel 2011.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL MARZO 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel Bollettino di marzo scorso, l'intervallo di valori riguardante la crescita del PIL in termini reali nel 2011 è stato rivisto al rialzo, principalmente sulla scorta di dati sul PIL più favorevoli delle attese nel primo trimestre dell'anno. Per il 2012 l'intervallo di valori rimane sostanzialmente invariato. Anche in relazione all'inflazione misurata sullo IAPC l'intervallo di valori per il 2011 è stato rivisto al rialzo, di riflesso principalmente ai rincari dell'energia, mentre quello per il 2012 si è leggermente ristretto.

Tavola 13 Confronto con le proiezioni di marzo 2011

(variazioni percentuali; medie annue)

	2011	2012
PIL in termini reali - marzo 2011	1,3 - 2,1	0,8 - 2,8
PIL in termini reali - giugno 2011	1,5 - 2,3	0,6 - 2,8
IAPC - marzo 2011	2,0 - 2,6	1,0 - 2,4
IAPC - giugno 2011	2,5 - 2,7	1,1 - 2,3

Riquadro 11

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

Confronto tra alcune previsioni sulla crescita del PIL e sull'inflazione nell'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali		IAPC	
		2011	2012	2011	2012
FMI	aprile 2011	1,6	1,8	2,3	1,7
Survey of Professional Forecasters	maggio 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
Consensus Economics Forecasts	maggio 2011	1,7	1,7	2,5	1,9
OCSE	maggio 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Commissione europea	maggio 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	giugno 2011	1,5-2,3	0,6-2,8	2,5-2,7	1,1-2,3

Fonti: previsioni di primavera 2011 della Commissione europea; *World Economic Outlook* dell'FMI, aprile 2011; *Economic Outlook* dell'OCSE, maggio 2011; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema e nelle previsioni dell'OCSE sono corretti per il numero di giornate lavorative, diversamente da quelli riportati dalla Commissione europea e dall'FMI. Per quanto riguarda le altre previsioni non viene fornita alcuna precisazione in merito.

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe fra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2011 e fra l'1,7 e il 2,0 nel 2012. Tutti i valori rientrano negli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni divulgate da altre organizzazioni indicano un tasso medio annuo compreso fra il 2,3 e il 2,6 per cento nel 2011 e fra l'1,6 e l'1,9 nel 2012. Ad eccezione della proiezione dell'FMI per l'inflazione armonizzata nel 2011, basata su ipotesi diverse riguardanti i prezzi delle materie prime, tutte le previsioni ricadono nell'intervallo di valori delle proiezioni dell'Eurosistema.

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

S5

I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

S6

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

S7

1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante 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	23,9	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	4,0	0,81	3,36
2010 2° trim.	10,3	1,5	-0,1	-	0,2	4,0	0,69	3,03
3° trim.	7,9	1,8	0,7	-	0,9	1,9	0,87	2,67
4° trim.	4,9	2,2	1,5	-	1,7	2,1	1,02	3,36
2011 1° trim.	3,2	2,4	1,9	-	2,4	2,4	1,10	3,66
2010 dic.	4,3	2,2	1,7	1,8	1,8	2,1	1,02	3,36
2011 gen.	3,2	2,3	1,6	1,8	2,4	2,3	1,02	3,49
feb.	2,9	2,4	2,1	2,0	2,6	2,8	1,09	3,49
mar.	3,0	2,7	2,3	2,1	2,5	2,1	1,18	3,66
apr.	1,7	2,4	2,0	.	2,6	.	1,32	3,55
mag.	.	.	.	.	.	.	1,43	3,37

2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro⁵⁾

	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	-4,2	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,5	1,7	7,4	77,0	-0,5	10,1
2010 3° trim.	1,7	4,0	0,9	2,0	7,2	77,8	-0,2	10,1
4° trim.	2,0	4,8	1,6	1,9	8,1	79,3	0,2	10,1
2011 1° trim.	2,5	6,5	.	2,5	6,5	80,8	.	10,0
2010 dic.	2,2	5,4	-	-	8,9	-	-	10,0
2011 gen.	2,3	6,0	-	-	6,2	80,3	-	10,0
feb.	2,4	6,6	-	-	7,8	-	-	9,9
mar.	2,7	6,8	-	-	5,5	-	-	9,9
apr.	2,8	6,7	-	-	.	81,3	-	9,9
mag.	2,7	.	-	-	.	-	-	.

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-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100)		Tasso di cambio USD/EUR
	Conto corrente e conto capitale	Investimenti diretti e di portafoglio					Nominale	Reale (IPC)	
		Beni							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2009	-19,1	37,5	13,4	462,4	-16,4	116,4	111,7	110,6	1,3948
2010	-28,9	20,7	5,4	591,2	-13,0	118,0	104,6	103,0	1,3257
2010 2° trim.	-16,9	3,3	21,3	583,3	-13,5	123,6	103,1	101,8	1,2708
3° trim.	-5,1	8,2	-15,9	552,2	-15,1	120,5	102,3	100,8	1,2910
4° trim.	8,5	7,6	23,0	591,2	-13,0	118,0	104,4	102,4	1,3583
2011 1° trim.	-30,9	-12,4	44,7	576,6	.	.	103,7	101,5	1,3680
2010 dic.	7,6	1,3	23,3	591,2	.	.	102,6	100,5	1,3220
2011 gen.	-20,4	-14,1	-11,6	562,3	.	.	102,4	100,3	1,3360
feb.	-6,7	-0,6	75,3	577,5	.	.	103,4	101,1	1,3649
mar.	-3,8	2,4	70,4	576,6	.	.	105,2	103,0	1,3999
apr.	.	.	.	571,6	.	.	107,0	104,8	1,4442
mag.	.	.	.	.	.	.	106,0	103,8	1,4349

Fonti: BCE, Commissione europea (Eurostat e DG Affari economici e finanziari) e Thomson 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) I dati si riferiscono agli Euro 17, salvo diversa indicazione.
- 6) Per una definizione dei gruppi di paesi partner commerciali e per altre informazioni, cfr. le Note generali.



STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

I.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema

(milioni di euro)

1. Attività

	13 maggio 2011	20 maggio 2011	27 maggio 2011	3 giugno 2011
Oro e crediti in oro	350.668	350.669	350.669	350.669
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	217.453	218.667	219.385	219.412
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	23.597	23.766	22.941	23.211
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	19.828	18.771	19.393	19.024
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	438.184	432.747	437.547	432.134
Operazioni di rifinanziamento principali	124.754	119.398	116.102	110.762
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	313.276	313.276	321.313	321.313
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	104	35	82	0
Crediti connessi a scarti di garanzia	50	39	50	60
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	50.399	50.522	47.160	40.304
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	472.713	471.458	472.698	477.867
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	136.508	135.280	135.280	135.280
Altri titoli	336.206	336.178	337.418	342.587
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	34.548	34.527	34.521	34.521
Altre attività	291.274	294.744	296.296	301.847
Attività totali	1.898.665	1.895.870	1.900.610	1.898.989

2. Passività

	13 maggio 2011	20 maggio 2011	27 maggio 2011	3 giugno 2011
Banconote in circolazione	833.346	832.008	834.123	842.668
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	331.832	311.020	307.180	287.112
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	243.650	217.153	212.761	191.661
Depositi <i>overnight</i>	12.106	17.801	19.382	20.425
Depositi a tempo determinato	76.000	76.000	75.000	75.000
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	76	66	37	26
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	4.509	5.762	5.495	6.618
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	50.819	65.420	72.596	80.724
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	40.681	40.426	41.131	40.022
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	2.404	2.401	1.712	2.353
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	10.895	11.273	11.820	11.307
Contropartite dei DSP dell'FMI	52.612	52.612	52.612	52.612
Altre passività	184.489	187.871	186.852	188.483
Rivalutazioni	305.890	305.890	305.890	305.890
Capitale e riserve	81.187	81.187	81.199	81.199
Passività totali	1.898.665	1.895.870	1.900.610	1.898.989

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 1	Variazione 2	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta		Livello 6	Variazione 7	
			Livello 3	Livello 4	Livello 5			
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
2011	13 apr.	0,50	0,25	1,25	-	0,25	2,00	0,25

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 2008 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili 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 termine³⁾

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
				Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2011 23 feb.	119.455	189	119.455	1,00	-	-	-	7
2 mar.	124.442	182	124.442	1,00	-	-	-	7
9	111.331	185	111.331	1,00	-	-	-	7
16	100.543	177	100.543	1,00	-	-	-	7
23	89.417	173	89.417	1,00	-	-	-	7
30	100.439	174	100.439	1,00	-	-	-	7
6 apr.	84.533	161	84.533	1,00	-	-	-	7
13	94.134	161	94.134	1,25	-	-	-	7
20	97.372	181	97.372	1,25	-	-	-	7
27	117.883	241	117.883	1,25	-	-	-	7
4 mag.	127.538	326	127.538	1,25	-	-	-	7
11	124.754	247	124.754	1,25	-	-	-	7
18	119.398	235	119.398	1,25	-	-	-	7
25	116.102	241	116.102	1,25	-	-	-	7
1 giu.	110.762	174	110.762	1,25	-	-	-	7
8	102.442	145	102.442	1,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2010 8 dic.	68.066	56	68.066	1,00	-	-	-	42
23 ⁵⁾	149.466	270	149.466	1,00	-	-	-	98
2011 19 gen.	70.351	45	70.351	1,00	-	-	-	21
27 ⁵⁾	71.143	165	71.143	1,04	-	-	-	91
9 feb.	61.472	42	61.472	1,00	-	-	-	28
24 ⁵⁾	39.755	192	39.755	1,12	-	-	-	91
9 mar.	82.500	52	82.500	1,00	-	-	-	35
31 ⁵⁾	129.458	290	129.458	-	-	-	-	91
13 apr.	83.687	40	83.687	1,25	-	-	-	28
28 ⁵⁾	63.411	177	63.411	-	-	-	-	91
11 mag.	80.653	60	80.653	1,25	-	-	-	35
26 ⁵⁾	48.131	182	48.131	-	-	-	-	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 minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	Tasso medio ponderato	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 16 mar.	Raccolta di depositi a tempo determinato	119.307	74	77.500	-	-	1,00	0,69	0,66	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	106.704	63	77.500	-	-	1,00	0,70	0,64	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	77.320	58	76.500	-	-	1,00	1,00	0,72	7
6 apr.	Raccolta di depositi a tempo determinato	121.130	76	77.000	-	-	1,00	0,64	0,59	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	81.342	131	78.871	-	-	1,00	0,80	0,79	1
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	102.562	71	77.000	-	-	1,25	1,12	1,05	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	88.974	68	76.000	-	-	1,25	1,21	1,12	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	71.403	49	71.403	-	-	1,25	1,25	1,17	7
4 mag.	Raccolta di depositi a tempo determinato	62.177	58	62.177	-	-	1,25	1,25	1,16	7
10	Raccolta di depositi a tempo determinato	143.752	152	143.092	-	-	1,25	1,05	1,01	1
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	109.149	72	76.000	-	-	1,25	1,15	1,09	7
18	Raccolta di depositi a tempo determinato	85.756	74	76.000	-	-	1,25	1,16	1,08	7
25	Raccolta di depositi a tempo determinato	81.944	62	75.000	-	-	1,25	1,25	1,14	7
1 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	103.531	69	75.000	-	-	1,25	0,89	0,81	7
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	93.590	71	75.000	-	-	1,25	1,03	0,90	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) Nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, regolate il 17 dicembre 2009, il 1° aprile, il 13 maggio, il 28 ottobre, il 25 novembre e il 23 dicembre 2010, nonché il 27 gennaio, il 24 febbraio, il 31 marzo, il 28 aprile e il 26 maggio 2011, 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. I tassi di interesse di queste operazioni di rifinanziamento a più lungo termine indicizzate sono stati arrotondati a due cifre decimali. Cfr. le Note tecniche per i dettagli sul metodo di calcolo.

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	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2010 nov. ²⁾	19.190,9	9.970,1	669,9	2.715,6	1.465,9	4.369,5	
dic. ²⁾	18.948,1	9.962,6	644,3	2.683,3	1.335,4	4.322,5	
2011 gen.	19.024,1	9.840,2	651,6	2.780,6	1.395,8	4.356,0	
feb.	19.035,7	9.768,4	670,3	2.727,5	1.490,3	4.379,2	
mar.	18.869,2	9.700,4	671,9	2.733,9	1.399,8	4.363,1	

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
2011 18 gen. ³⁾	210,5	212,4	1,9	0,0	1,00
8 feb.	212,3	213,6	1,3	0,0	1,00
8 mar.	211,6	212,9	1,3	0,0	1,00
12 apr.	209,3	210,5	1,1	0,0	1,00
10 mag.	208,3	209,5	1,2	0,0	1,25
14 giu.	206,9	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema					Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)				
	Attività nette dell'Euro-sistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità ⁴⁾							
	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 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
2011 18 gen.	527,5	197,0	316,6	0,5	140,9	66,5	73,5	833,8	81,3	-84,9	212,4	1.112,7
8 feb.	549,7	185,4	318,2	0,1	137,2	39,2	81,3	822,0	101,2	-66,7	213,6	1.074,8
8 mar.	550,0	134,4	321,0	7,6	137,9	26,9	80,3	820,9	89,8	-79,9	212,9	1.060,7
12 apr.	544,1	97,3	335,4	0,8	137,6	23,0	79,5	824,4	73,1	-95,2	210,5	1.057,9
10 mag.	525,9	109,2	320,5	0,4	136,6	22,8	76,8	833,9	61,3	-111,6	209,5	1.066,1

Fonte: BCE.

- 1) Fine periodo.
- 2) Include gli aggregati soggetti a riserva delle istituzioni creditizie con sede in Estonia. Nella fase transitoria, gli enti creditizi siti nell'area dell'euro potrebbero aver deciso di portare in deduzione dall'aggregato soggetto a riserve tutte quelle passività che hanno come controparte un ente creditizio con sede in Estonia. A partire dal calcolo dell'aggregato soggetto a obbligo di riserva dalla fine di gennaio 2011, dovrà essere applicata la modalità standard di calcolo (cfr. la Decisione della BCE del 26 ottobre 2010 (BCE/2010/18) in merito alle disposizioni transitorie per l'applicazione delle riserve minime da parte della Banca centrale europea in seguito all'introduzione dell'euro 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 ³⁾	
		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														
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	3.212,4	1.537,5	18,6	0,9	1.517,9	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,0	8,5	390,0
2010 4° trim.	3.212,4	1.537,5	18,6	0,9	1.517,9	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,0	8,5	390,0
2011 1° trim.	3.038,5	1.347,2	18,5	1,0	1.327,7	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,3	8,5	412,2
2011 gen.	3.101,7	1.446,1	18,6	1,0	1.426,6	577,4	466,4	9,7	101,3	-	18,5	657,4	8,5	393,8
feb.	3.113,7	1.418,1	18,6	0,9	1.398,5	581,6	469,4	9,9	102,3	-	19,5	674,6	8,5	411,5
mar.	3.038,5	1.347,2	18,5	1,0	1.327,7	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,3	8,5	412,2
apr. ^(p)	3.056,6	1.372,3	18,3	1,0	1.353,1	580,5	468,8	9,6	102,1	-	19,7	669,3	8,5	406,2
IFM escluso l'Eurosistema														
2009	31.144,3	17.701,6	1.001,7	10.783,9	5.916,1	5.060,0	1.482,1	1.498,0	2.079,9	85,1	1.236,1	4.252,4	220,7	2.588,3
2010	32.196,5	17.762,9	1.220,0	11.027,8	5.515,1	4.937,9	1.524,1	1.527,9	1.885,9	59,9	1.233,0	4.320,9	223,5	3.658,5
2010 4° trim.	32.196,5	17.762,9	1.220,0	11.027,8	5.515,1	4.937,9	1.524,1	1.527,9	1.885,9	59,9	1.233,0	4.320,9	223,5	3.658,5
2011 1° trim.	31.583,4	17.792,4	1.187,1	11.115,6	5.489,7	4.723,2	1.412,8	1.493,1	1.817,3	64,5	1.202,9	4.276,1	227,4	3.296,8
2011 gen.	32.111,4	17.811,9	1.216,6	11.065,8	5.529,6	4.952,2	1.543,0	1.516,4	1.892,9	60,6	1.250,9	4.358,6	223,6	3.453,4
feb.	32.100,4	17.814,6	1.196,3	11.113,2	5.505,1	4.968,8	1.547,8	1.523,9	1.897,0	61,9	1.243,5	4.379,2	223,6	3.408,9
mar.	31.583,4	17.792,4	1.187,1	11.115,6	5.489,7	4.723,2	1.412,8	1.493,1	1.817,3	64,5	1.202,9	4.276,1	227,4	3.296,8
apr. ^(p)	31.761,2	17.863,4	1.176,9	11.141,0	5.545,5	4.710,8	1.420,9	1.493,3	1.796,6	63,6	1.248,4	4.297,9	227,9	3.349,3

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾	Obbligazioni ⁵⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ³⁾
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Eurosistema											
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	3.212,4	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	429,8	153,5	370,8
2010 4° trim.	3.212,4	863,7	1.394,6	68,0	8,7	1.318,0	-	0,0	429,8	153,5	370,8
2011 1° trim.	3.038,5	848,4	1.264,8	60,8	8,9	1.195,2	-	0,0	403,9	154,7	366,8
2011 gen.	3.101,7	845,4	1.334,0	113,1	9,9	1.211,1	-	0,0	398,0	153,5	370,7
feb.	3.113,7	844,4	1.327,5	96,7	10,1	1.220,6	-	0,0	416,7	158,1	367,1
mar.	3.038,5	848,4	1.264,8	60,8	8,9	1.195,2	-	0,0	403,9	154,7	366,8
apr. ^(p)	3.056,6	858,8	1.268,6	80,0	9,3	1.179,3	-	0,0	407,1	151,8	370,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2009	31.144,3	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,5
2010	32.196,5	-	16.496,7	196,2	10.526,4	5.774,1	612,3	4.844,8	2.045,1	4.220,4	3.977,2
2010 4° trim.	32.196,5	-	16.496,7	196,2	10.526,4	5.774,1	612,3	4.844,8	2.045,1	4.220,4	3.977,2
2011 1° trim.	31.583,4	-	16.460,1	235,8	10.528,5	5.695,8	632,8	4.892,1	2.079,5	4.014,6	3.504,2
2011 gen.	32.111,4	-	16.474,0	203,5	10.472,6	5.797,9	630,8	4.876,7	2.061,4	4.234,6	3.834,0
feb.	32.100,4	-	16.487,0	233,3	10.507,3	5.746,4	637,5	4.898,5	2.074,1	4.227,6	3.775,7
mar.	31.583,4	-	16.460,1	235,8	10.528,5	5.695,8	632,8	4.892,1	2.079,5	4.014,6	3.504,2
apr. ^(p)	31.761,2	-	16.577,5	224,4	10.592,0	5.761,1	633,8	4.876,6	2.081,0	4.062,7	3.529,7

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) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati, adottata da uno Stato membro a dicembre 2010, ha determinato un aumento di questa posizione.
- 4) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 5) 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 ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2009	23.862,4	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,1	229,1	2.850,0
2010	25.822,6	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.525,4	1.987,9	1.537,5	799,7	5.004,8	232,0	3.993,3
2010 4° trim.	25.822,6	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.525,4	1.987,9	1.537,5	799,7	5.004,8	232,0	3.993,3
2011 1° trim.	25.326,8	12.322,2	1.205,6	11.116,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,0	4.946,4	235,9	3.659,1
2011 gen.	25.698,6	12.301,9	1.235,2	11.066,7	3.535,4	2.009,4	1.526,1	815,1	5.016,0	232,2	3.798,0
feb.	25.745,7	12.329,0	1.214,9	11.114,2	3.551,1	2.017,3	1.533,8	807,5	5.053,7	232,0	3.772,3
mar.	25.326,8	12.322,2	1.205,6	11.116,6	3.384,2	1.881,3	1.502,9	779,0	4.946,4	235,9	3.659,1
apr. ^(p)	25.459,1	12.337,1	1.195,2	11.141,9	3.392,7	1.889,8	1.502,9	823,6	4.967,1	236,4	3.702,2
Transazioni											
2009	-644,9	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,9	7,8	-581,9
2010	602,2	408,4	206,3	202,0	143,7	145,8	-2,2	5,6	-108,4	2,4	150,4
2010 4° trim.	-378,7	194,4	138,8	55,6	-10,9	-0,1	-10,8	13,2	-111,3	3,5	-467,7
2011 1° trim.	-273,6	38,9	-28,4	67,2	-9,4	18,8	-28,2	7,3	85,8	0,9	-397,0
2011 gen.	-74,7	21,0	-3,6	24,5	9,5	20,0	-10,5	13,2	86,9	0,1	-205,3
feb.	16,3	10,1	-14,2	24,3	18,4	10,3	8,1	-8,4	31,6	-0,1	-35,1
mar.	-215,2	7,8	-10,6	18,5	-37,2	-11,5	-25,7	2,6	-32,7	0,9	-156,6
apr. ^(p)	219,7	24,4	-12,1	36,5	11,2	13,0	-1,9	41,8	82,9	0,5	58,9

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 ³⁾	Obbligazioni ⁴⁾	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività ²⁾	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
Consistenze										
2009	23.862,4	769,9	248,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.802,1	4.238,5	3.361,8	-22,4
2010	25.822,6	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.857,8	2.023,6	4.373,9	4.348,0	59,1
2010 4° trim.	25.822,6	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.857,8	2.023,6	4.373,9	4.348,0	59,1
2011 1° trim.	25.326,8	798,3	296,6	10.537,4	568,2	2.972,3	2.040,0	4.169,3	3.871,0	73,6
2011 gen.	25.698,6	796,2	316,5	10.482,5	570,2	2.882,4	2.005,0	4.388,1	4.204,7	52,8
feb.	25.745,7	796,2	330,0	10.517,4	575,6	2.899,2	2.035,3	4.385,6	4.142,8	63,4
mar.	25.326,8	798,3	296,6	10.537,4	568,2	2.972,3	2.040,0	4.169,3	3.871,0	73,6
apr. ^(p)	25.459,1	805,5	304,4	10.601,3	570,2	2.977,9	2.043,4	4.214,5	3.900,0	41,8
Transazioni										
2009	-644,9	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,2	-590,5	-505,6	47,5
2010	602,2	38,6	12,8	331,4	-98,2	41,9	114,3	-27,3	131,1	57,4
2010 4° trim.	-378,7	21,7	-1,9	151,5	-36,0	3,3	45,4	-87,2	-527,4	51,7
2011 1° trim.	-273,6	-10,1	36,2	-16,1	-4,4	82,3	13,7	-52,1	-345,1	22,1
2011 gen.	-74,7	-12,6	51,9	-55,8	-5,2	28,8	-2,9	76,6	-150,8	-4,7
feb.	16,3	0,0	13,4	16,4	2,9	20,6	15,9	12,0	-69,0	4,0
mar.	-215,2	2,5	-29,1	23,2	-2,1	32,8	0,7	-140,7	-125,2	22,7
apr. ^(p)	219,7	7,1	8,0	70,5	2,2	21,5	0,6	110,8	29,7	-30,6

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati adottata da uno Stato membro a dicembre 2010 ha determinato un aumento di questa posizione.
- 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.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

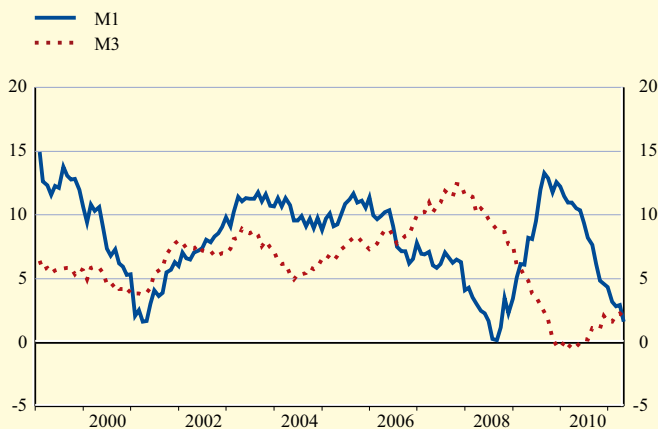
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

	M1		M2	M3-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	Prestiti		Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni ⁴⁾
										10		11
Consistenze												
2009	4.498,8	3.701,6	8.200,4	1.134,1	9.334,5	-	6.764,0	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,3
2010	4.702,6	3.696,8	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.314,0	3.268,6	13.366,0	11.035,2	-	612,7
2010 4° trim.	4.702,6	3.696,8	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.314,0	3.268,6	13.366,0	11.035,2	-	612,7
2011 1° trim.	4.713,4	3.744,6	8.458,0	1.136,5	9.594,5	-	7.447,0	3.090,3	13.422,2	11.128,7	-	787,5
2011 gen.	4.693,7	3.720,8	8.414,6	1.110,8	9.525,3	-	7.319,4	3.257,5	13.421,2	11.078,7	-	614,9
feb.	4.693,4	3.738,5	8.431,9	1.140,6	9.572,6	-	7.390,6	3.243,1	13.494,5	11.142,2	-	651,6
mar.	4.713,4	3.744,6	8.458,0	1.136,5	9.594,5	-	7.447,0	3.090,3	13.422,2	11.128,7	-	787,5
apr. ^(p)	4.694,1	3.752,1	8.446,2	1.139,9	9.586,1	-	7.476,0	3.073,5	13.434,9	11.145,3	-	777,8
Transazioni												
2009	490,4	-368,0	122,5	-160,4	-37,9	-	422,8	307,6	90,1	-14,7	26,0	125,2
2010	194,9	-11,5	183,5	-24,1	159,4	-	266,4	356,3	202,2	200,4	248,0	-81,1
2010 4° trim.	15,9	5,4	21,3	-0,9	20,3	-	83,8	183,3	56,3	78,6	104,2	-36,5
2011 1° trim.	15,1	39,8	54,9	-9,3	45,6	-	83,3	-48,8	70,3	72,8	47,3	166,6
2011 gen.	-11,5	22,2	10,6	-38,0	-27,3	-	26,4	-12,7	40,6	29,9	18,7	15,6
feb.	5,0	11,5	16,5	26,9	43,4	-	43,5	-5,9	49,4	40,3	44,8	16,1
mar.	21,7	6,2	27,8	1,8	29,6	-	13,4	-30,3	-19,7	2,5	-16,2	134,9
apr. ^(p)	-13,4	9,7	-3,7	3,2	-0,5	-	40,7	-14,0	19,4	27,7	32,2	-13,2
Variazioni percentuali												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,2	125,2
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,3	-81,1
2010 4° trim.	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,5	1,8	2,3	-81,1
2011 1° trim.	3,0	2,3	2,7	-0,6	2,3	2,1	4,0	8,0	2,2	2,5	2,8	83,6
2011 gen.	3,2	1,2	2,3	-3,3	1,6	1,8	3,6	12,0	2,0	2,4	2,7	-76,4
feb.	2,9	1,9	2,4	0,0	2,1	2,0	4,1	10,8	2,2	2,6	3,0	-41,6
mar.	3,0	2,3	2,7	-0,6	2,3	2,1	4,0	8,0	2,2	2,5	2,8	83,6
apr. ^(p)	1,7	3,3	2,4	-0,7	2,0	.	4,0	7,4	2,2	2,6	2,9	79,3

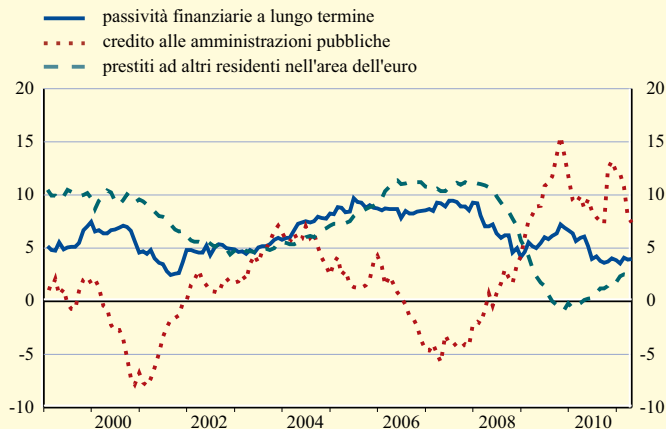
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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/agggregates/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⁾

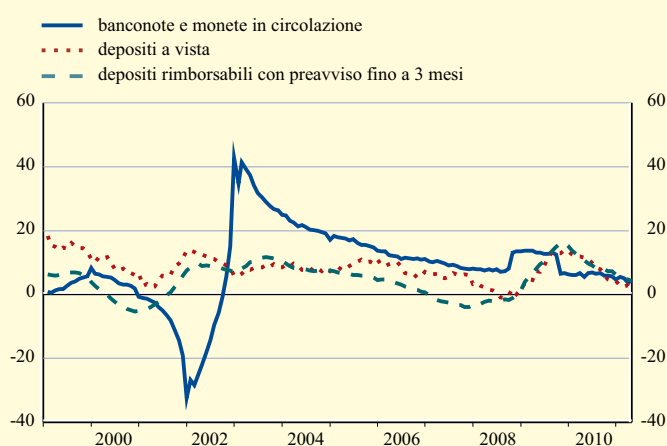
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

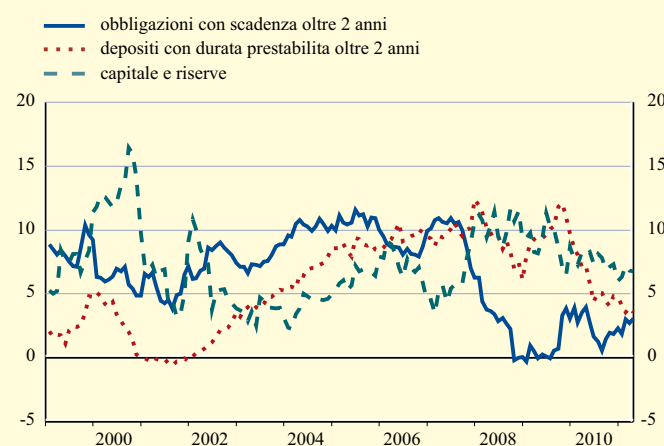
	Banconote e monete in circolazione	Depositi a vista	Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni	Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi	Pronti contro termine	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari	Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni	Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni	Depositi 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											
2009	757,5	3.741,2	1.896,8	1.804,8	334,3	668,1	131,8	2.635,4	132,5	2.207,9	1.788,3
2010	793,6	3.909,0	1.786,5	1.910,3	433,8	570,2	121,2	2.753,0	118,4	2.435,9	2.006,7
2010 4° trim.	793,6	3.909,0	1.786,5	1.910,3	433,8	570,2	121,2	2.753,0	118,4	2.435,9	2.006,7
2011 1° trim.	802,7	3.910,8	1.822,3	1.922,3	414,1	568,5	153,9	2.815,4	119,6	2.469,3	2.042,7
2011 gen.	802,6	3.891,2	1.810,7	1.910,1	408,4	575,0	127,3	2.761,8	118,6	2.440,8	1.998,2
feb.	804,8	3.888,6	1.820,3	1.918,2	441,3	573,7	125,6	2.781,1	119,3	2.453,5	2.036,6
mar.	802,7	3.910,8	1.822,3	1.922,3	414,1	568,5	153,9	2.815,4	119,6	2.469,3	2.042,7
apr. ^(p)	802,5	3.891,6	1.828,7	1.923,4	418,5	563,6	157,9	2.818,5	119,6	2.479,5	2.058,3
Transazioni											
2009	44,3	446,1	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,2
2010	36,0	158,9	-124,7	113,2	95,2	-101,2	-18,1	61,3	-14,1	108,2	111,0
2010 4° trim.	2,9	12,9	-12,2	17,6	29,5	-22,2	-8,2	28,1	-3,9	29,0	30,7
2011 1° trim.	9,2	5,9	34,9	5,0	-8,3	-22,2	21,2	41,7	1,2	7,2	33,2
2011 gen.	8,7	-20,2	23,1	-1,0	-25,6	-18,4	6,0	13,1	0,2	6,0	7,1
feb.	2,3	2,7	8,1	3,5	32,9	-3,8	-2,2	23,8	0,7	-5,0	23,9
mar.	-1,8	23,4	3,7	2,5	-15,7	0,0	17,5	4,8	0,3	6,2	2,2
apr. ^(p)	-0,1	-13,2	10,4	-0,7	4,6	-4,7	3,4	19,6	0,0	8,4	12,8
Variazioni percentuali											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	8,7
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	6,0
2010 4° trim.	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	6,0
2011 1° trim.	3,7	2,8	-0,2	4,8	21,9	-13,1	-0,2	2,7	-9,4	3,9	6,8
2011 gen.	5,4	2,8	-3,1	5,6	26,0	-16,5	-9,1	1,9	-10,3	4,1	6,3
feb.	5,1	2,4	-1,4	5,2	31,7	-15,1	-6,0	3,0	-9,3	3,6	7,3
mar.	3,7	2,8	-0,2	4,8	21,9	-13,1	-0,2	2,7	-9,4	3,9	6,8
apr. ^(p)	4,3	1,1	2,2	4,4	20,0	-13,0	1,6	3,0	-8,9	3,6	6,8

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)}

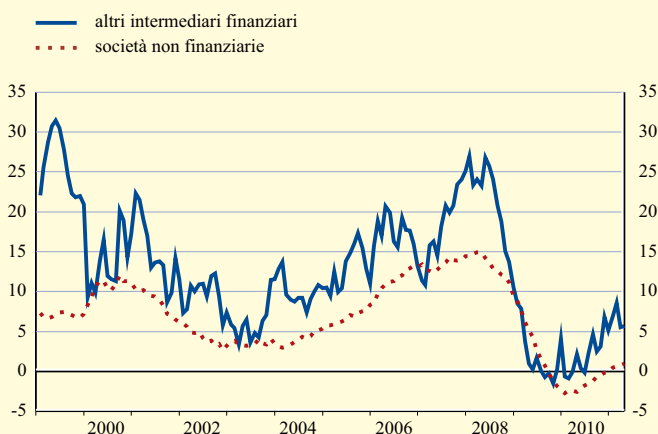
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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										
2009	89,0	1.060,7	4.690,9	1.187,8	937,6	2.565,5	4.952,2	631,3	3.546,6	774,3
2010	95,0	1.112,8	4.668,1	1.127,2	899,0	2.641,9	5.159,4	639,5	3.701,3	818,6
2010 4° trim.	95,0	1.112,8	4.668,1	1.127,2	899,0	2.641,9	5.159,4	639,5	3.701,3	818,6
2011 1° trim.	87,8	1.106,9	4.705,6	1.146,5	883,3	2.675,8	5.228,4	637,3	3.762,1	829,0
2011 gen.	93,3	1.104,8	4.693,9	1.146,3	898,0	2.649,5	5.186,7	636,8	3.725,0	824,9
feb.	97,1	1.145,3	4.705,7	1.153,0	897,2	2.655,5	5.194,1	636,1	3.729,5	828,5
mar.	87,8	1.106,9	4.705,6	1.146,5	883,3	2.675,8	5.228,4	637,3	3.762,1	829,0
apr. ^(p)	86,0	1.120,2	4.699,9	1.146,7	878,4	2.674,8	5.239,3	637,5	3.775,7	826,1
Transazioni										
2009	-13,6	40,8	-107,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	53,6	-7,5	-41,8	-21,7	56,0	147,2	-6,1	132,5	20,8
2010 4° trim.	2,6	39,3	-15,2	-4,8	-14,9	4,4	51,9	-0,6	45,8	6,7
2011 1° trim.	-3,1	-21,4	38,0	20,1	-2,9	20,8	59,4	-1,3	58,9	1,8
2011 gen.	-1,6	-6,9	18,2	15,2	-2,0	5,0	20,3	-0,6	19,8	1,1
feb.	3,8	14,0	15,8	5,5	1,6	8,7	6,7	-0,3	4,8	2,2
mar.	-5,4	-28,5	4,0	-0,7	-2,4	7,1	32,4	-0,4	34,3	-1,4
apr. ^(p)	-1,8	16,3	1,1	3,0	-6,3	4,4	12,2	0,3	10,8	1,0
Variazioni percentuali										
2009	-13,2	4,2	-2,2	-13,1	-2,0	3,7	1,3	-0,2	1,5	1,9
2010	8,0	4,9	-0,2	-3,5	-2,3	2,2	2,9	-1,0	3,7	2,6
2010 4° trim.	8,0	4,9	-0,2	-3,5	-2,3	2,2	2,9	-1,0	3,7	2,6
2011 1° trim.	5,7	5,6	0,8	-0,4	-1,8	2,2	3,4	-0,7	4,4	2,0
2011 gen.	7,2	7,1	0,4	-1,8	-1,9	2,3	3,1	-0,7	4,0	2,4
feb.	8,6	8,6	0,6	-1,0	-1,9	2,2	3,0	-0,6	3,8	2,4
mar.	5,7	5,6	0,8	-0,4	-1,8	2,2	3,4	-0,7	4,4	2,0
apr. ^(p)	1,0	5,8	1,0	0,9	-2,4	2,2	3,4	-0,6	4,4	1,8

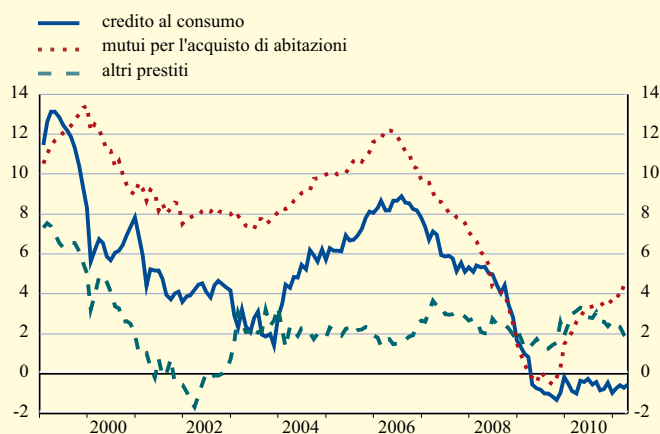
F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie ²⁾

(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												
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.105,4	587,7	206,4	311,3	4.668,1	1.120,5	898,6	2.649,0
2010 4° trim.	86,2	66,6	5,2	14,4	1.105,4	587,7	206,4	311,3	4.668,1	1.120,5	898,6	2.649,0
2011 1° trim.	86,8	66,6	5,8	14,5	1.105,8	581,4	208,6	315,8	4.704,6	1.147,4	883,4	2.673,8
2011 feb.	94,6	74,3	5,8	14,5	1.128,7	600,1	214,6	314,0	4.704,5	1.153,3	895,5	2.655,8
mar.	86,8	66,6	5,8	14,5	1.105,8	581,4	208,6	315,8	4.704,6	1.147,4	883,4	2.673,8
apr. ^(p)	87,7	67,8	5,4	14,5	1.125,2	602,1	207,7	315,3	4.702,4	1.149,9	879,0	2.673,5
Transazioni												
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	55,2	17,4	8,3	29,4	-7,8	-42,0	-21,7	55,9
2010 4° trim.	-7,4	-6,9	-0,5	0,0	16,8	1,1	5,2	10,5	-8,9	-9,6	-15,4	16,0
2011 1° trim.	4,7	5,0	0,6	-0,9	-15,2	-5,6	-11,2	1,6	37,0	27,7	-2,4	11,7
2011 feb.	3,8	3,0	0,7	0,0	9,1	8,9	0,5	-0,3	9,3	2,4	1,4	5,4
mar.	-3,9	-2,8	0,0	-1,0	-13,1	-11,7	-4,0	2,6	4,2	-0,1	-0,5	4,9
apr. ^(p)	1,0	1,2	-0,3	0,0	22,4	22,3	-0,5	0,6	4,6	5,4	-5,9	5,1
Variazioni percentuali												
2010	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,1	2,8	3,9	10,4	-0,2	-3,6	-2,3	2,2
2010 4° trim.	8,4	17,5	-25,2	-9,1	5,1	2,8	3,9	10,4	-0,2	-3,6	-2,3	2,2
2011 1° trim.	5,7	11,3	0,5	-14,9	5,5	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,2
2011 feb.	8,6	13,5	3,2	-9,4	8,6	10,2	2,6	8,9	0,6	-1,0	-1,9	2,2
mar.	5,7	11,3	0,5	-14,9	5,5	4,6	1,6	9,6	0,8	-0,3	-1,8	2,2
apr. ^(p)	0,9	5,3	-7,6	-14,5	5,7	5,4	1,0	9,6	1,0	0,9	-2,3	2,2

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													
2010	5.168,1	641,9	147,1	186,5	308,3	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	146,7	85,7	587,0
2010 4° trim.	5.168,1	641,9	147,1	186,5	308,3	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	146,7	85,7	587,0
2011 1° trim.	5.218,4	634,0	140,8	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,8	149,6	85,2	593,0
2011 feb.	5.185,3	630,8	140,5	183,9	306,3	3.727,6	14,0	55,0	3.658,5	827,0	148,6	85,6	592,7
mar.	5.218,4	634,0	140,8	186,9	306,3	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,8	149,6	85,2	593,0
apr. ^(p)	5.225,7	634,7	139,7	187,5	307,5	3.766,8	14,1	54,2	3.698,5	824,1	146,9	84,9	592,3
Transazioni													
2010	147,5	-6,2	-3,3	-8,8	5,9	133,1	-0,6	-3,7	137,4	20,6	-8,2	-4,4	33,3
2010 4° trim.	55,1	-0,2	3,2	-2,3	-1,1	47,6	0,1	-2,1	49,6	7,7	1,2	-1,0	7,4
2011 1° trim.	40,7	-7,0	-6,2	-1,7	0,8	47,8	-0,8	-0,1	48,6	0,0	-0,6	-1,6	2,1
2011 feb.	2,1	-2,8	-1,9	-0,8	0,0	3,2	-0,4	0,3	3,3	1,6	-0,3	-0,5	2,4
mar.	31,2	1,6	-1,4	1,0	2,0	30,7	0,0	-0,1	30,8	-1,0	0,8	-0,5	-1,3
apr. ^(p)	8,6	0,8	-0,3	0,0	1,2	7,6	0,0	0,2	7,4	0,2	-2,4	0,0	2,5
Variazioni percentuali													
2010	3,0	-1,0	-2,4	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-5,4	-5,1	6,1
2010 4° trim.	3,0	-1,0	-2,4	-4,5	2,0	3,7	-4,2	-6,2	3,9	2,6	-5,4	-5,1	6,1
2011 1° trim.	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,7	-3,7	4,6	2,0	-5,8	-5,9	5,3
2011 feb.	3,0	-0,6	-2,3	-4,2	2,6	3,9	-8,0	-5,9	4,1	2,4	-6,4	-5,2	6,0
mar.	3,4	-0,7	-2,8	-4,1	2,5	4,4	-7,7	-3,7	4,6	2,0	-5,8	-5,9	5,3
apr. ^(p)	3,4	-0,6	-2,8	-3,9	2,6	4,4	-8,1	-3,2	4,6	1,8	-6,4	-5,3	5,1

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)}

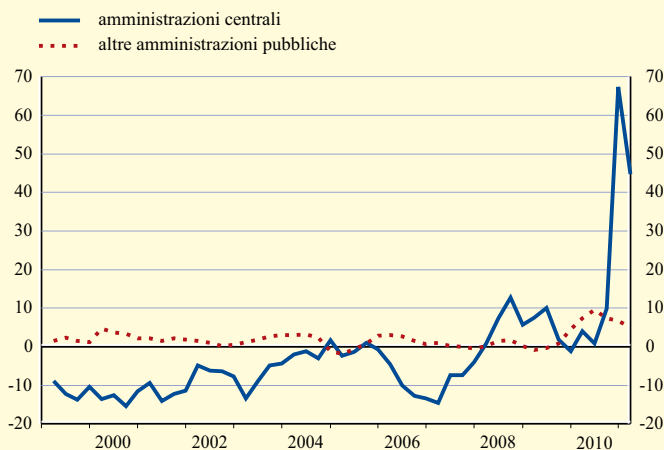
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

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										
2009	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1.220,0	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,2	952,8	49,5	903,3
2010 2° trim.	1.072,8	254,9	225,0	547,9	44,8	3.076,4	2.074,4	1.002,0	50,9	951,1
3° trim.	1.073,9	262,0	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,1	956,4	51,9	904,5
4° trim.	1.220,0	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,2	952,8	49,5	903,3
2011 1° trim. ^(p)	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.933,6	1.956,7	976,9	54,5	922,4
Transazioni										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,7	-345,6	-38,9	-1,4	-37,5
2010	207,2	156,1	15,3	24,1	12,3	5,2	9,6	-5,6	0,5	-6,0
2010 2° trim.	35,9	8,8	15,9	8,6	2,6	-20,1	1,4	-22,3	-0,7	-21,6
3° trim.	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,3	-11,6	-13,6	2,1	3,8	-1,7
4° trim.	138,7	126,7	2,0	8,8	1,5	-17,0	-2,2	-14,9	-2,0	-12,9
2011 1° trim. ^(p)	-28,3	-34,3	4,4	4,8	-3,2	54,8	-1,7	56,4	7,0	49,4
Variazioni percentuali										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,1	-3,0	-4,2
2010	20,6	67,3	7,3	4,6	36,3	0,5	0,6	-0,5	0,4	-0,6
2010 2° trim.	7,3	0,8	9,1	7,0	56,8	-1,3	-1,6	-1,3	-4,2	-1,2
3° trim.	7,9	9,9	6,5	5,4	45,1	0,9	1,3	-0,6	1,6	-0,7
4° trim.	20,6	67,3	7,3	4,6	36,3	0,5	0,6	-0,5	0,4	-0,6
2011 1° trim. ^(p)	14,3	44,8	9,8	3,4	1,5	0,5	-0,8	2,1	16,0	1,3

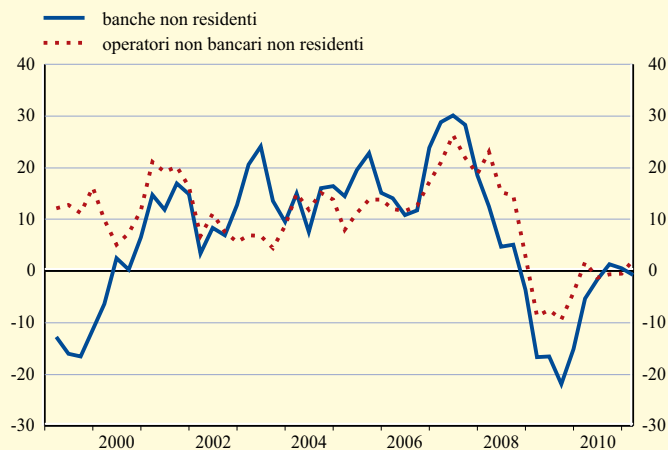
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

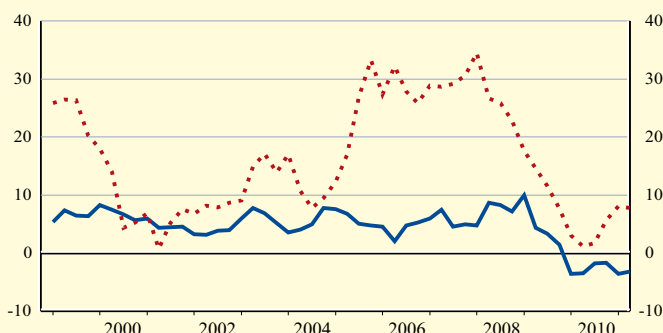
1. Depositi degli intermediari finanziari

	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														
2009	738,5	84,1	86,9	543,7	2,2	1,4	20,2	1.871,2	311,7	335,1	957,5	15,9	0,0	250,9
2010	716,9	84,7	79,4	528,3	2,4	0,3	21,9	2.167,1	359,8	305,2	1.132,6	8,7	0,5	360,3
2010 4° trim.	716,9	84,7	79,4	528,3	2,4	0,3	21,9	2.167,1	359,8	305,2	1.132,6	8,7	0,5	360,3
2011 1° trim.	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.161,9	371,0	291,7	1.142,7	11,8	0,5	344,2
2011 gen.	730,9	97,4	80,3	527,9	2,6	0,2	22,5	2.135,3	381,3	293,8	1.123,9	8,9	0,5	326,9
feb.	721,5	89,4	80,1	528,2	2,8	0,2	20,7	2.181,5	375,9	298,7	1.128,3	11,1	0,5	367,0
mar.	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.161,9	371,0	291,7	1.142,7	11,8	0,5	344,2
apr. ^(p)	720,3	85,2	83,1	526,0	3,9	0,2	21,8	2.189,2	375,8	299,0	1.147,9	11,1	0,5	354,8
Transazioni														
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0
2010	-26,5	-3,5	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,2	44,6	-38,9	52,8	-7,8	0,4	105,0
2010 4° trim.	-18,0	-4,7	-10,2	-4,6	-0,2	0,0	1,8	26,0	-20,0	2,6	31,5	-0,3	-0,3	12,4
2011 1° trim.	-0,9	3,2	-0,3	-1,3	0,3	0,0	-2,9	-6,3	15,4	-6,3	-13,0	1,0	0,1	-3,5
2011 gen.	13,7	12,8	0,6	-0,4	0,1	0,0	0,6	-27,4	22,2	-9,0	-7,5	0,1	0,0	-33,2
feb.	-9,3	-7,8	-0,2	0,3	0,1	0,0	-1,7	26,7	-3,3	3,0	-13,3	0,2	0,0	40,1
mar.	-5,3	-1,8	-0,7	-1,2	0,1	0,0	-1,7	-5,5	-3,5	-0,3	7,8	0,7	0,0	-10,3
apr. ^(p)	10,4	2,5	3,7	-0,5	0,9	0,0	3,8	28,3	5,9	8,0	4,4	-0,6	-0,1	10,7
Variazioni percentuali														
2009	-3,5	-1,1	-26,4	1,2	96,8	-	-11,8	3,1	1,5	-22,0	10,0	30,0	-	27,4
2010	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	10,1	-	7,8	8,1	14,3	-11,5	4,9	-48,1	-	41,6
2010 4° trim.	-3,6	-3,6	-9,4	-3,0	10,1	-	7,8	8,1	14,3	-11,5	4,9	-48,1	-	41,6
2011 1° trim.	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	6,5	-	-6,2	7,8	13,7	-5,0	4,5	-46,7	-	30,1
2011 gen.	-2,4	-0,5	-4,3	-2,6	7,1	-	0,5	6,7	11,3	-10,8	4,1	-51,0	-	38,5
feb.	-2,7	-4,6	-7,2	-2,4	9,8	-	19,8	7,5	13,3	-9,6	3,2	-49,8	-	41,8
mar.	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	6,5	-	-6,2	7,8	13,7	-5,0	4,5	-46,7	-	30,1
apr. ^(p)	-1,6	-1,5	-1,7	-2,7	37,2	-	25,8	5,8	3,7	1,5	3,9	-52,9	-	22,9

F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

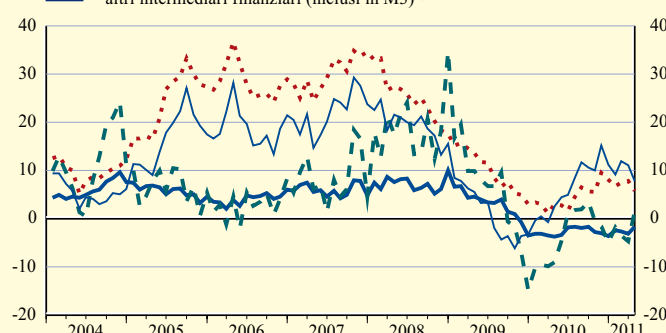
- società di assicurazione e fondi pensione (totale)
- altri intermediari finanziari (totale)



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)}

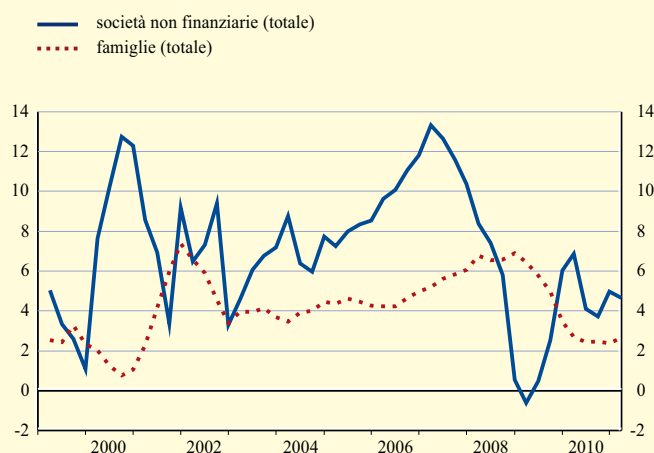
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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														
2009	1.601,2	999,2	434,5	80,7	68,7	1,7	16,3	5.601,7	2.156,9	996,5	607,1	1.680,2	123,7	37,3
2010	1.671,8	1.035,7	459,9	87,2	73,3	1,5	14,2	5.739,2	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2010 4° trim.	1.671,8	1.035,7	459,9	87,2	73,3	1,5	14,2	5.739,2	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 1° trim.	1.649,0	1.000,4	464,2	90,8	77,6	2,0	14,0	5.767,1	2.224,0	908,3	681,3	1.811,9	110,2	31,4
2011 gen.	1.614,9	986,6	451,2	88,2	76,5	1,5	11,0	5.754,3	2.233,9	905,6	670,6	1.804,0	110,0	30,2
feb.	1.608,4	975,0	453,4	89,8	76,9	2,1	11,2	5.758,2	2.225,1	907,5	676,1	1.808,4	110,1	31,0
mar.	1.649,0	1.000,4	464,2	90,8	77,6	2,0	14,0	5.767,1	2.224,0	908,3	681,3	1.811,9	110,2	31,4
apr. ⁴⁾	1.647,8	998,3	459,4	92,5	78,2	2,0	17,3	5.797,8	2.247,3	904,8	687,6	1.816,2	109,4	32,5
Transazioni														
2009	91,1	112,3	-70,1	15,1	40,8	0,4	-7,4	187,7	320,5	-371,5	85,9	190,5	8,6	-46,3
2010	79,5	40,3	24,7	8,9	7,9	-0,2	-2,1	133,0	81,8	-98,9	58,7	113,5	-14,6	-7,5
2010 4° trim.	71,8	45,6	23,1	2,4	-1,2	-0,6	2,4	87,5	41,2	4,9	12,5	31,1	-0,5	-1,6
2011 1° trim.	-33,3	-36,6	1,9	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,2	-23,6	2,9	14,3	22,1	-0,2	1,7
2011 gen.	-59,2	-50,7	-9,3	1,0	3,0	0,0	-3,2	12,0	-11,5	3,0	5,4	15,0	-0,3	0,4
feb.	-5,9	-8,6	2,5	1,6	-2,1	0,6	0,2	4,2	-8,8	2,0	5,5	4,5	0,1	0,8
mar.	31,7	22,7	8,7	-0,5	0,1	0,0	0,7	0,9	-3,3	-2,2	3,4	2,6	0,0	0,4
apr. ⁴⁾	3,3	1,0	-2,0	0,8	0,6	0,0	3,0	31,0	24,9	-2,9	6,3	2,4	-0,8	1,1
Variazioni percentuali														
2009	6,0	12,7	-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	5,0	4,0	5,6	11,1	11,6	-10,5	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2010 4° trim.	5,0	4,0	5,6	11,1	11,6	-10,5	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,7	-20,2
2011 1° trim.	4,7	2,3	8,7	11,0	6,5	12,3	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,4	-12,9
2011 gen.	4,9	2,7	7,8	11,1	16,1	-14,2	-16,3	2,2	2,4	-6,3	8,8	5,9	-10,9	-18,5
feb.	5,5	3,0	9,4	12,8	9,7	19,0	-4,1	2,3	1,9	-4,2	8,0	5,7	-10,4	-16,1
mar.	4,7	2,3	8,7	11,0	6,5	12,3	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,4	-12,9
apr. ⁴⁾	4,1	1,1	10,0	7,1	4,6	9,3	13,5	3,0	2,6	-1,9	7,7	5,3	-9,7	-3,9

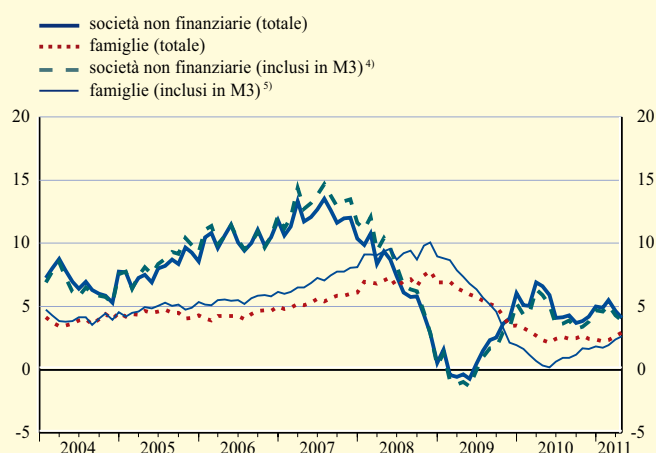
F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

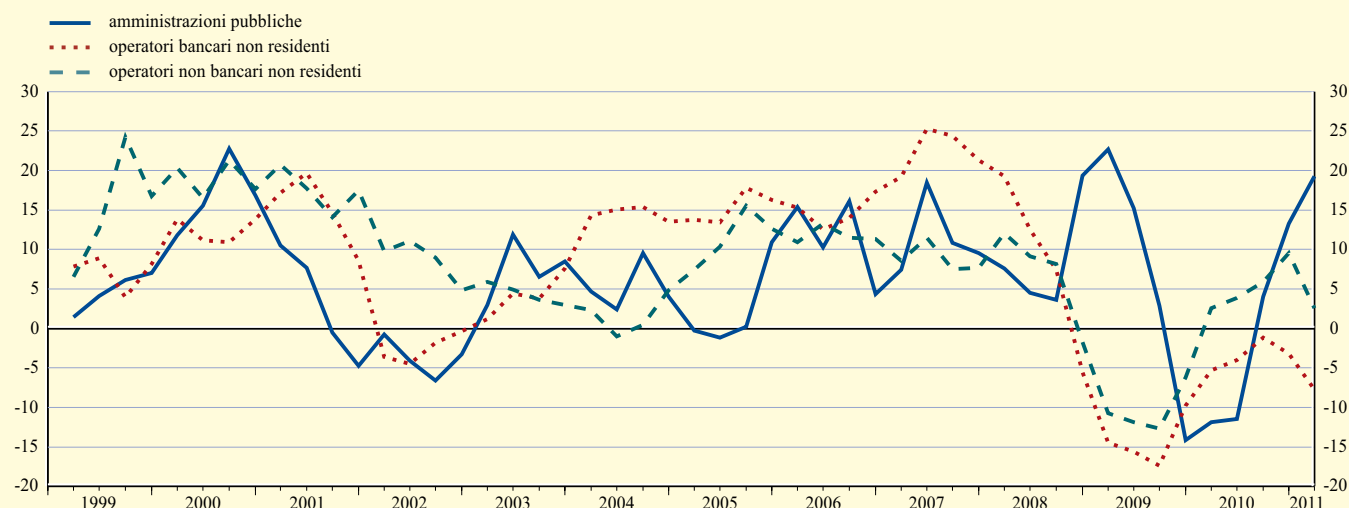
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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										
2008	444,7	190,8	52,1	116,1	85,8	3.713,6	2.816,2	897,3	65,6	831,7
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3.369,4	2.532,8	836,7	56,7	780,0
2010 2° trim.	412,5	167,5	54,5	113,7	76,8	3.701,7	2.691,2	1.010,5	47,9	962,6
3° trim.	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.594,0	986,8	48,0	938,8
4° trim.	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.488,5	1.000,3	45,9	954,3
2011 1° trim. ^(p)	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.310,1	2.346,7	963,5	41,4	922,0
Transazioni										
2008	72,7	63,4	-6,5	8,7	7,1	-183,2	-165,8	-17,5	-36,8	19,4
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-330,6	-275,3	-55,3	-4,5	-50,8
2010 2° trim.	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-82,6	81,9	7,4	74,5
3° trim.	12,1	-1,2	4,1	5,1	4,2	-9,7	-28,4	18,7	-1,1	19,9
4° trim.	9,3	8,6	4,3	-1,8	-1,8	16,4	4,6	11,5	2,2	9,4
2011 1° trim. ^(p)	5,4	19,3	-11,0	-2,2	-0,5	-102,5	-108,3	5,2	-2,7	7,8
Variazioni percentuali										
2008	19,4	49,9	-11,0	8,1	8,8	-4,4	-5,6	-1,7	-25,6	2,7
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,8	-6,2	-7,0	-6,1
2010 2° trim.	-11,5	-21,6	11,6	-4,7	-6,0	-2,0	-4,0	3,9	8,9	3,5
3° trim.	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	5,9	14,2	5,4
4° trim.	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,5	12,5	9,2
2011 1° trim. ^(p)	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,8	-7,7	2,6	-10,7	3,4

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.

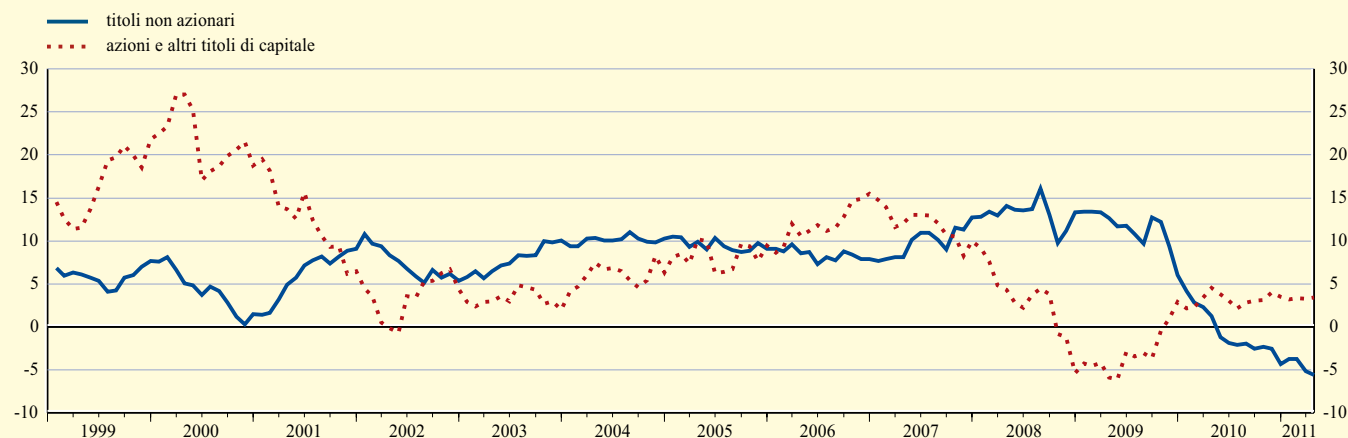
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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												
2009	6.207,8	1.970,8	109,1	1.466,1	16,0	1.458,6	39,4	1.147,8	1.516,3	435,0	801,1	280,2
2010	5.989,9	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.500,1	27,8	1.052,0	1.535,6	445,3	787,7	302,7
2010 4° trim.	5.989,9	1.778,5	107,4	1.507,7	16,4	1.500,1	27,8	1.052,0	1.535,6	445,3	787,7	302,7
2011 1° trim.	5.760,6	1.714,8	102,5	1.392,9	19,9	1.464,4	28,7	1.037,4	1.504,8	437,3	765,6	301,9
2011 gen.	6.023,8	1.787,2	105,7	1.525,3	17,7	1.489,9	26,4	1.071,6	1.552,5	448,2	802,7	301,6
feb.	6.029,2	1.794,7	102,3	1.529,3	18,6	1.496,5	27,5	1.060,4	1.541,7	449,3	794,2	298,2
mar.	5.760,6	1.714,8	102,5	1.392,9	19,9	1.464,4	28,7	1.037,4	1.504,8	437,3	765,6	301,9
apr. ^(p)	5.711,8	1.701,8	94,8	1.401,9	19,0	1.468,5	24,8	1.001,0	1.557,7	438,5	810,0	309,3
Transazioni												
2009	354,9	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,0	43,0	29,1	11,6	2,3
2010	-269,2	-167,0	-7,2	42,6	-2,0	10,2	-14,6	-131,1	53,7	27,8	5,1	20,8
2010 4° trim.	-206,2	-70,8	0,5	-26,3	-1,4	-7,9	-2,9	-97,4	22,2	3,3	13,2	5,8
2011 1° trim.	-5,8	-6,9	1,1	8,3	4,4	-30,8	2,3	15,8	5,2	2,3	6,4	-3,4
2011 gen.	47,9	10,1	0,3	16,7	1,6	-9,8	-0,8	29,8	13,6	2,4	13,2	-2,0
feb.	10,7	8,2	-2,8	5,3	1,0	6,3	1,6	-8,8	-12,6	0,6	-9,2	-4,0
mar.	-64,4	-25,2	3,6	-13,7	1,8	-27,3	1,6	-5,2	4,3	-0,7	2,4	2,5
apr. ^(p)	-30,3	-13,6	-4,8	10,3	-0,4	1,5	-3,2	-20,2	49,3	0,7	41,8	6,8
Variazioni percentuali												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-15,8	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,2	0,7	-35,0	-11,1	3,5	6,4	0,6	7,5
2010 4° trim.	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,2	0,7	-35,0	-11,1	3,5	6,4	0,6	7,5
2011 1° trim.	-5,1	-9,2	-4,5	-1,0	14,2	-0,2	-25,6	-9,5	3,3	4,0	3,1	2,7
2011 gen.	-3,7	-8,2	-4,4	3,3	-15,5	0,5	-37,7	-9,0	3,2	4,0	1,7	6,4
feb.	-3,7	-7,2	-4,7	1,8	6,6	0,7	-31,8	-9,8	3,4	5,1	2,0	4,6
mar.	-5,1	-9,2	-4,5	-1,0	14,2	-0,2	-25,6	-9,5	3,3	4,0	3,1	2,7
apr. ^(p)	-5,5	-9,3	-7,7	-1,0	12,7	-0,6	-33,5	-10,7	3,5	1,4	4,3	4,6

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
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	-7,3	-2,7	-2,0	-2,6	-4,7	-0,2	-0,2	-4,3	-8,7	-1,1	-1,6	-6,0
2010 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
4° trim.	-1,8	-0,7	-0,4	-0,7	-1,8	-0,1	-0,1	-1,6	-3,3	-0,1	-0,6	-2,5
2011 1° trim.	-1,6	-0,7	-0,3	-0,6	-0,8	0,0	0,0	-0,8	-1,6	-0,1	-0,2	-1,2
2011 gen.	-0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,1	-0,1	-0,5
feb.	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,5	0,0	-0,1	-0,4
mar.	-0,8	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,4	0,0	-0,1	-0,3
apr. ^(p)	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4

2. Cancellazioni/svalutazioni contabili di prestiti a società non finanziarie e a non residenti nell'area dell'euro

	Società non finanziarie				Non residenti 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
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	-60,2	-24,6	-20,4	-15,2	-3,7	-1,1	-2,6
2010 3° trim.	-10,3	-4,0	-2,8	-3,6	-0,4	-0,3	-0,2
4° trim.	-20,6	-8,0	-7,3	-5,3	-1,2	0,1	-1,3
2011 1° trim.	-6,4	-2,0	-1,9	-2,5	-0,3	0,1	-0,4
2011 gen.	-1,6	-0,7	-0,4	-0,5	-0,2	0,0	-0,2
feb.	-1,0	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
mar.	-3,8	-1,0	-1,2	-1,6	-0,1	0,1	-0,2
apr. ^(p)	-1,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,1

3. Rivalutazioni di titoli detenuti dalle IFM

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti nell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Non-euro	Euro	Non-euro	Euro	Non-euro					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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	3,8	7,9	0,2	-2,3	-0,1	0,4	0,8	-3,0	2,2	-5,4	4,1	3,5
2010	-5,4	1,0	0,0	-10,3	0,8	-2,5	-1,2	6,9	-17,1	-5,4	-8,1	-3,6
2010 3° trim.	16,0	4,1	-0,2	6,3	0,3	3,3	-1,4	3,6	2,0	-0,2	5,0	-2,8
4° trim.	-27,2	-5,2	-0,5	-14,7	-0,1	-4,2	0,0	-2,6	-6,8	-2,2	-6,2	1,6
2011 1° trim.	-5,8	-1,6	-0,3	-1,6	0,0	-0,5	-0,5	-1,1	2,4	0,5	1,7	0,2
2011 gen.	-2,4	-1,5	-0,3	0,4	0,0	-0,4	0,0	-0,5	2,3	0,8	1,7	-0,3
feb.	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	1,7	-0,4	-0,3	1,8	0,2	1,0	0,6
mar.	-3,3	-0,1	0,0	-1,1	0,0	-1,8	-0,1	-0,3	-1,7	-0,5	-1,0	-0,1
apr. ^(p)	0,5	0,1	-0,1	-1,2	0,0	1,3	0,0	0,5	3,6	0,5	2,6	0,5

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) 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														
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	6.281,6	92,9	7,1	4,4	0,3	1,2	0,7	10.187,4	97,0	3,0	1,9	0,2	0,1	0,4
2010 2° trim.	6.544,3	92,4	7,6	4,5	0,3	1,3	0,9	10.464,4	97,0	3,0	2,0	0,2	0,1	0,4
3° trim.	6.095,9	92,5	7,5	4,5	0,3	1,2	0,8	10.515,0	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
4° trim.	5.774,1	92,9	7,1	4,1	0,3	1,3	0,8	10.722,6	97,1	2,9	1,9	0,2	0,1	0,4
2011 1° trim. ^(p)	5.695,8	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.764,3	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
Non residenti dell'area dell'euro														
2008	2.816,2	48,3	51,7	33,4	2,8	2,6	10,2	897,3	54,9	45,1	28,7	1,4	1,9	9,4
2009	2.532,8	49,2	50,8	34,2	1,8	2,2	9,6	836,7	53,5	46,5	31,4	1,1	1,7	7,5
2010 2° trim.	2.691,2	52,9	47,1	30,8	2,1	1,6	9,5	1.010,5	55,3	44,7	31,7	1,1	1,4	6,4
3° trim.	2.594,0	51,4	48,6	32,4	2,3	1,6	9,3	986,8	57,2	42,8	30,3	1,2	1,3	5,8
4° trim.	2.488,5	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	1.000,3	58,8	41,2	29,4	1,2	1,4	5,1
2011 1° trim. ^(p)	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	963,5	58,1	41,9	29,6	1,4	1,5	4,4

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
2008	5.101,8	83,3	16,7	8,4	2,0	1,9	2,5
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010 2° trim.	5.244,3	81,6	18,4	10,0	1,8	2,0	2,5
3° trim.	5.143,2	82,3	17,7	9,4	1,7	2,0	2,4
4° trim.	5.082,1	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 1° trim. ^(p)	5.152,0	82,1	17,9	9,6	1,6	2,0	2,3

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														
2008	6.307,7	-	-	-	-	-	11.748,1	95,9	4,1	2,1	0,3	1,1	0,4	
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4	
2010 2° trim.	6.210,4	-	-	-	-	-	12.060,4	95,8	4,2	2,2	0,3	1,1	0,4	
3° trim.	5.841,7	-	-	-	-	-	12.056,1	96,0	4,0	2,0	0,2	1,1	0,4	
4° trim.	5.515,1	-	-	-	-	-	12.247,9	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4	
2011 1° trim. ^(p)	5.489,7	-	-	-	-	-	12.302,7	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4	
Non residenti nell'area dell'euro														
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	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 2° trim.	2.074,4	46,5	53,5	29,9	2,7	3,0	11,9	1.002,0	39,2	60,8	43,4	1,4	3,4	7,7
3° trim.	1.995,1	45,9	54,1	29,6	3,3	3,0	12,0	956,4	40,6	59,4	41,7	1,4	3,6	7,3
4° trim.	2.010,2	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,8	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 1° trim. ^(p)	1.956,7	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,4	7,1

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														
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	2.079,9	94,8	5,2	3,1	0,2	0,3	1,4	2.980,2	98,1	1,9	1,2	0,2	0,1	0,3
2010 2° trim.	2.024,5	94,2	5,8	3,5	0,2	0,3	1,5	3.080,3	98,5	1,5	0,8	0,2	0,1	0,4
3° trim.	1.968,5	94,6	5,4	3,0	0,2	0,3	1,6	3.108,5	98,5	1,5	0,9	0,2	0,1	0,4
4° trim.	1.885,9	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,0	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 1° trim. ^(p)	1.817,3	94,4	5,6	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
Emessi da non residenti nell'area dell'euro														
2008	580,3	54,1	45,9	28,6	0,9	0,5	13,3	646,4	39,0	61,0	37,1	6,4	0,8	11,0
2009	546,6	55,8	44,2	26,3	0,4	0,5	14,8	601,2	35,0	65,0	38,5	4,2	0,9	15,2
2010 2° trim.	559,0	53,4	46,6	27,4	0,4	0,9	15,2	642,5	29,0	71,0	43,7	4,5	0,6	15,1
3° trim.	535,8	52,2	47,8	27,7	0,4	0,9	16,1	607,5	30,0	70,0	42,4	4,5	0,6	15,0
4° trim.	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	517,0	32,5	67,5	41,8	3,8	0,9	13,3
2011 1° trim. ^(p)	526,3	50,5	49,5	26,6	0,3	1,1	17,0	511,1	33,7	66,3	39,5	4,8	0,7	13,0

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 set.	6.097,5	374,9	2.342,8	1.793,1	823,8	246,3	516,6
ott.	6.163,1	375,8	2.356,9	1.843,4	835,2	247,7	504,2
nov.	6.192,1	374,1	2.367,0	1.882,9	844,9	248,9	474,3
dic.	6.255,5	366,1	2.364,0	1.983,7	863,8	213,7	464,2
2011 gen.	6.282,1	379,6	2.350,5	1.981,8	863,0	217,6	489,5
feb.	6.360,3	385,3	2.367,0	2.010,2	869,1	218,6	510,0
mar. ^(p)	6.318,5	387,8	2.349,0	1.973,1	869,0	218,5	521,1
Transazioni							
2010 3° trim.	141,3	-14,0	65,1	15,0	17,7	-0,2	57,8
4° trim.	-0,5	-11,1	45,7	49,8	15,3	-2,8	-97,4
2011 1° trim. ^(p)	113,1	21,1	25,1	15,5	5,9	2,0	43,4

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			Detenute da non residenti nell'area dell'euro
				Fondi di investimento			
	1	2	3	4	5	6	7
Consistenze in essere							
2010 set.	6.097,5	126,4	5.514,9	4.346,3	624,3	1.168,6	456,1
ott.	6.163,1	122,2	5.594,1	4.397,9	636,6	1.196,2	446,9
nov.	6.192,1	119,6	5.642,4	4.396,9	640,2	1.245,5	430,1
dic.	6.255,5	111,5	5.747,4	4.466,9	657,0	1.280,6	396,6
2011 gen.	6.282,1	118,7	5.748,1	4.474,0	656,0	1.274,1	415,3
feb.	6.360,3	123,3	5.804,7	4.516,1	660,5	1.288,6	432,4
mar. ^(p)	6.318,5	128,4	5.751,0	4.442,6	657,0	1.308,4	439,1
Transazioni							
2010 3° trim.	141,3	-6,1	80,9	49,7	21,2	31,3	66,5
4° trim.	-0,5	-11,6	80,2	41,4	15,3	38,8	-69,0
2011 1° trim. ^(p)	113,1	11,7	55,4	2,6	1,8	52,7	46,1

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 ago.	5.466,8	1.821,5	1.510,5	1.333,1	259,6	105,3	436,8	5.386,4	80,4	1.180,6
set.	5.514,9	1.813,2	1.554,7	1.345,5	259,9	101,7	440,0	5.434,6	80,4	1.137,7
ott.	5.594,1	1.825,7	1.600,8	1.362,4	261,2	102,5	441,5	5.513,5	80,5	1.125,6
nov.	5.642,4	1.829,5	1.641,1	1.366,2	259,3	106,8	439,6	5.561,5	80,9	1.152,5
dic.	5.747,4	1.812,6	1.717,2	1.396,6	263,6	108,6	448,9	5.664,8	82,6	1.106,5
2011 gen.	5.748,1	1.804,3	1.714,4	1.401,0	264,5	108,8	455,1	5.663,0	85,1	1.090,4
feb.	5.804,7	1.817,0	1.735,4	1.416,6	266,0	109,9	459,6	5.719,5	85,1	1.097,9
mar. ^(p)	5.751,0	1.802,7	1.701,0	1.407,5	266,4	110,4	463,0	5.666,3	84,7	1.077,4
Transazioni										
set.	19,9	12,9	0,7	7,7	0,5	-1,2	-0,8	19,6	0,3	-17,8
ott.	33,9	13,0	16,5	3,6	1,0	0,5	-0,6	34,0	-0,2	-6,5
nov.	17,2	6,0	8,7	4,9	0,0	-0,6	-1,8	17,4	-0,2	6,0
dic.	29,1	-4,9	13,0	13,2	2,7	2,3	2,7	28,0	1,1	-35,2
2011 gen.	24,9	5,1	9,5	7,5	0,9	0,4	1,5	24,0	0,9	-9,6
feb.	21,0	9,9	3,7	5,6	0,2	0,8	0,9	21,2	-0,2	8,8
mar. ^(p)	9,4	3,8	-5,9	2,4	0,5	0,9	7,8	9,5	0,0	-8,7

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											
2010 2° trim.	2.273,1	1.436,7	379,9	706,7	192,4	6,0	151,6	836,4	229,0	326,0	16,0
3° trim.	2.342,8	1.469,6	384,7	721,0	193,5	6,4	164,0	873,2	242,4	330,7	16,3
4° trim.	2.364,0	1.428,9	375,1	690,8	192,7	6,1	164,1	935,2	247,0	365,2	16,1
2011 1° trim. ^(p)	2.349,0	1.427,9	382,4	674,1	200,7	5,4	165,3	921,1	245,0	354,0	14,1
Transazioni											
2010 3° trim.	65,1	16,4	2,9	2,9	2,0	0,0	8,7	48,6	9,7	20,3	0,4
4° trim.	45,7	-8,3	-3,3	-8,8	0,6	-0,2	3,4	54,0	6,4	29,6	-2,0
2011 1° trim. ^(p)	25,1	10,5	9,2	-8,8	8,0	-0,2	2,3	14,6	1,8	2,1	-1,0

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											
2010 2° trim.	1.714,0	671,2	74,0	-	34,0	23,9	539,2	1.042,8	140,8	316,0	78,1
3° trim.	1.793,1	712,4	79,7	-	37,4	24,2	571,0	1.080,7	153,9	314,5	67,2
4° trim.	1.983,7	747,9	76,7	-	39,8	25,1	606,2	1.235,8	171,4	354,9	83,7
2011 1° trim. ^(p)	1.973,1	783,5	88,9	-	44,5	26,1	623,9	1.189,6	167,2	364,6	71,3
Transazioni											
2010 3° trim.	15,0	9,7	-0,8	-	2,1	0,3	8,1	5,3	2,0	0,4	-8,5
4° trim.	49,8	4,4	4,1	-	2,0	-0,6	-1,1	45,4	5,0	3,8	6,6
2011 1° trim. ^(p)	15,5	12,1	5,8	-	2,9	-0,9	4,2	3,5	-0,4	16,1	-3,7

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											
2010 2° trim.	792,6	662,3	77,0	-	585,2	-	-	130,4	19,3	36,4	0,4
3° trim.	823,8	701,4	77,0	-	624,3	-	-	122,5	20,7	34,1	0,4
4° trim.	863,8	732,5	75,5	-	657,0	-	-	131,3	23,8	38,0	0,6
2011 1° trim. ^(p)	869,0	734,1	77,1	-	657,0	-	-	135,0	22,5	41,1	0,5
Transazioni											
2010 3° trim.	17,7	22,3	1,1	-	21,2	-	-	-4,6	1,0	-0,8	0,0
4° trim.	15,3	13,4	-1,9	-	15,3	-	-	1,9	0,5	1,4	0,1
2011 1° trim. ^(p)	5,9	3,5	1,7	-	1,8	-	-	2,4	-1,0	3,2	-0,1

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
4° trim. 2010						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						557
Saldo commerciale ¹⁾						-20
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	1.218	124	766	62	266	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	35	8	17	5	5	
Consumo di capitale fisso	356	98	199	12	48	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	532	272	238	25	-3	
Allocazione del conto dei redditi primari						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	659	36	262	300	61	96
Interessi	357	33	61	201	61	48
Altri redditi da capitale	303	3	200	99	0	48
Reddito nazionale netto ¹⁾	2.043	1.677	78	34	255	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	304	246	50	8	0	1
Contributi sociali	461	461				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	481	2	17	34	429	1
Altri trasferimenti correnti	206	80	28	48	50	9
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	113	46	16	1	50	7
Reddito netto disponibile ¹⁾	2.014	1.468	14	41	492	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.916	1.365			551	
Spese per consumi individuali	1.696	1.365			331	
Spese per consumi collettivi	220				220	
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⁾	99	118	13	27	-59	-4
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	451	141	223	13	74	
Investimenti fissi lordi	470	141	242	13	74	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-18	0	-19	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	1	-2	3	0	0	-1
Trasferimenti in conto capitale	73	10	5	7	51	7
Imposte in conto capitale	6	6	0	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	67	4	5	6	51	7
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	7	83	10	33	-119	-7
Discrepanza statistica	0	20	-20	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	Conti del mondo
4° trim. 2010						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						537
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.141	502	1.219	104	316	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	246					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.387					
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	532	272	238	25	-3	
Redditi da lavoro dipendente	1.219	1.219				4
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	296				296	-15
Redditi da capitale	656	221	102	308	24	100
Interessi	343	54	31	248	10	61
Altri redditi da capitale	312	167	71	60	14	39
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	2.043	1.677	78	34	255	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc.	305				305	1
Contributi sociali	461	1	18	51	391	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	479	479				3
Altri trasferimenti correnti	179	99	12	48	20	36
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	46			46		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	46	36	9	1	0	1
Altro	87	64	3	0	20	34
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	2.014	1.468	14	41	492	
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	99	118	13	27	-59	-4
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	356	98	199	12	48	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	77	15	30	13	18	3
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	71	15	30	13	12	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
4° trim. 2010								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.609	17.015	32.830	14.663	6.712	3.541	16.253
Oro monetario e DSP				386				
Banconote, monete e depositi		6.508	1.744	9.438	2.395	851	688	3.841
Titoli di debito a breve termine		46	120	617	301	49	32	653
Titoli di debito a lungo termine		1.442	277	6.369	2.453	2.546	349	3.554
Prestiti		69	3.266	13.075	3.642	480	482	1.808
<i>di cui a lungo termine</i>		52	1.747	10.160	2.589	351	404	.
Azioni e altre partecipazioni		4.362	7.533	1.902	5.641	2.353	1.341	5.712
Azioni quotate		769	1.454	381	1.897	437	267	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.178	5.712	1.194	2.943	423	873	.
Quote di fondi di investimento		1.415	367	327	801	1.493	202	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.669	178	3	0	280	4	199
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		514	3.898	1.040	231	153	645	487
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni attività finanziarie		147	154	-40	55	11	235	63
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		115	50	-3	5	-18	13	-84
Titoli di debito a breve termine		-12	-41	-36	-6	-5	19	-21
Titoli di debito a lungo termine		-4	57	-148	43	24	149	29
Prestiti		1	41	177	19	16	39	59
<i>di cui a lungo termine</i>		1	13	112	-30	2	36	.
Azioni e altre partecipazioni		-7	40	32	6	-4	-3	69
Azioni quotate		9	16	19	36	1	-7	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-1	26	15	-24	5	4	.
Quote di fondi di investimento		-16	-2	-2	-6	-10	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		50	-2	0	0	-2	0	2
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		3	10	-62	-12	1	19	9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		108	128	-258	187	-53	1	61
Oro monetario e DSP				35				
Banconote, monete e depositi		1	1	-216	31	1	0	11
Titoli di debito a breve termine		-1	1	0	3	0	0	-2
Titoli di debito a lungo termine		-65	-12	-46	-42	-81	-5	-101
Prestiti		0	8	15	5	0	0	37
<i>di cui a lungo termine</i>		0	5	3	5	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		180	284	-6	204	28	12	132
Azioni quotate		33	127	33	149	5	3	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		106	165	-24	21	7	2	.
Quote di fondi di investimento		41	-8	-14	34	16	8	.
Riserve tecniche di assicurazione		-12	0	0	0	-1	0	4
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		6	-153	-40	-12	0	-6	-20
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.864	17.298	32.532	14.905	6.670	3.777	16.378
Oro monetario e DSP				420				
Banconote, monete e depositi		6.624	1.794	9.220	2.430	833	700	3.768
Titoli di debito a breve termine		33	79	581	298	44	51	630
Titoli di debito a lungo termine		1.372	322	6.175	2.453	2.489	493	3.483
Prestiti		71	3.316	13.267	3.665	496	521	1.903
<i>di cui a lungo termine</i>		52	1.765	10.276	2.565	354	440	.
Azioni e altre partecipazioni		4.535	7.857	1.929	5.851	2.378	1.350	5.913
Azioni quotate		811	1.596	433	2.082	443	262	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.283	5.904	1.185	2.940	435	879	.
Quote di fondi di investimento		1.441	357	311	828	1.500	209	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.706	175	3	0	277	4	205
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		523	3.755	937	207	153	657	475
<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
4° trim. 2010								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.588	26.163	32.088	14.129	6.773	8.824	14.673
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			29	22.519	25	0	262	2.629
Titoli di debito a breve termine			77	685	80	0	735	241
Titoli di debito a lungo termine			819	4.614	2.740	38	5.876	2.903
Prestiti		5.999	8.612		3.329	280	1.499	3.104
<i>di cui a lungo termine</i>		5.642	6.020		1.821	103	1.289	.
Azioni e altre partecipazioni		7	12.554	2.764	7.736	450	8	5.326
Azioni quotate			3.542	487	211	123	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.012	1.139	2.195	326	8	.
Quote di fondi di investimento				1.138	5.331			.
Riserve tecniche di assicurazione		34	337	62	1	5.897	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		548	3.735	1.443	219	107	444	470
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.195	12.021	-9.148	743	534	-61	-5.283	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		43	164	-77	45	26	355	70
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	83	1	0	-9	1
Titoli di debito a breve termine			-6	-55	-3	0	-31	-6
Titoli di debito a lungo termine			10	-19	9	1	143	7
Prestiti		45	15		42	-22	220	52
<i>di cui a lungo termine</i>		41	10		20	1	70	.
Azioni e altre partecipazioni		0	75	-16	54	1	0	19
Azioni quotate			5	17	1	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	70	2	-34	1	0	.
Quote di fondi di investimento				-34	87			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	4	2	0	42	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-2	66	-72	-58	5	31	-2
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	7	103	-10	38	10	-15	-119	-7
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-4	328	-381	230	36	-222	153
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-189	0	0	0	17
Titoli di debito a breve termine			-1	2	0	0	0	0
Titoli di debito a lungo termine			-20	-69	-8	1	-221	-36
Prestiti		5	-2		35	4	1	21
<i>di cui a lungo termine</i>		5	-1		34	4	1	.
Azioni e altre partecipazioni		0	396	56	164	7	-1	212
Azioni quotate			266	-47	7	4	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	129	100	19	3	-1	.
Quote di fondi di investimento				3	138			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	-3	0	0	-7	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-9	-42	-181	39	30	-2	-60
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	126	112	-200	123	-43	-89	223	-91
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.627	26.655	31.629	14.404	6.835	8.957	14.895
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	22.413	26	0	253	2.647
Titoli di debito a breve termine			70	633	76	0	703	235
Titoli di debito a lungo termine			809	4.526	2.741	41	5.799	2.873
Prestiti		6.049	8.625		3.406	263	1.720	3.176
<i>di cui a lungo termine</i>		5.689	6.029		1.875	108	1.360	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.024	2.805	7.954	458	7	5.557
Azioni quotate			3.813	457	218	127	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.211	1.241	2.180	330	7	.
Quote di fondi di investimento				1.107	5.556			.
Riserve tecniche di assicurazione		34	338	64	1	5.932	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		537	3.759	1.190	200	142	473	407
<i>Ricchezza finanziaria netta¹⁾</i>	-1.062	12.237	-9.358	903	501	-166	-5.180	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2006	2007	2008	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° 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	4.075	4.261	4.440	4.424	4.428	4.445	4.460	4.483
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	127	136	132	113	109	109	113	115
Consumo di capitale fisso	1.253	1.320	1.383	1.399	1.399	1.403	1.409	1.416
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.191	2.344	2.327	2.124	2.144	2.177	2.196	2.218
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	3.034	3.636	3.882	2.941	2.811	2.748	2.744	2.779
Interessi	1.657	2.085	2.325	1.603	1.485	1.424	1.404	1.406
Altri redditi da capitale	1.377	1.551	1.557	1.338	1.326	1.324	1.340	1.373
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.329	7.727	7.784	7.527	7.566	7.625	7.685	7.744
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.028	1.113	1.122	1.013	1.013	1.021	1.027	1.037
Contributi sociali	1.542	1.598	1.668	1.673	1.678	1.684	1.691	1.703
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.555	1.602	1.672	1.786	1.805	1.816	1.824	1.833
Altri trasferimenti correnti	723	753	787	786	790	788	791	785
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	184	188	183	183	181	180	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	180	184	189	183	183	181	181	180
Altro	363	385	410	419	424	425	429	425
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.237	7.633	7.679	7.418	7.452	7.511	7.567	7.628
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.646	6.910	7.167	7.178	7.213	7.253	7.301	7.348
Spese per consumi individuali	5.956	6.197	6.419	6.395	6.428	6.466	6.513	6.559
Spese per consumi collettivi	689	712	748	783	785	787	788	788
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	64	65	71	66	65	63	62	61
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	592	724	513	240	239	258	266	280
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	1.879	2.033	2.045	1.712	1.691	1.727	1.752	1.777
Investimenti fissi lordi	1.857	1.991	2.018	1.782	1.759	1.765	1.774	1.787
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	22	42	27	-70	-68	-38	-22	-10
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-1	0	1	2	1	1	1
Trasferimenti in conto capitale	170	153	152	185	194	188	201	211
Imposte in conto capitale	23	24	24	34	34	30	30	25
Altri trasferimenti in conto capitale	148	128	128	151	159	158	172	186
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	-20	27	-140	-66	-44	-59	-70	-71

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	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	7.647	8.061	8.282	8.060	8.080	8.132	8.178	8.232
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	915	961	947	892	894	910	930	938
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	8.562	9.022	9.228	8.952	8.975	9.042	9.107	9.170
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	2.191	2.344	2.327	2.124	2.144	2.177	2.196	2.218
Redditi da lavoro dipendente	4.083	4.269	4.446	4.430	4.434	4.451	4.467	4.489
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.055	1.105	1.085	1.022	1.021	1.035	1.058	1.068
Redditi da capitale	3.035	3.646	3.808	2.892	2.777	2.710	2.710	2.747
Interessi	1.628	2.048	2.264	1.544	1.431	1.375	1.355	1.354
Altri redditi da capitale	1.407	1.598	1.544	1.348	1.346	1.335	1.355	1.393
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.329	7.727	7.784	7.527	7.566	7.625	7.685	7.744
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.033	1.120	1.130	1.019	1.018	1.025	1.032	1.041
Contributi sociali	1.541	1.597	1.668	1.673	1.678	1.684	1.691	1.703
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.547	1.593	1.664	1.779	1.798	1.808	1.816	1.825
Altri trasferimenti correnti	634	662	683	679	679	678	676	672
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	180	184	189	183	183	181	181	180
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	177	182	186	180	180	178	177	176
Altro	278	296	308	316	317	318	318	316
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.237	7.633	7.679	7.418	7.452	7.511	7.567	7.628
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	66	65	63	62	62
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	592	724	513	240	239	258	266	280
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.253	1.320	1.383	1.399	1.399	1.403	1.409	1.416
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	185	168	162	194	204	197	210	222
Imposte in conto capitale	23	24	24	34	34	30	30	25
Altri trasferimenti in conto capitale	162	143	138	160	169	167	181	197
<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	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.083	4.269	4.446	4.430	4.434	4.451	4.467	4.489
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.421	1.492	1.536	1.485	1.484	1.487	1.493	1.500
Interessi attivi (+)	264	313	347	241	223	215	212	212
Interessi passivi (-)	167	217	245	146	135	129	127	127
Altri redditi da capitali attivi (+)	748	807	818	735	732	715	725	732
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, etc. (-)	794	853	892	861	859	860	864	868
Contributi sociali netti (-)	1.537	1.594	1.663	1.669	1.673	1.679	1.686	1.698
Prestazioni sociali nette (+)	1.542	1.587	1.658	1.773	1.791	1.802	1.809	1.818
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	67	71	72	80	81	81	80	78
= Reddito lordo disponibile	5.617	5.866	6.066	6.058	6.068	6.071	6.099	6.127
Spese per consumi finali (-)	4.909	5.104	5.271	5.195	5.221	5.251	5.293	5.336
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	64	64	70	66	65	63	62	61
= Risparmio lordo	772	826	866	928	911	883	869	853
Consumo di capitale fisso (-)	342	365	381	383	383	385	387	389
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	19	13	2	14	11	9	9	14
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	2.612	1.416	-2.294	-251	793	853	950	1.027
= Variazioni nella ricchezza netta	3.061	1.891	-1.807	309	1.332	1.361	1.441	1.505
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	608	645	637	551	541	543	546	550
Consumo di capitale fisso (-)	342	365	381	383	383	385	387	389
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	318	420	452	-17	-97	-83	-33	53
Banconote, monete e depositi	285	350	438	120	64	63	89	119
Partecipazioni in fondi comuni monetari	1	39	-10	-48	-84	-84	-95	-54
Titoli di debito ¹⁾	32	31	24	-90	-77	-62	-27	-12
Attività a lungo	296	119	31	534	609	564	456	365
Depositi	1	-31	-28	90	118	110	87	60
Titoli di debito	17	21	30	48	26	36	-7	-11
Azioni e altre partecipazioni	8	-79	-101	169	211	170	131	84
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	0	2	23	110	120	99	60	60
Quote di fondi comuni di investimento	8	-82	-124	59	92	71	71	24
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	269	209	130	227	254	247	244	232
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	404	373	212	114	128	136	140	137
di cui da IFM dell'area dell'euro	350	283	82	65	108	136	135	148
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	2.061	1.426	-898	-758	-111	434	777	842
Attività finanziarie	555	17	-1.469	480	885	430	200	210
Azioni e altre partecipazioni	458	9	-1.245	234	510	169	50	184
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	66	8	-244	177	266	172	114	70
Flussi netti restanti (+)	-30	2	34	15	17	-5	22	10
= Variazioni nella ricchezza netta	3.061	1.891	-1.807	309	1.332	1.361	1.441	1.505
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	25.652	27.358	26.716	26.127	26.164	26.625	26.989	27.130
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	4.809	5.264	5.800	5.768	5.725	5.767	5.753	5.828
Banconote, monete e depositi	4.462	4.852	5.322	5.475	5.447	5.507	5.499	5.598
Partecipazioni in fondi comuni monetari	255	293	324	244	233	216	201	190
Titoli di debito ¹⁾	91	120	154	50	45	44	52	39
Attività a lungo	11.926	12.026	10.521	11.549	11.817	11.702	11.942	12.114
Depositi	1.018	953	894	964	991	1.002	1.009	1.025
Titoli di debito	1.242	1.260	1.314	1.433	1.447	1.444	1.435	1.367
Azioni e altre partecipazioni	5.097	5.028	3.641	4.078	4.174	4.018	4.161	4.345
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.622	3.680	2.663	2.929	2.984	2.853	2.947	3.094
Quote di fondi di investimento	1.475	1.348	979	1.149	1.190	1.166	1.214	1.251
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.569	4.786	4.672	5.075	5.205	5.238	5.337	5.377
Restanti attività finanziarie (+)	309	303	315	318	296	310	325	344
Passività (-)								
Prestiti	5.228	5.591	5.799	5.900	5.907	5.972	5.999	6.049
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.560	4.831	4.906	4.961	4.979	5.132	5.151	5.206
= Ricchezza finanziaria netta	37.470	39.360	37.553	37.862	38.095	38.432	39.010	39.367

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	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.375	4.647	4.762	4.525	4.537	4.578	4.613	4.658
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.589	2.719	2.840	2.787	2.785	2.796	2.808	2.828
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	74	80	76	62	58	56	60	60
= Margine operativo lordo (+)	1.712	1.848	1.846	1.676	1.695	1.726	1.746	1.770
Consumo di capitale fisso (-)	706	740	777	787	786	786	789	792
= Margine operativo netto (+)	1.006	1.108	1.069	888	909	940	957	978
Redditi da capitale attivi (+)	504	596	587	482	477	484	485	495
Interessi attivi	172	204	218	147	136	130	127	125
Altri redditi da capitale	332	393	369	334	340	354	358	370
Interest and rents payable (-)	288	354	404	287	268	257	252	253
= Reddito lordo di impresa (+)	1.222	1.351	1.253	1.083	1.118	1.167	1.190	1.221
Utili distribuiti (-)	926	988	1.012	908	899	903	913	938
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	190	211	197	125	126	134	136	142
Contributi sociali da riscuotere (+)	75	64	67	69	69	69	69	70
Prestazioni sociali da erogare (-)	61	62	65	67	67	68	68	68
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	65	57	61	62	63	64	64	64
= Risparmio netto	54	96	-16	-11	33	68	79	79
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	307	376	340	77	71	115	137	160
Investimenti fissi lordi (+)	989	1.076	1.094	936	927	939	948	963
Consumo di capitale fisso (-)	706	740	777	787	786	786	789	792
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	24	40	22	-72	-69	-38	-23	-11
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	165	162	62	49	76	33	30	-8
Banconote, monete e depositi	146	154	15	90	98	58	49	66
Partecipazioni in fondi comuni monetari	2	-19	30	38	4	-21	-27	-32
Titoli di debito ¹⁾	18	27	17	-79	-27	-4	8	-42
Attività a lungo	485	743	660	312	264	346	434	538
Depositi	23	-26	26	0	-10	-9	-7	-12
Titoli di debito	2	8	-45	11	-13	40	50	85
Azioni e altre partecipazioni	307	458	337	117	99	69	110	189
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	153	303	341	183	188	246	281	277
Restanti attività nette (+)	74	158	-15	40	126	38	19	-54
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	658	882	708	165	181	178	255	241
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	444	538	393	-116	-98	-90	-33	-15
di cui: titoli di debito	36	33	52	84	103	83	69	63
Azioni e altre partecipazioni	246	392	278	240	241	204	207	239
Azioni quotate	32	55	6	67	67	47	37	31
Azioni non quotate e altre partecipazioni	214	338	271	173	173	157	169	208
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	72	69	74	81	80	80	79	75
= Risparmio netto	54	96	-16	-11	33	68	79	79
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.665	1.815	1.893	1.971	1.941	1.932	1.946	1.964
Banconote, monete e depositi	1.367	1.507	1.537	1.634	1.604	1.610	1.625	1.695
Partecipazioni in fondi comuni monetari	183	159	185	206	198	181	181	175
Titoli di debito ¹⁾	116	150	171	131	140	142	140	94
Attività a lungo	9.995	10.941	9.308	10.369	10.698	10.624	10.993	11.403
Depositi	102	105	127	109	111	116	118	99
Titoli di debito	280	288	251	220	232	259	257	307
Azioni e altre partecipazioni	7.479	8.096	6.126	7.033	7.249	7.026	7.351	7.681
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.134	2.451	2.803	3.008	3.105	3.224	3.266	3.316
Restanti attività nette	262	306	342	339	382	358	370	202
Passività								
Debito	7.849	8.708	9.441	9.627	9.715	9.801	9.845	9.843
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	3.947	4.472	4.864	4.700	4.705	4.723	4.703	4.684
di cui: titoli di debito	644	654	710	821	871	880	896	879
Azioni e altre partecipazioni	13.156	14.336	10.791	12.215	12.445	11.910	12.554	13.024
Azioni quotate	4.554	5.056	2.933	3.515	3.590	3.316	3.542	3.813
Azioni non quotate e altre partecipazioni	8.601	9.281	7.858	8.700	8.855	8.595	9.012	9.211

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	1° trim. 2009- 4° trim. 2009	2° trim. 2009- 1° trim. 2010	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	30	91	-39	-46	-10	12	-15
Banconote, monete e depositi	12	7	57	-33	-21	2	6	-10
Partecipazioni in fondi comuni monetari	3	2	20	9	1	12	11	-6
Titoli di debito ¹⁾	7	22	14	-15	-26	-24	-6	0
Attività a lungo	325	198	93	287	314	271	251	221
Depositi	62	46	-10	19	1	-6	-6	-9
Titoli di debito	156	87	43	91	105	137	152	149
Prestiti	1	-14	38	14	15	15	15	29
Azioni quotate	-7	0	3	-68	-75	-73	3	0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	19	17	17	-2	2	4	3	5
Quote di fondi comuni di investimento	95	63	2	234	266	195	84	45
Restanti attività finanziarie (+)	15	4	27	8	24	13	14	9
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	5	4	6	5	3	4	1	0
Prestiti	50	-2	24	-26	-17	-9	11	7
Azioni e altre partecipazioni	9	3	6	3	2	3	3	3
Riserve tecniche di assicurazione	297	259	112	252	292	282	274	249
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	277	214	121	240	273	266	260	233
Riserve premi e riserve sinistri	21	45	-9	12	19	16	14	16
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	0	-32	63	23	12	-5	-13	-44
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	166	19	-544	197	315	151	92	86
Altre attività nette	-6	-25	51	40	89	112	102	-5
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	25	-4	-170	15	75	31	-6	2
Riserve tecniche di assicurazione	123	17	-249	183	267	177	118	81
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	64	17	-250	184	269	177	120	84
Riserve premi e riserve sinistri	59	1	1	0	-3	-1	-2	-3
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	12	-19	-74	39	62	55	82	-2
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	296	322	416	372	383	397	394	365
Banconote, monete e depositi	157	163	224	195	196	206	203	190
Partecipazioni in fondi comuni monetari	80	80	98	99	103	108	107	94
Titoli di debito ¹⁾	59	79	94	78	84	82	84	81
Attività a lungo	5.279	5.482	5.034	5.586	5.775	5.764	5.885	5.875
Depositi	598	646	634	651	650	645	648	643
Titoli di debito	2.054	2.123	2.170	2.321	2.406	2.443	2.511	2.452
Prestiti	430	416	451	466	474	479	480	496
Azioni quotate	709	698	411	424	441	414	437	443
Azioni non quotate e altre partecipazioni	403	444	412	424	426	427	423	435
Quote di fondi comuni di investimento	1.085	1.156	955	1.299	1.378	1.356	1.386	1.406
Restanti attività finanziarie (+)	210	204	280	269	291	307	325	288
Passività (-)								
Titoli di debito	20	23	31	39	40	40	39	41
Prestiti	256	252	278	251	262	268	280	263
Azioni e altre partecipazioni	600	599	435	453	471	444	450	458
Riserve tecniche di assicurazione	5.028	5.305	5.168	5.602	5.755	5.798	5.897	5.932
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.252	4.482	4.353	4.777	4.912	4.951	5.053	5.093
Riserve premi e riserve sinistri	777	822	814	826	843	847	844	839
= Ricchezza finanziaria netta	-119	-170	-181	-119	-79	-83	-61	-166

Fonte: BCE.

1) Titoli con scadenza inferiore a due anni emessi dalle IFM e titoli con scadenza inferiore all'anno emessi da altri settori.

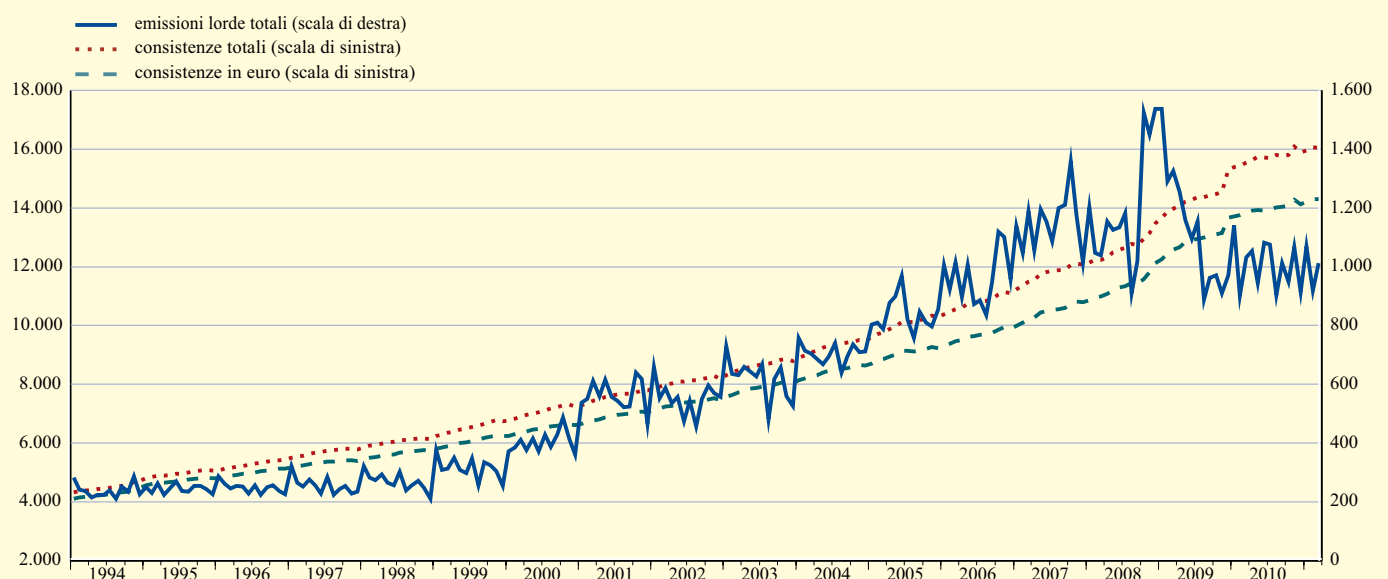


MERCATI FINANZIARI

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			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2010 mar.	16.138,6	1.027,9	143,3	13.850,8	923,6	101,4	15.548,5	1.031,3	109,5	5,5	94,6	2,6
apr.	16.180,5	1.004,0	44,3	13.901,0	948,0	52,2	15.630,6	1.054,4	75,8	5,2	48,6	3,0
mag.	16.188,0	867,6	9,1	13.938,0	839,6	38,5	15.739,5	944,1	58,6	4,3	-5,5	2,4
giu.	16.172,8	1.049,7	7,8	13.913,4	984,3	-1,4	15.720,4	1.081,7	-12,6	3,7	7,8	2,6
lug.	16.194,2	1.008,6	22,4	13.960,8	969,9	48,5	15.694,6	1.075,6	15,5	3,3	47,8	2,4
ago.	16.259,0	840,9	65,1	14.022,9	800,6	62,4	15.800,9	902,8	82,2	3,7	143,6	4,4
set.	16.277,5	984,8	18,8	14.040,7	908,3	18,1	15.754,9	1.013,1	4,7	3,1	48,6	3,8
ott.	16.285,3	887,8	10,4	14.078,5	843,0	40,4	15.792,9	949,5	52,6	3,2	23,8	3,4
nov.	16.464,9	992,5	180,8	14.277,2	953,5	199,8	16.077,0	1.066,5	239,0	4,3	211,6	6,3
dic.	16.299,4	874,8	-164,1	14.128,9	842,1	-146,8	15.883,3	914,3	-185,6	3,5	-139,0	4,3
2011 gen.	16.380,6	1.003,2	80,4	14.205,2	952,7	75,6	15.958,1	1.068,3	93,4	3,7	104,7	5,1
feb.	16.488,6	864,8	108,9	14.305,4	812,4	101,2	16.058,7	917,6	106,5	4,1	59,1	3,9
mar.	16.500,7	973,0	11,2	14.308,6	906,0	2,3	16.045,6	1.012,3	10,3	3,5	-4,6	3,2
A lungo termine												
2010 mar.	14.596,2	310,4	132,6	12.436,6	250,1	107,7	13.921,5	281,5	113,5	7,1	108,2	4,7
apr.	14.641,1	246,8	45,9	12.482,4	223,5	46,4	13.995,7	255,3	67,0	7,0	53,0	4,5
mag.	14.652,3	154,4	11,7	12.515,6	148,4	33,6	14.102,6	181,7	59,5	5,9	-4,3	3,5
giu.	14.656,7	273,0	29,0	12.520,7	245,7	29,9	14.116,3	265,6	23,4	5,0	5,6	4,2
lug.	14.690,5	260,6	34,9	12.556,3	241,2	36,8	14.093,9	268,6	14,9	4,8	57,5	3,4
ago.	14.721,8	140,8	32,1	12.587,5	127,4	32,0	14.159,6	152,8	43,6	4,7	104,6	4,7
set.	14.725,5	268,4	4,0	12.601,4	228,2	14,3	14.116,8	258,7	4,4	4,1	38,0	3,7
ott.	14.763,0	222,3	37,7	12.650,9	195,5	49,6	14.172,3	232,7	65,6	4,1	57,9	3,7
nov.	14.907,2	338,3	145,3	12.810,2	321,8	160,3	14.404,5	360,3	191,3	4,8	159,8	6,2
dic.	14.867,3	186,5	-37,4	12.788,0	179,4	-19,5	14.350,1	193,4	-47,0	4,8	-45,7	5,4
2011 gen.	14.937,0	308,9	71,3	12.841,4	277,9	54,9	14.400,3	320,0	70,4	4,9	125,2	6,4
feb.	15.045,5	283,5	108,7	12.939,9	252,8	98,9	14.491,0	284,8	95,2	5,1	43,8	5,4
mar.	15.071,2	301,6	25,1	12.970,8	265,5	30,2	14.497,4	299,7	27,2	4,4	20,1	5,2

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											
2009	15.296	5.376	3.232	801	5.418	469	1.126	734	63	86	215	29
2010	15.883	5.255	3.293	850	5.932	553	1.006	625	77	71	205	28
2010 2° trim.	15.720	5.454	3.229	844	5.675	518	1.027	661	62	79	194	30
3° trim.	15.755	5.426	3.221	844	5.735	529	997	631	75	67	196	29
4° trim.	15.883	5.255	3.293	850	5.932	553	977	566	109	63	206	32
2011 1° trim.	16.046	5.354	3.281	822	6.024	563	999	590	87	58	220	43
2010 dic.	15.883	5.255	3.293	850	5.932	553	914	587	99	56	138	35
2011 gen.	15.958	5.303	3.315	818	5.978	544	1.068	629	82	63	249	45
feb.	16.059	5.361	3.313	822	6.021	542	918	558	80	51	194	35
mar.	16.046	5.354	3.281	822	6.024	563	1.012	584	100	59	218	50
	A breve termine											
2009	1.638	733	88	72	714	31	876	635	19	69	133	20
2010	1.533	572	118	66	724	53	758	534	31	59	115	19
2010 2° trim.	1.604	734	95	73	673	29	793	570	31	66	106	19
3° trim.	1.638	743	94	71	689	41	770	545	29	58	118	21
4° trim.	1.533	572	118	66	724	53	715	484	37	52	117	24
2011 1° trim.	1.548	618	111	68	700	51	698	461	40	48	118	30
2010 dic.	1.533	572	118	66	724	53	721	504	42	51	94	29
2011 gen.	1.558	593	120	70	727	47	748	496	30	53	132	36
feb.	1.568	615	116	71	726	41	633	427	33	46	106	21
mar.	1.548	618	111	68	700	51	713	460	56	46	117	34
	A lungo termine²⁾											
2009	13.658	4.643	3.143	729	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.350	4.683	3.176	785	5.207	499	248	91	46	12	90	9
2010 2° trim.	14.116	4.720	3.134	771	5.002	489	234	91	31	13	88	11
3° trim.	14.117	4.683	3.127	773	5.046	488	227	86	46	9	78	8
4° trim.	14.350	4.683	3.176	785	5.207	499	262	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.497	4.737	3.170	754	5.324	513	301	129	47	10	102	13
2010 dic.	14.350	4.683	3.176	785	5.207	499	193	83	57	5	44	5
2011 gen.	14.400	4.710	3.195	748	5.251	497	320	133	52	10	117	9
feb.	14.491	4.746	3.197	751	5.295	501	285	131	46	5	88	14
mar.	14.497	4.737	3.170	754	5.324	513	300	124	44	14	101	17
	di cui: a lungo termine con tasso fisso											
2009	8.829	2.586	1.034	596	4.262	351	173	60	18	16	72	6
2010	9.501	2.659	1.098	669	4.699	377	156	50	13	10	77	6
2010 2° trim.	9.312	2.663	1.083	651	4.543	372	156	47	12	11	80	6
3° trim.	9.335	2.649	1.070	655	4.592	369	141	48	12	8	68	5
4° trim.	9.501	2.659	1.098	669	4.699	377	143	43	19	10	65	6
2011 1° trim.	9.664	2.729	1.104	654	4.789	388	196	79	12	8	87	9
2010 dic.	9.501	2.659	1.098	669	4.699	377	94	30	18	4	38	3
2011 gen.	9.519	2.675	1.101	649	4.718	376	196	84	6	8	92	6
feb.	9.602	2.714	1.099	652	4.759	378	190	80	16	5	79	10
mar.	9.664	2.729	1.104	654	4.789	388	202	73	15	11	90	12
	di cui: a lungo termine con tasso variabile											
2009	4.391	1.770	2.043	123	370	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.377	1.746	1.973	108	430	121	77	34	29	1	10	4
2010 2° trim.	4.337	1.768	1.966	110	378	115	65	37	17	1	5	6
3° trim.	4.340	1.754	1.979	109	381	117	73	29	33	1	6	3
4° trim.	4.377	1.746	1.973	108	430	121	102	33	44	0	22	2
2011 1° trim.	4.338	1.720	1.946	94	456	123	85	40	29	1	11	4
2010 dic.	4.377	1.746	1.973	108	430	121	73	46	19	0	6	2
2011 gen.	4.393	1.753	1.981	93	447	119	99	38	40	1	18	3
feb.	4.390	1.745	1.983	93	448	121	75	40	24	0	7	3
mar.	4.338	1.720	1.946	94	456	123	82	43	24	2	9	5

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.

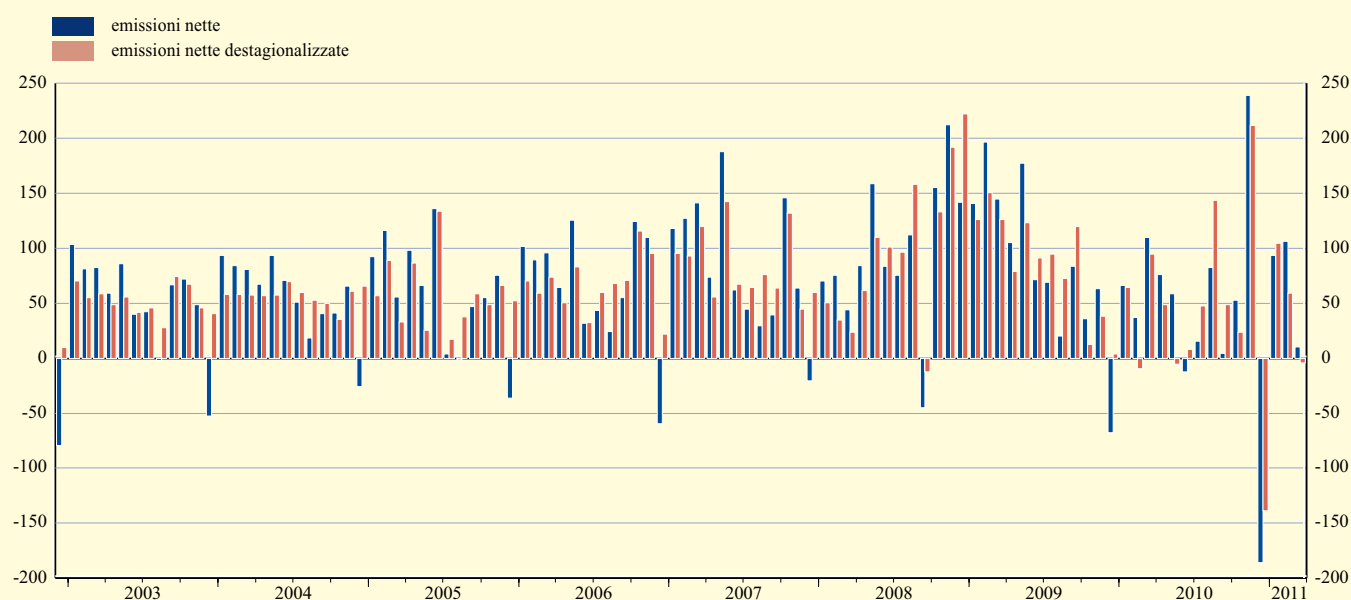
2) La differenza residua fra il totale dei titoli di debito a lungo termine e i titoli di debito a lungo termine con tasso fisso e variabile consiste in obbligazioni a cedola zero e in effetti di rivalutazione.

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											
2009	86,7	10,2	18,9	8,4	44,9	4,2	86,5	10,1	18,5	8,2	45,4	4,3
2010	45,2	-0,9	4,2	5,0	31,6	5,3	44,8	-1,1	4,2	5,0	31,8	4,9
2010 2° trim.	40,6	-12,7	7,8	4,9	33,3	7,3	17,0	-15,2	2,4	0,7	21,7	7,3
3° trim.	34,1	2,7	1,7	2,7	22,4	4,6	80,0	12,1	25,5	5,0	31,2	6,1
4° trim.	35,3	-19,2	22,9	1,1	22,9	7,6	32,1	-8,9	-13,4	4,0	48,0	2,4
2011 1° trim.	70,1	42,4	-12,9	3,9	32,5	4,2	53,0	26,2	5,1	2,8	11,0	8,0
2010 dic.	-185,6	-44,2	-25,9	-8,4	-115,5	8,3	-139,0	-0,9	-100,2	0,6	-36,6	-1,9
2011 gen.	93,4	58,4	-9,0	3,8	48,3	-8,0	104,7	49,4	23,4	0,9	26,5	4,5
feb.	106,5	61,9	-1,1	4,0	43,6	-1,8	59,1	34,1	10,1	2,4	13,9	-1,4
mar.	10,3	6,9	-28,6	3,9	5,5	22,5	-4,6	-4,7	-18,3	5,1	-7,4	20,8
	A lungo termine											
2009	87,3	15,0	22,0	12,5	33,0	4,8	87,2	15,2	21,6	12,6	33,1	4,7
2010	54,3	2,2	1,8	5,5	41,3	3,5	54,5	2,2	1,7	5,6	41,5	3,5
2010 2° trim.	50,0	-7,7	3,1	6,1	43,0	5,4	18,1	-17,6	-1,9	2,2	30,2	5,2
3° trim.	21,0	-1,4	2,0	3,2	16,7	0,5	66,7	6,3	24,3	5,0	28,8	2,3
4° trim.	70,0	-4,6	15,0	3,0	53,1	3,5	57,3	7,5	-20,7	4,5	64,1	2,0
2011 1° trim.	64,3	26,8	-10,2	2,3	40,5	4,9	63,0	17,2	8,2	2,9	30,0	4,7
2010 dic.	-47,0	-5,2	-40,2	-2,0	-1,6	2,0	-45,7	29,0	-116,0	1,6	37,7	1,9
2011 gen.	70,4	38,8	-9,5	-2,2	45,2	-1,8	125,2	46,2	25,5	-1,1	55,9	-1,4
feb.	95,2	39,5	3,0	2,9	45,1	4,7	43,8	13,8	11,0	2,0	10,7	6,3
mar.	27,2	2,1	-24,0	6,3	31,1	11,7	20,1	-8,4	-11,9	7,8	23,2	9,3

Fl16 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.

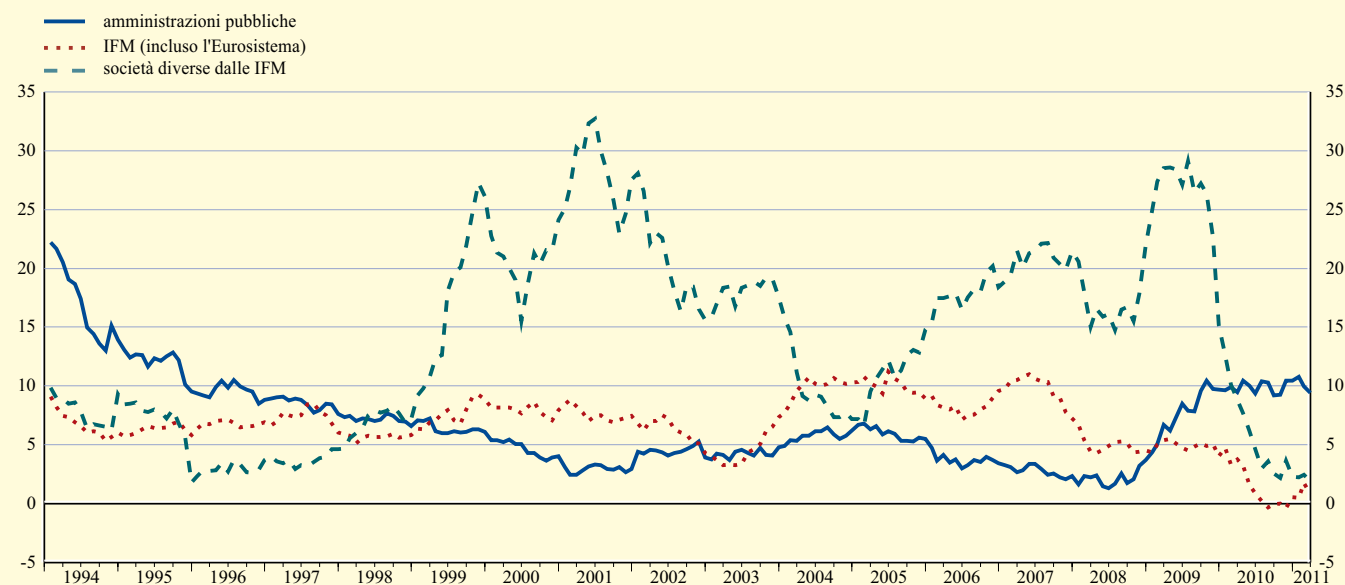
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(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											
2010 mar.	5,5	1,5	4,4	16,2	8,7	8,4	2,6	-0,4	-3,5	13,1	7,2	7,0
apr.	5,2	1,3	3,5	16,2	8,7	7,5	3,0	2,2	-3,3	13,3	5,7	5,9
mag.	4,3	-0,2	2,7	15,0	8,2	7,7	2,4	0,0	-2,4	12,6	5,7	7,3
giu.	3,7	-0,4	1,6	12,3	7,4	10,3	2,6	-0,8	0,9	8,3	5,3	14,4
lug.	3,3	-0,9	0,4	10,1	7,6	10,7	2,4	-2,4	0,6	8,1	6,2	17,0
ago.	3,7	-0,3	1,5	10,2	7,5	10,8	4,4	0,6	5,3	5,3	6,6	15,1
set.	3,1	-0,3	0,8	8,6	6,5	11,9	3,8	-0,3	5,3	4,2	5,8	17,0
ott.	3,2	0,1	0,4	8,4	6,4	11,7	3,4	-2,0	4,3	3,9	7,0	17,5
nov.	4,3	0,1	2,5	8,4	8,1	12,6	6,3	0,2	7,8	4,3	10,5	18,3
dic.	3,5	-0,2	1,6	7,5	7,0	13,0	4,3	0,3	2,3	6,6	8,5	10,2
2011 gen.	3,7	0,1	1,7	7,2	7,1	13,2	5,1	2,7	2,7	6,2	8,0	9,9
feb.	4,1	1,7	2,5	5,5	6,7	11,8	3,9	2,8	-0,2	5,5	6,6	8,8
mar.	3,5	0,8	1,9	4,6	5,9	14,4	3,2	2,0	-1,5	5,0	6,1	12,0
	A lungo termine											
2010 mar.	7,1	3,8	5,3	22,6	9,0	15,0	4,7	1,3	-3,2	16,9	10,5	13,9
apr.	7,0	3,2	4,2	21,5	10,2	12,5	4,5	1,7	-2,9	15,8	9,6	12,2
mag.	5,9	1,6	3,1	18,5	10,0	10,7	3,5	-0,8	-2,4	12,7	9,9	10,0
giu.	5,0	0,9	1,8	15,9	9,0	13,1	4,2	-0,6	0,7	10,8	9,5	13,2
lug.	4,8	0,2	0,6	12,7	10,3	11,3	3,4	-3,1	0,7	9,1	10,3	10,6
ago.	4,7	-0,3	1,3	12,9	10,2	11,1	4,7	-1,0	4,5	7,0	9,9	9,5
set.	4,1	-0,1	0,5	11,2	8,9	11,8	3,7	-1,4	4,4	5,8	7,4	9,8
ott.	4,1	0,0	0,2	10,6	9,0	11,2	3,7	-1,7	3,4	5,7	8,4	10,2
nov.	4,8	-0,4	2,2	9,8	10,4	11,0	6,2	0,0	7,2	6,9	10,8	12,1
dic.	4,8	0,6	0,7	9,1	10,5	9,3	5,4	1,8	0,7	7,6	11,6	5,4
2011 gen.	4,9	0,5	0,8	8,3	11,0	8,4	6,4	4,2	0,9	7,5	11,7	6,2
feb.	5,1	1,7	1,5	6,7	10,1	8,6	5,4	4,6	-1,5	6,3	10,3	7,9
mar.	4,4	0,8	1,0	5,9	9,4	9,1	5,2	3,2	-2,3	5,9	11,5	8,4

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)



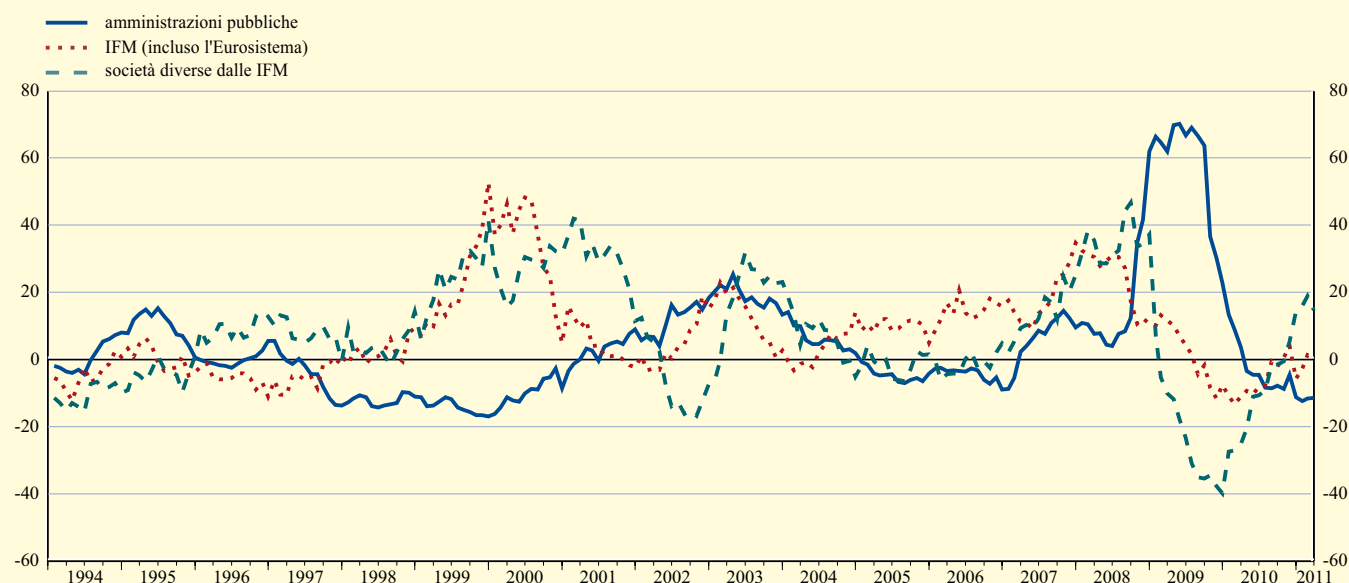
Fonte: BCE.

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'euro ¹⁾ (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											
2009	9,5	7,1	18,0	25,0	8,0	5,5	12,4	1,8	36,8	-1,9	-0,2	22,2
2010	8,8	5,6	6,7	19,6	9,9	8,7	-0,4	-3,7	0,8	-1,3	6,4	27,4
2010 2° trim.	9,7	7,3	7,3	23,1	10,1	9,4	-1,1	-4,2	0,1	-0,4	4,9	25,6
3° trim.	7,5	3,1	3,4	16,1	10,2	7,3	-1,4	-3,7	-1,4	-1,8	4,5	29,0
4° trim.	7,0	2,8	3,3	12,4	9,7	7,2	-0,1	-3,1	-0,8	-0,8	12,2	25,5
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,2	9,3	9,7	5,8	0,7	-1,8	-1,5	-1,1	19,1	19,8
2010 ott.	6,9	2,9	3,0	12,8	9,4	7,7	-0,7	-3,2	-1,2	-1,1	8,6	25,1
nov.	7,1	2,6	3,7	11,9	10,0	7,3	0,7	-3,8	0,5	-0,5	18,6	25,1
dic.	7,1	2,7	3,9	11,1	10,1	5,1	0,3	-1,5	-2,2	-0,3	15,9	25,8
2011 gen.	7,0	2,6	3,0	10,1	10,4	5,7	0,6	-1,7	-1,6	-0,3	17,9	18,5
feb.	6,9	4,3	3,2	8,5	9,2	5,8	1,3	-1,3	-0,8	-2,3	21,0	18,8
mar.	6,5	4,1	3,2	7,4	8,8	6,5	0,1	-3,4	-1,7	-0,8	20,8	18,7
	Euro											
2009	10,1	9,0	21,4	23,2	8,2	4,5	14,7	3,9	39,3	-2,4	-0,4	21,4
2010	9,1	5,5	7,8	20,0	10,0	8,3	-0,2	-3,2	0,6	-1,7	5,9	26,0
2010 2° trim.	9,9	7,4	8,3	23,5	10,1	9,0	-1,2	-4,0	-0,5	-0,6	4,1	22,9
3° trim.	7,9	2,7	4,5	16,5	10,3	7,2	-1,2	-3,0	-1,7	-2,5	4,1	28,3
4° trim.	7,2	1,6	4,3	12,9	10,0	6,6	0,2	-2,3	-1,2	-1,2	12,3	26,3
2011 1° trim.	7,0	2,3	3,5	9,7	9,9	4,6	1,2	-0,1	-2,2	-1,5	19,2	20,8
2010 ott.	7,1	1,9	4,2	13,3	9,6	6,9	-0,4	-2,6	-1,3	-1,5	8,6	26,0
nov.	7,2	1,3	4,5	12,3	10,2	6,8	1,0	-3,0	-0,3	-0,9	18,8	26,2
dic.	7,2	1,4	4,8	11,7	10,3	4,6	0,7	-0,2	-2,9	-0,7	16,1	27,5
2011 gen.	7,2	1,4	3,2	10,7	10,7	4,3	1,0	0,0	-2,5	-0,5	18,1	19,5
feb.	6,9	3,2	3,4	8,9	9,4	4,7	1,9	0,7	-1,6	-2,6	21,0	19,8
mar.	6,6	3,3	3,0	7,7	9,0	5,1	0,6	-1,8	-2,4	-2,1	20,7	19,0

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)

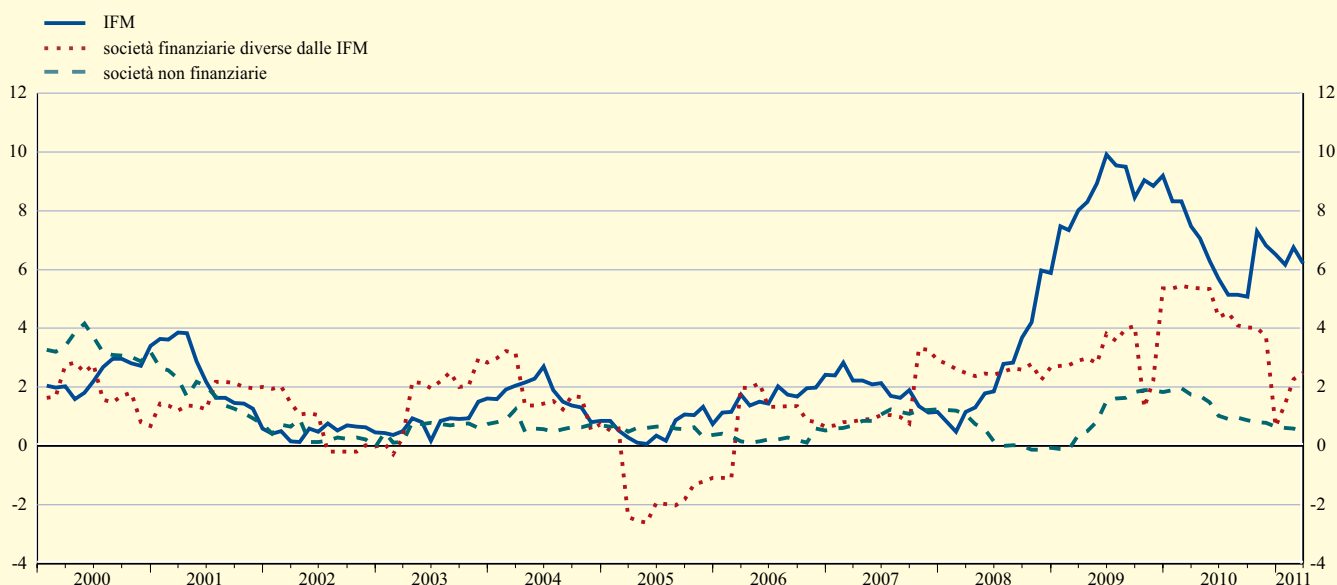
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(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
2009 mar.	3.027,0	100,6	1,5	313,7	8,0	224,7	2,9	2.488,6	0,4
apr.	3.459,1	100,7	1,6	410,4	8,3	275,8	3,0	2.772,9	0,5
mag.	3.605,5	101,0	1,9	448,8	8,9	284,5	2,8	2.872,3	0,8
giu.	3.557,5	101,8	2,7	445,3	9,9	280,6	3,8	2.831,5	1,5
lug.	3.842,8	102,0	2,7	505,7	9,6	302,2	3,6	3.034,8	1,6
ago.	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	322,8	4,0	3.150,0	1,6
set.	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,4	4,1	3.268,6	1,8
ott.	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,1	1,3	3.173,7	1,9
nov.	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,6	2,2	3.196,0	1,9
dic.	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,6	5,4	3.494,5	1,8
2010 gen.	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,4	5,4	3.386,2	1,9
feb.	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,0	5,4	3.323,7	2,0
mar.	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,0	5,4	3.566,3	1,8
apr.	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,5	5,4	3.555,8	1,7
mag.	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,4	5,3	3.325,6	1,5
giu.	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,3	4,4	3.293,4	1,0
lug.	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	337,8	4,5	3.399,0	0,9
ago.	4.121,7	103,8	1,7	479,3	5,1	314,1	4,1	3.328,3	1,0
set.	4.345,8	103,8	1,7	487,0	5,1	326,3	4,0	3.532,4	0,9
ott.	4.531,5	104,1	1,8	514,4	7,3	333,3	4,0	3.683,8	0,8
nov.	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,2	3,7	3.659,7	0,8
dic.	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	330,9	0,7	3.804,6	0,7
2011 gen.	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,0	1,4	3.880,5	0,6
feb.	4.843,7	104,6	1,4	534,6	6,8	376,3	2,3	3.932,7	0,6
mar.	4.770,3	104,7	1,2	491,7	6,2	365,4	2,5	3.913,3	0,5

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

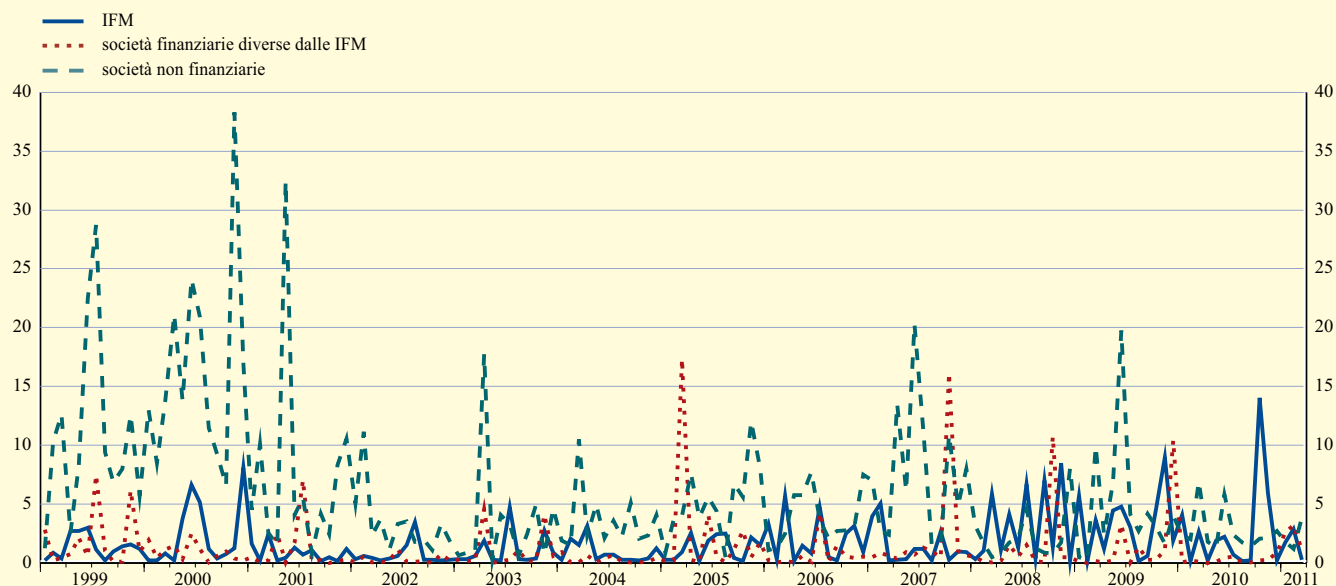
(miliardi di euro; valori di mercato)

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
2009 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	0,1	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.	7,8	0,3	7,5	4,5	0,0	4,5	0,2	0,0	0,2	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	0,6	9,0	2,6	0,0	2,6	0,1	0,0	0,1	6,9	0,6	6,3
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	0,5	2,4	0,8	1,6
ago.	1,8	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	0,1	0,1	2,0	1,0	1,0
nov.	8,2	1,2	7,0	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,2	0,9
dic.	3,7	3,4	0,3	0,2	0,0	0,2	0,8	0,3	0,5	2,7	3,1	-0,4
2011 gen.	6,1	1,3	4,8	1,7	0,0	1,7	2,6	0,0	2,6	1,8	1,3	0,5
feb.	7,3	0,2	7,0	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,2	0,2	0,9
mar.	5,0	1,4	3,6	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,8	1,2	2,6

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
2010 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	2,26	0,66
lug.	0,43	2,31	2,59	2,36	1,40	1,93	0,45	1,06	2,11	2,23	0,74
ago.	0,43	2,21	2,54	2,36	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.	0,43	2,35	2,75	2,80	1,54	1,82	0,50	1,18	2,36	2,53	0,94
nov.	0,44	2,33	2,65	2,67	1,54	1,83	0,50	1,16	2,45	2,41	0,90
dic.	0,43	2,27	2,77	2,59	1,55	1,84	0,50	1,19	2,56	2,60	1,07
2011 gen.	0,43	2,38	2,61	2,77	1,53	1,85	0,54	1,29	2,42	2,52	1,02
feb.	0,44	2,36	2,74	2,80	1,60	1,86	0,52	1,32	2,37	2,69	1,04
mar.	0,45	2,34	2,78	2,90	1,61	1,88	0,54	1,37	2,53	2,81	1,14
apr.	0,46	2,47	2,85	3,08	1,65	1,89	0,61	1,57	2,62	2,93	1,30

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			Tasso variabile e fino a 1 anno		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	
2010 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.	8,86	5,18	6,13	7,74	7,12	2,56	3,59	4,06	3,90	3,54	3,01	4,22	4,27	
lug.	8,79	5,48	6,22	7,77	7,33	2,66	3,60	3,94	3,84	3,63	3,14	4,29	4,27	
ago.	8,78	5,38	6,26	7,87	7,37	2,84	3,62	3,95	3,81	3,76	3,35	4,52	4,14	
set.	8,79	5,52	6,18	7,87	7,33	2,75	3,56	3,84	3,74	3,62	3,33	4,35	4,07	
ott.	8,72	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,37	4,43	4,21	
nov.	8,66	5,39	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,55	4,37	4,17	
dic.	8,63	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,39	4,31	4,15	
2011 gen.	8,67	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,37	4,32	4,30	
feb.	8,85	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,51	4,71	4,47	
mar.	8,83	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,56	4,78	4,60	
apr.	8,97	5,17	6,23	7,80	7,23	3,12	3,95	4,24	4,15	4,04	3,70	4,73	4,74	

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
2010 mag.	3,97	3,25	4,12	3,86	1,96	2,84	3,41
giu.	3,70	3,24	4,09	3,80	2,17	2,86	3,34
lug.	3,70	3,30	4,23	3,95	2,25	2,85	3,20
ago.	3,75	3,39	4,14	3,85	2,28	2,91	3,65
set.	3,80	3,35	4,10	3,79	2,26	2,72	3,51
ott.	3,83	3,45	4,16	3,82	2,32	2,94	3,46
nov.	3,85	3,56	4,26	3,82	2,42	3,05	3,53
dic.	3,86	3,50	4,18	3,86	2,59	2,82	3,51
2011 gen.	4,00	3,46	4,15	3,86	2,45	2,95	3,74
feb.	4,01	3,60	4,37	4,03	2,62	3,29	3,81
mar.	4,01	3,70	4,49	4,19	2,63	3,20	3,84
apr.	4,13	3,78	4,56	4,23	2,80	3,52	4,27

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'euro¹⁾ *
(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)

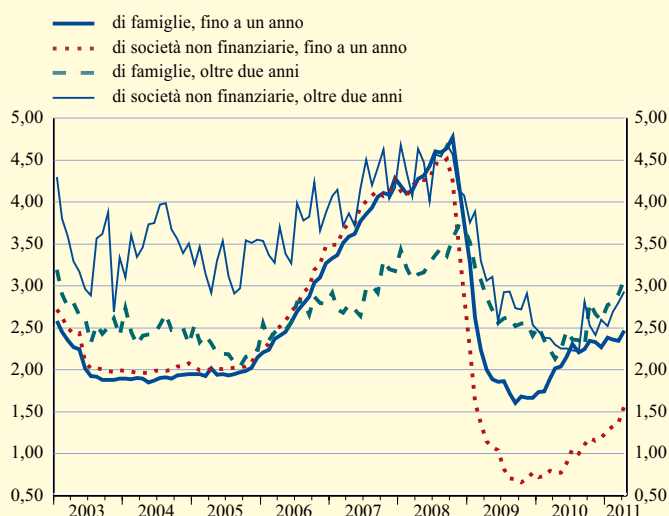
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2), 3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2010 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	3,11	1,24	
lug.	0,43	2,15	2,73	1,40	1,93	0,45	1,54	3,14	1,24	
ago.	0,43	2,17	2,72	1,50	1,91	0,45	1,57	3,11	1,25	
set.	0,43	2,19	2,74	1,55	1,85	0,46	1,62	3,07	1,26	
ott.	0,43	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	0,50	1,70	3,11	1,33	
dic.	0,43	2,28	2,71	1,55	1,84	0,50	1,76	3,09	1,50	
2011 gen.	0,43	2,31	2,72	1,53	1,85	0,54	1,78	3,07	1,55	
feb.	0,44	2,34	2,73	1,60	1,86	0,52	1,79	3,09	1,59	
mar.	0,45	2,38	2,71	1,61	1,88	0,54	1,84	3,13	1,65	
apr.	0,46	2,40	2,73	1,65	1,89	0,61	1,93	3,11	1,72	

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
2010 mag.	3,87	3,97	3,89	7,39	6,45	5,29	3,40	3,20	3,31
giu.	3,79	3,96	3,84	7,71	6,48	5,21	3,31	3,22	3,30
lug.	3,73	3,93	3,82	7,76	6,50	5,19	3,34	3,25	3,33
ago.	3,79	3,89	3,81	7,79	6,46	5,20	3,37	3,29	3,34
set.	3,83	3,88	3,83	7,89	6,45	5,21	3,42	3,29	3,37
ott.	3,80	3,86	3,82	7,86	6,45	5,19	3,48	3,34	3,38
nov.	3,77	3,86	3,84	7,73	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
dic.	3,73	3,83	3,81	7,71	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 gen.	3,71	3,80	3,80	7,82	6,40	5,17	3,60	3,44	3,42
feb.	3,68	3,81	3,82	7,85	6,43	5,20	3,64	3,47	3,47
mar.	3,72	3,80	3,84	7,89	6,40	5,19	3,68	3,49	3,48
apr.	3,82	3,78	3,84	7,91	6,42	5,23	3,79	3,59	3,54

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

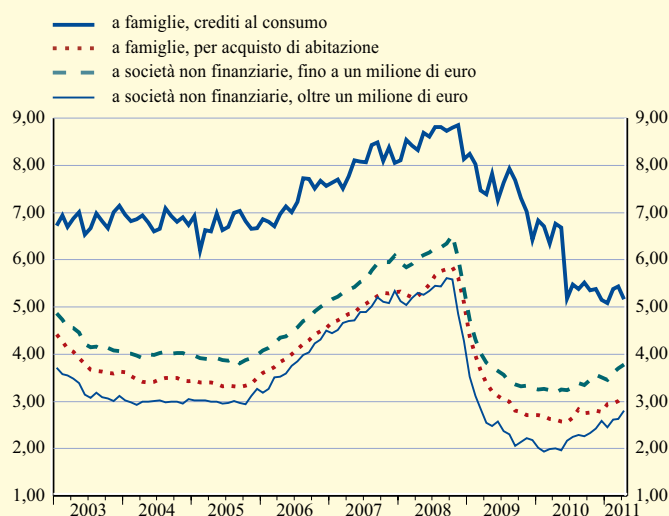


Fonte: BCE.

* Cfr. pag S42 per la fonte dei dati riportati nella tavola e le relative note a piè di pagina.

F22 Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno

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



4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

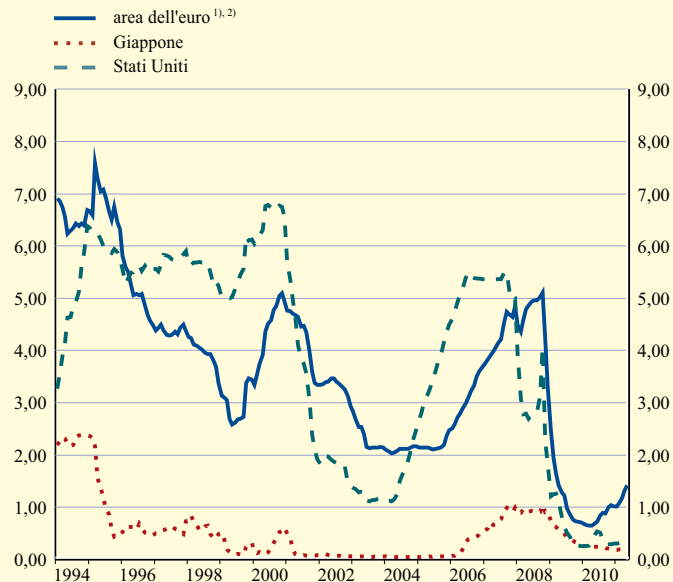
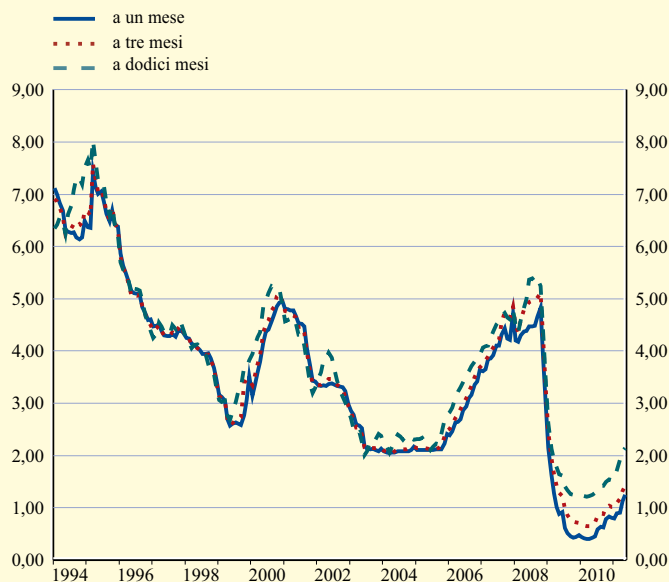
	Area dell'euro ^{1,2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	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
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
2011 1° trim.	0,67	0,86	1,10	1,37	1,74	0,31	0,19
2010 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
2011 gen.	0,66	0,79	1,02	1,25	1,55	0,30	0,19
feb.	0,71	0,89	1,09	1,35	1,71	0,31	0,19
mar.	0,66	0,90	1,18	1,48	1,92	0,31	0,20
apr.	0,97	1,13	1,32	1,62	2,09	0,28	0,20
mag.	1,03	1,24	1,43	1,71	2,15	0,26	0,20

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 tre 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.

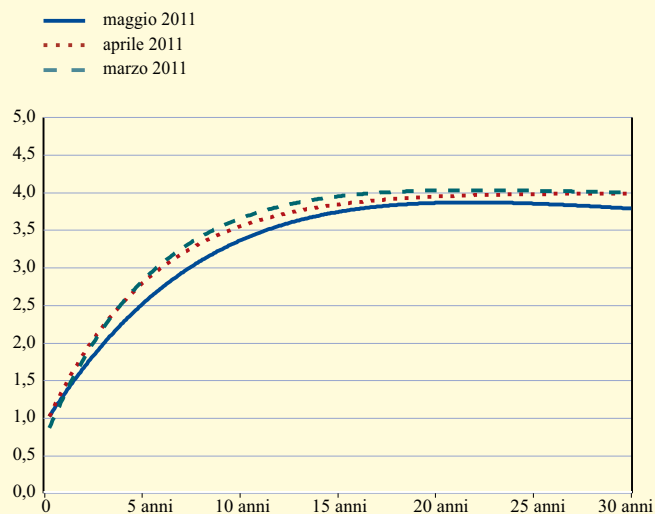
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(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
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
2011 1° trim.	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
2010 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
2011 gen.	0,65	1,03	1,48	2,55	3,03	3,49	2,84	2,01	1,51	2,34	3,96	4,62
feb.	0,69	1,08	1,53	2,55	3,02	3,49	2,80	1,96	1,56	2,37	3,91	4,67
mar.	0,87	1,30	1,79	2,83	3,26	3,66	2,79	1,87	1,84	2,69	4,12	4,63
apr.	1,02	1,41	1,86	2,80	3,19	3,55	2,53	1,70	1,90	2,67	3,96	4,46
mag.	1,03	1,32	1,67	2,52	2,93	3,37	2,34	1,69	1,69	2,34	3,69	4,51

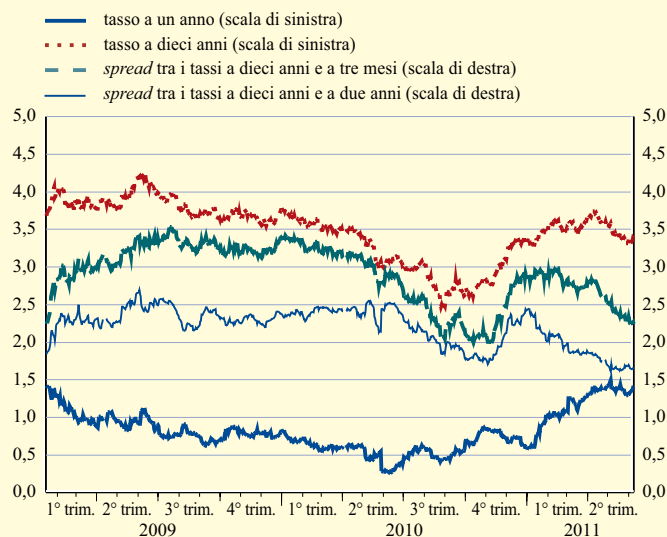
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(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 dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

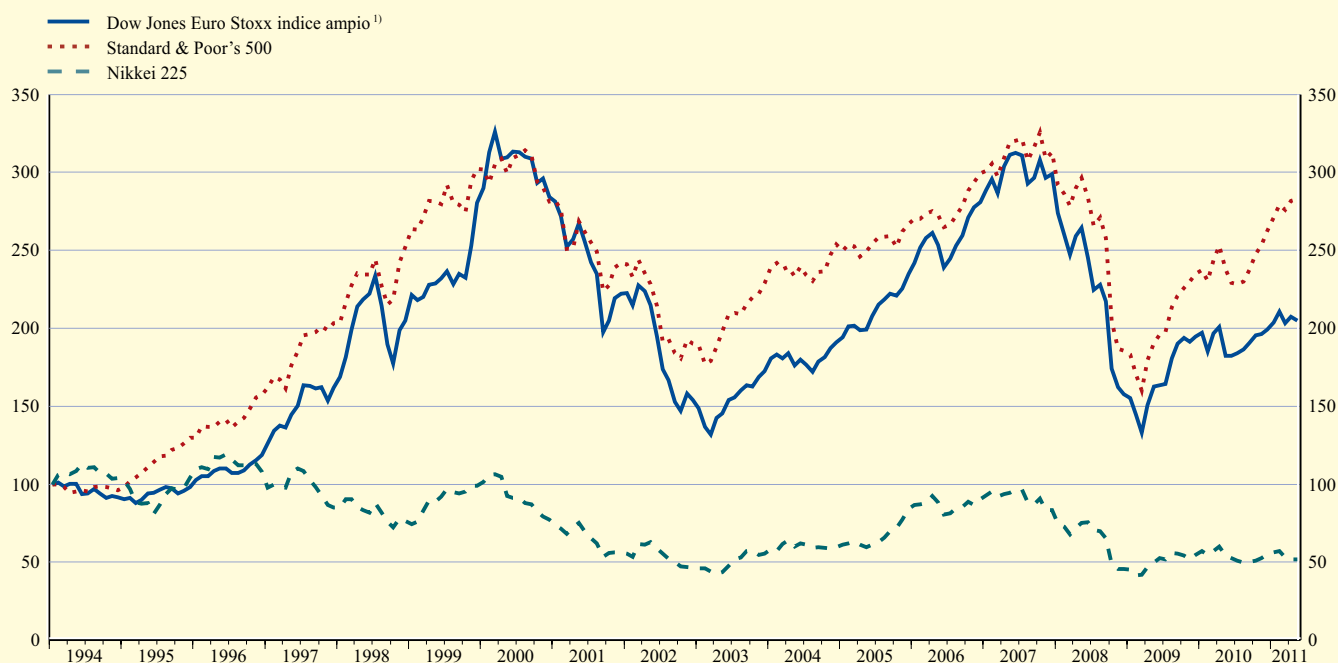
4.8 Indici del mercato azionario

(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	Petroli 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
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
2011 1° trim.	285,5	2.932,9	532,7	175,5	366,3	341,1	185,0	388,0	249,6	347,7	396,7	415,0	1.302,5	10.285,3
2010 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
2011 gen.	282,8	2.900,7	531,1	178,1	375,3	335,1	178,0	385,8	246,1	346,2	390,7	411,8	1.282,6	10.449,5
feb.	292,3	3.015,7	540,5	179,0	369,7	348,0	193,5	393,1	257,6	359,0	402,9	418,7	1.321,1	10.622,3
mar.	281,9	2.890,4	527,4	170,1	355,0	340,5	184,1	385,7	245,9	339,1	396,8	414,6	1.304,5	9.852,4
apr.	287,5	2.947,2	557,3	172,5	366,6	343,8	182,4	397,9	250,0	346,9	402,8	435,4	1.331,5	9.644,6
mag.	284,0	2.885,8	557,0	171,7	374,9	330,4	176,3	395,5	246,5	337,8	386,4	457,8	1.338,3	9.650,8

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			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
		Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici												
in perc. del totale nel 2011	100,0	100,0	82,3	58,6	41,4	100,0	11,9	7,4	28,9	10,4	41,4	88,8	11,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,2	
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	1,8	
2010	109,8	1,6	1,0	1,8	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,5	
2010 1° trim.	108,6	1,1	0,9	0,9	1,5	0,5	0,0	0,9	0,1	3,0	0,3	1,2	0,4	
2° trim.	110,1	1,6	0,9	1,9	1,2	0,6	0,3	0,7	0,2	3,9	0,2	1,6	1,3	
3° trim.	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,5	0,5	0,1	0,0	0,5	1,7	2,0	
4° trim.	110,8	2,0	1,1	2,5	1,3	0,5	0,5	0,6	0,3	2,0	0,3	2,0	2,3	
2011 1° trim.	111,3	2,5	1,3	3,1	1,6	1,0	0,8	0,5	0,0	6,3	0,5	2,4	3,4	
2010 dic.	111,3	2,2	1,1	2,9	1,3	0,3	0,3	0,4	0,0	2,3	0,1	2,2	2,3	
2011 gen.	110,5	2,3	1,2	2,9	1,5	0,4	0,2	-0,4	0,0	3,0	0,2	2,2	3,2	
feb.	111,0	2,4	1,1	3,0	1,6	0,1	0,3	0,6	-0,4	0,9	0,2	2,3	3,4	
mar.	112,5	2,7	1,5	3,4	1,6	0,6	0,4	0,2	0,7	2,5	0,2	2,6	3,5	
apr.	113,1	2,8	1,8	3,4	2,0	0,4	0,4	-0,1	0,2	1,5	0,3	2,7	3,7	
mag. ³⁾		2,7												

	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 nel 2011	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
	15	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
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
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2010 1° trim.	0,1	0,6	-0,6	1,3	0,1	4,8	1,9	1,6	2,5	-0,5	1,1	1,6
2° trim.	0,9	0,8	1,0	2,4	0,5	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	1,8	1,6	2,5	-0,8	1,0	1,5
4° trim.	1,9	1,3	2,7	2,9	0,8	9,2	1,6	1,3	1,9	-0,8	1,2	1,5
2011 1° trim.	2,2	2,1	2,3	3,6	0,5	12,7	1,8	1,3	2,0	-0,4	1,5	1,9
2010 nov.	1,8	1,3	2,6	2,6	0,9	7,9	1,6	1,2	2,0	-0,8	1,2	1,5
dic.	2,1	1,5	3,2	3,2	0,7	11,0	1,7	1,3	1,7	-0,7	1,2	1,4
2011 gen.	1,9	1,8	2,2	3,4	0,5	12,0	1,7	1,3	1,5	-0,2	1,6	1,7
feb.	2,3	2,0	2,7	3,4	0,1	13,1	1,8	1,3	2,2	-0,4	1,6	1,9
mar.	2,4	2,5	2,2	4,0	0,9	13,0	1,8	1,3	2,3	-0,6	1,5	2,2
apr.	2,2	2,8	1,4	4,0	1,0	12,5	1,8	1,4	3,2	-0,9	2,2	2,2

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) 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 nel 2005	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	
2007	107,9	2,7	3,0	3,2	4,6	2,2	2,2	2,4	2,2	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	-2,8
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	1,9	1,8
2009 1° trim.	109,6	-0,1	1,7	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	0,3	-0,7	0,3	0,2	0,1
2° trim.	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	1,6
3° trim.	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,4	2,6
4° trim.	113,5	4,8	4,6	3,1	5,9	0,8	1,5	1,4	1,5	9,6	2,8	2,9
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,2	4,4	7,8	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	.
2010 nov.	113,3	4,6	4,4	3,1	5,8	0,9	1,5	1,5	1,5	8,8	-	-
dic.	114,3	5,4	5,2	3,3	6,3	0,7	1,8	1,5	1,8	11,2	-	-
2011 gen.	115,8	6,0	5,7	4,0	7,3	1,2	2,1	1,6	2,2	11,8	-	-
feb.	116,7	6,6	6,4	4,5	8,2	1,3	2,5	1,8	2,6	12,7	-	-
mar.	117,6	6,8	6,6	4,6	8,0	1,3	2,8	1,9	3,0	13,1	-	-
apr.	118,6	6,7	6,2	4,4	7,3	1,3	3,3	2,0	3,4	13,3	-	-

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
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	1,7	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	2,5	3,9
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	119,9	1,0	0,0	-0,2	2,1	-0,6	-3,3	-5,9
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	121,0	0,9	1,6	1,8	0,9	1,0	3,3	5,4
2010 1° trim.	56,0	29,0	7,4	42,6	27,4	7,5	46,5	120,4	0,5	1,0	1,0	1,4	-0,2	1,2	2,3
2° trim.	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	120,9	0,9	1,8	1,7	1,5	1,1	3,7	6,2
3° trim.	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	121,4	1,1	1,9	2,0	0,7	1,6	4,2	6,4
4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	121,4	1,0	1,9	2,4	1,0	1,7	4,3	6,7
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	121,9	1,2	2,2	2,9	0,7	2,3	5,3	7,9
2010 dic.	69,6	49,6	39,5	54,9	48,5	48,9	48,2	-	-	-	-	-	-	-	-
2011 gen.	72,6	46,0	42,9	47,5	43,9	46,5	42,0	-	-	-	-	-	-	-	-
feb.	76,6	47,5	51,0	45,9	45,3	51,4	40,9	-	-	-	-	-	-	-	-
mar.	82,1	35,7	44,4	31,8	34,1	43,8	27,6	-	-	-	-	-	-	-	-
apr.	85,1	15,1	37,7	6,5	17,5	35,8	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
mag.	79,8	11,0	28,5	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-

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 Reuters (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) Qualità Brent (per consegne a termine di un mese).
- 4) Si riferisce a prezzi espressi in euro. Ponderati in base alla struttura delle importazioni dell'area dell'euro nel periodo 2004-06.
- 5) 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>).
- 6) 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 lavoro¹⁾

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	8
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costo del lavoro per unità di prodotto²⁾									
2009	120,2	3,9	-2,5	9,0	1,9	5,4	0,8	2,7	
2010	119,7	-0,5	1,6	-5,5	2,1	-1,3	1,7	1,0	
2010 1° trim.	120,0	-0,5	0,5	-6,6	2,5	-1,0	1,3	1,2	
2° trim.	119,8	-0,6	1,7	-6,6	2,5	-1,7	1,9	1,6	
3° trim.	119,4	-0,6	3,0	-4,3	2,4	-1,6	2,2	0,2	
4° trim.	120,0	-0,1	1,3	-3,7	1,0	-0,5	1,7	1,1	
Redditi per occupato									
2009	123,5	1,5	2,5	0,0	2,3	1,6	1,4	2,6	
2010	125,6	1,7	2,3	3,6	1,6	1,8	1,6	0,7	
2010 1° trim.	124,8	1,7	1,7	3,0	0,8	1,7	1,9	1,1	
2° trim.	125,6	2,1	2,4	4,2	1,7	1,9	1,4	1,4	
3° trim.	125,7	1,5	2,6	3,6	2,0	1,9	1,7	-0,1	
4° trim.	126,4	1,6	2,5	3,5	1,9	1,7	1,4	0,4	
Produttività del lavoro per occupato³⁾									
2009	102,7	-2,3	5,2	-8,3	0,5	-3,6	0,5	-0,1	
2010	105,0	2,2	0,7	9,6	-0,5	3,1	-0,1	-0,3	
2010 1° trim.	103,9	2,2	1,2	10,3	-1,7	2,8	0,7	-0,1	
2° trim.	104,8	2,6	0,7	11,6	-0,7	3,6	-0,5	-0,2	
3° trim.	105,2	2,1	-0,4	8,2	-0,4	3,5	-0,5	-0,3	
4° trim.	105,3	1,7	1,2	7,6	0,8	2,3	-0,3	-0,7	
Redditi per ora lavorata									
2009	127,9	3,1	3,8	4,4	4,7	2,7	2,6	2,8	
2010	129,0	0,9	1,3	0,6	1,5	1,0	1,1	0,5	
2010 1° trim.	128,5	0,9	2,1	0,9	0,4	0,6	1,3	0,8	
2° trim.	129,0	1,0	0,7	0,4	1,5	0,7	1,0	1,2	
3° trim.	128,8	0,5	-0,3	0,2	2,1	1,0	1,1	-0,4	
4° trim.	129,8	1,1	2,6	0,8	2,0	1,7	1,1	0,3	
Produttività per ora lavorata³⁾									
2009	107,0	-0,9	5,6	-4,5	2,2	-2,7	1,7	0,1	
2010	108,5	1,4	1,1	6,5	-0,9	2,2	-0,6	-0,6	
2010 1° trim.	107,7	1,4	2,2	8,1	-2,4	1,5	-0,1	-0,5	
2° trim.	108,3	1,6	0,9	7,8	-1,4	2,4	-1,0	-0,4	
3° trim.	108,5	1,1	-0,5	4,6	-0,8	2,4	-1,1	-0,6	
4° trim.	108,8	1,2	1,4	4,8	0,9	2,0	-0,5	-1,0	

5. Indicatori del costo del lavoro¹⁾⁴⁾

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività		Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁵⁾	
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manifatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni		Servizi
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
	1	2	3	4	5	6	7	
2009	102,8	2,9	2,7	3,4	3,4	3,6	2,5	2,6
2010	104,3	1,5	1,4	1,8	1,1	1,7	1,6	1,7
2010 2° trim.	104,2	1,6	1,5	1,8	0,8	1,8	1,9	1,9
3° trim.	104,3	0,9	0,8	1,3	0,1	1,4	1,3	1,5
4° trim.	105,0	1,6	1,4	1,9	1,6	1,1	1,6	1,6
2011 1° trim.	.	.	.	.	.	.	.	1,9

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).

1) I dati si riferiscono agli Euro 17.

2) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.

3) PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).

4) 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.

 5) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

5.2 Produzione e domanda

1. PIL e componenti della domanda¹⁾

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale ²⁾			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte ³⁾	Totale	Esportazioni ²⁾	Importazioni ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro; dati destagionalizzati)</i>									
2007	9.031,3	8.891,3	5.074,4	1.808,0	1.962,6	46,2	140,1	3.749,9	3.609,8
2008	9.242,4	9.145,8	5.230,1	1.897,4	1.987,1	31,2	96,6	3.873,6	3.777,0
2009	8.949,9	8.830,3	5.157,0	1.983,6	1.743,8	-54,1	119,6	3.258,3	3.138,7
2010	9.181,6	9.058,8	5.287,5	2.012,2	1.745,3	13,8	122,7	3.741,0	3.618,3
2010 1° trim.	2.262,4	2.231,8	1.304,7	501,1	426,5	-0,5	30,6	879,3	848,7
2° trim.	2.292,1	2.266,2	1.316,8	503,6	438,7	7,1	25,9	929,9	904,0
3° trim.	2.310,7	2.277,2	1.326,0	504,6	439,7	6,9	33,6	953,9	920,3
4° trim.	2.316,4	2.283,7	1.340,0	503,0	440,4	0,3	32,7	978,0	945,3
2011 1° trim.	2.346,6	2.325,8	1.356,9	510,0	454,4	4,4	20,9	1.016,1	995,2
<i>in percentuale del PIL</i>									
2010	100,0	98,7	57,6	21,9	19,0	0,2	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati⁴⁾)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 1° trim.	0,3	0,4	0,4	-0,2	-0,6	-	-	3,5	3,9
2° trim.	1,0	0,8	0,2	0,2	2,2	-	-	4,2	4,0
3° trim.	0,4	0,2	0,2	0,2	-0,2	-	-	1,7	1,2
4° trim.	0,3	0,1	0,3	-0,1	0,0	-	-	1,7	1,3
2011 1° trim.	0,8	0,8	0,3	0,8	2,1	-	-	1,8	1,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2007	2,8	2,6	1,6	2,2	4,7	-	-	6,2	5,8
2008	0,4	0,3	0,4	2,2	-0,8	-	-	1,0	0,8
2009	-4,2	-3,5	-1,2	2,4	-11,8	-	-	-13,1	-11,9
2010	1,7	1,0	0,8	0,5	-0,8	-	-	11,3	9,5
2010 1° trim.	0,8	-0,4	0,4	0,8	-5,0	-	-	7,4	4,2
2° trim.	2,0	1,3	0,6	0,3	-0,6	-	-	13,2	11,5
3° trim.	2,0	1,3	1,0	0,1	0,5	-	-	12,2	10,8
4° trim.	1,9	1,6	1,1	0,1	1,3	-	-	11,5	10,9
2011 1° trim.	2,5	2,0	1,1	1,1	4,2	-	-	9,7	8,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 1° trim.	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,1	0,4	-0,1	-	-
2° trim.	1,0	0,8	0,1	0,0	0,4	0,2	0,1	-	-
3° trim.	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,2	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,8	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2007	2,8	2,6	0,9	0,5	1,0	0,2	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,4	-0,2	-0,2	0,1	-	-
2009	-4,1	-3,5	-0,7	0,5	-2,5	-0,7	-0,7	-	-
2010	1,7	1,0	0,4	0,1	-0,2	0,6	0,8	-	-
2010 1° trim.	0,8	-0,4	0,2	0,2	-1,0	0,2	1,2	-	-
2° trim.	2,0	1,2	0,4	0,1	-0,1	0,9	0,8	-	-
3° trim.	2,0	1,3	0,6	0,0	0,1	0,6	0,7	-	-
4° trim.	1,9	1,5	0,6	0,0	0,3	0,6	0,4	-	-
2011 1° trim.	2,5	2,0	0,6	0,2	0,8	0,3	0,5	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 17.

2) 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.

3) Includo le acquisizioni nette di oggetti di valore.

4) 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 ¹⁾

	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>								
2007	8.070,4	147,2	1.654,3	511,5	1.665,1	2.302,7	1.789,6	961,0
2008	8.295,6	143,0	1.651,6	526,3	1.723,7	2.379,8	1.871,3	946,8
2009	8.057,9	129,2	1.446,9	505,7	1.650,2	2.377,7	1.948,3	892,0
2010	8.242,9	138,8	1.529,8	486,7	1.692,3	2.412,2	1.983,2	938,6
2010 1° trim.	2.037,0	33,5	373,8	120,9	416,1	598,3	494,3	225,3
2° trim.	2.058,6	34,3	381,6	122,7	422,1	600,2	497,6	233,5
3° trim.	2.069,4	35,1	383,9	122,2	426,4	606,1	495,7	241,3
4° trim.	2.077,9	35,8	390,4	120,8	427,6	607,6	495,7	238,5
2011 1° trim.	2.105,3	37,1	397,5	125,5	432,1	613,6	499,5	241,3
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,3	24,1	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente; dati destagionalizzati ²⁾)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2010 1° trim.	0,6	0,7	2,4	-1,8	0,9	0,2	0,2	-2,2
2° trim.	0,8	-0,8	2,0	1,0	1,0	0,4	0,2	2,4
3° trim.	0,3	-0,4	0,7	-0,8	0,5	0,6	0,0	1,0
4° trim.	0,3	1,2	1,2	-0,9	0,0	0,3	0,1	0,0
2011 1° trim.	0,8	0,6	1,9	2,9	0,7	0,2	0,3	0,9
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2007	3,1	1,5	3,2	2,5	3,7	4,0	1,6	0,8
2008	0,6	1,3	-2,5	-1,7	1,4	1,6	1,9	-1,3
2009	-4,2	2,7	-13,1	-6,3	-5,3	-1,6	1,3	-3,4
2010	1,8	0,1	6,2	-4,1	2,4	0,9	0,9	1,1
2010 1° trim.	1,0	0,4	4,4	-6,6	1,3	0,3	1,2	-0,7
2° trim.	2,0	-0,1	7,6	-4,1	2,6	0,6	0,9	1,9
3° trim.	1,9	-0,8	5,8	-3,3	2,9	1,1	0,7	2,3
4° trim.	2,0	0,6	6,4	-2,5	2,4	1,4	0,5	1,1
2011 1° trim.	2,3	0,6	5,8	2,2	2,2	1,5	0,6	4,4
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2010 1° trim.	0,6	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,1	0,0	-
2° trim.	0,8	0,0	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	-
4° trim.	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-
2011 1° trim.	0,8	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2007	3,1	0,0	0,7	0,2	0,8	1,1	0,3	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,2	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,8	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 1° trim.	1,0	0,0	0,8	-0,4	0,3	0,1	0,3	-
2° trim.	2,0	0,0	1,3	-0,3	0,5	0,2	0,2	-
3° trim.	1,9	0,0	1,0	-0,2	0,6	0,3	0,2	-
4° trim.	2,0	0,0	1,2	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 1° trim.	2,3	0,0	1,1	0,1	0,5	0,4	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) I dati si riferiscono agli Euro 17.

2) 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
		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			
in perc. del totale nel 2005	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,3	-1,3	0,2	-5,4
2009	-13,7	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,4	-8,2
2010	4,3	97,6	7,4	7,9	7,9	10,1	9,4	3,4	2,7	3,4	3,8	-7,7
2010 2° trim.	6,4	97,2	9,3	9,6	9,7	14,2	9,7	3,9	5,0	3,7	5,3	-3,9
3° trim.	3,9	98,3	7,2	7,8	7,9	9,3	10,3	3,2	3,9	3,1	1,5	-8,1
4° trim.	4,6	100,1	8,1	8,5	8,5	7,9	14,3	3,0	2,0	3,0	4,8	-9,0
2011 1° trim.	4,6	101,3	6,5	8,1	8,3	9,2	12,8	1,6	2,8	1,4	-2,1	-2,1
2010 ott.	4,4	99,1	7,4	8,0	8,2	7,6	13,2	3,2	2,2	3,3	1,2	-6,4
nov.	4,7	100,5	8,0	8,4	8,3	8,1	13,0	3,7	1,2	4,0	5,6	-7,6
dic.	4,7	100,7	8,9	9,3	9,2	7,9	16,9	1,9	2,9	1,7	7,3	-13,6
2011 gen.	3,9	100,8	6,2	8,0	8,1	9,9	12,6	0,9	2,5	0,7	-2,4	-4,2
feb.	6,6	101,5	7,8	9,6	9,7	10,4	14,9	2,9	3,5	2,8	-2,4	3,4
mar.	3,5	101,4	5,7	6,7	7,4	7,5	11,0	1,0	2,6	0,8	-1,5	-4,9
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>												
2010 ott.	0,8	-	0,9	1,2	1,2	0,5	1,9	0,5	0,2	0,5	0,9	0,4
nov.	0,9	-	1,4	1,3	0,5	1,8	1,4	0,7	0,9	0,7	1,9	-1,1
dic.	-0,2	-	0,2	0,8	1,2	-1,1	1,4	-0,5	-0,5	-0,5	3,4	-2,7
2011 gen.	0,5	-	0,2	0,8	0,2	2,7	-0,2	0,0	1,4	0,0	-4,5	3,6
feb.	1,0	-	0,6	1,3	1,3	0,6	1,4	1,0	0,0	1,1	-0,1	-0,7
mar.	-0,3	-	0,0	-0,4	0,1	0,0	-0,8	-0,2	0,1	-0,2	-0,3	-0,1

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 ¹⁾ (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) ²⁾	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			
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,0	57,0	10,1	14,3		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2008	112,9	-5,4	116,7	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,2	-22,9	95,4	-18,4	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,5	17,5	105,1	10,3	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,6	843	-8,6
2010 2° trim.	102,0	22,4	104,3	12,2	1,3	102,3	1,0	0,2	1,6	-0,3	2,0	838	-13,1
3° trim.	105,5	15,9	106,3	10,1	2,1	102,8	1,7	0,4	2,9	5,5	1,1	798	-16,4
4° trim.	108,3	18,1	109,4	12,2	1,5	102,6	1,0	0,2	1,5	1,7	-0,3	851	-11,1
2011 1° trim.	112,0	19,1	114,0	14,0	0,9	102,7	0,2	-1,2	1,0	-0,3	1,5	863	-3,1
2010 nov.	108,2	20,1	108,9	14,0	1,8	102,6	1,3	0,8	1,9	3,5	0,3	876	-10,0
dic.	111,0	19,3	111,4	14,2	0,7	102,4	0,2	-0,4	0,6	-0,3	-1,9	848	-7,0
2011 gen.	112,3	22,8	114,0	15,8	1,3	102,8	0,8	-1,0	1,8	-0,9	4,2	851	-4,3
feb.	112,8	21,5	115,1	15,7	2,0	103,0	1,3	-0,5	2,5	4,4	1,9	876	0,1
mar.	111,0	14,3	113,0	11,2	-0,5	102,2	-1,4	-2,0	-1,1	-3,5	-1,3	864	-4,5
apr.	.	.	.	.	3,3	103,0	1,5	1,2	1,8	.	.	829	-0,1
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2010 dic.	-	2,6	-	2,3	-0,1	-	-0,3	-0,2	-0,2	-0,7	-0,6	-	-3,1
2011 gen.	-	1,1	-	2,3	0,6	-	0,4	-0,1	0,5	0,5	2,1	-	0,3
feb.	-	0,5	-	1,0	0,4	-	0,2	0,0	0,4	2,0	-0,9	-	2,9
mar.	-	-1,6	-	-1,8	-0,6	-	-0,8	-0,5	-1,1	-2,8	-1,0	-	-1,3
apr.	-	.	-	.	1,1	-	0,7	0,7	0,8	.	.	-	-4,1

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) 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.

2) 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 imprese

	Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale ⁴⁾	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 ⁴⁾	Ordini totali	Scorte di prodotti finiti	Aspettative di produzione						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	109,4	5,8	7,2	4,4	14,6	84,8	-4,9	-2,3	-4,3	5,0	-8,0
2008	93,7	-8,4	-13,3	10,8	-1,0	82,1	-18,1	-9,9	-25,3	23,5	-13,6
2009	80,7	-28,7	-56,8	14,6	-14,8	70,9	-24,8	-7,0	-26,3	55,5	-10,3
2010	100,9	-4,5	-24,6	0,6	11,6	77,0	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 1° trim.	96,4	-12,0	-41,5	2,4	8,1	74,2	-16,8	-3,7	-10,9	45,9	-6,8
2° trim.	99,2	-6,4	-28,8	0,5	10,3	76,7	-16,7	-6,2	-17,8	33,8	-8,9
3° trim.	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,8	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
4° trim.	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,3	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 1° trim.	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,8	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
2010 dic.	107,0	5,3	-5,4	-2,1	19,3	-	-11,0	-5,8	-9,2	21,3	-7,7
2011 gen.	106,8	6,2	-3,0	-1,9	19,5	80,3	-11,2	-6,6	-10,1	19,9	-8,2
feb.	108,0	6,7	-1,4	-1,7	19,8	-	-10,0	-5,2	-8,6	20,2	-5,8
mar.	107,3	6,6	-0,3	-2,3	17,8	-	-10,6	-6,3	-10,2	19,0	-7,1
apr.	106,1	5,6	0,1	-1,4	15,4	81,3	-11,6	-7,3	-14,4	16,6	-8,1
mag.	105,5	3,9	-2,5	-1,1	13,2	-	-9,8	-6,7	-11,5	13,7	-7,4

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale ⁴⁾	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale ⁴⁾	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale ⁴⁾	Clima di fiducia	Domanda nei mesi recenti	Domanda nei mesi successivi
2007	0,1	-7,6	7,8	1,1	5,1	13,2	11,4	16,1	13,3	14,6	20,4
2008	-13,4	-20,7	-6,1	-10,0	-10,6	16,0	-3,5	0,6	-3,7	0,7	4,7
2009	-32,7	-42,2	-23,2	-15,5	-21,0	9,9	-15,7	-15,5	-20,4	-17,9	-8,3
2010	-28,4	-39,6	-17,2	-4,0	-6,1	7,4	1,5	5,0	2,5	4,2	8,3
2010 1° trim.	-30,2	-41,3	-19,2	-8,9	-13,4	7,8	-5,5	0,0	-3,3	-3,0	6,3
2° trim.	-29,2	-41,3	-17,1	-5,1	-7,5	7,5	-0,5	3,9	1,6	2,8	7,3
3° trim.	-28,1	-39,8	-16,4	-2,8	-4,7	7,0	3,4	6,9	4,8	8,3	7,6
4° trim.	-26,2	-36,0	-16,3	0,8	1,3	7,4	8,5	9,0	6,8	8,4	11,9
2011 1° trim.	-25,2	-36,1	-14,3	-0,7	0,1	8,2	6,0	10,6	8,3	10,5	13,2
2010 dic.	-26,7	-36,7	-16,8	4,3	7,3	5,9	11,4	9,8	8,2	9,1	12,1
2011 gen.	-26,0	-38,8	-13,2	-0,6	0,4	6,7	4,6	9,9	8,4	9,1	12,1
feb.	-24,2	-34,0	-14,4	-0,2	0,7	7,2	6,0	11,2	8,8	12,1	12,9
mar.	-25,4	-35,4	-15,3	-1,4	-0,8	10,6	7,3	10,8	7,6	10,2	14,7
apr.	-24,3	-33,6	-15,1	-1,8	-2,0	9,0	5,5	10,4	7,8	10,2	13,4
mag.	-24,6	-32,4	-16,8	-2,5	-1,5	10,8	4,7	9,2	6,9	9,9	10,9

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2010.
- 3) 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.
- 4) 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) 2)}

(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 nel 2010	100,0	100,0	85,5	14,5	3,8	16,0	6,9	25,5	16,3	31,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	148.606	0,8	1,0	-0,3	-1,8	-0,1	-2,0	1,2	2,2	1,2
2009	145.809	-1,9	-1,8	-2,4	-2,4	-5,3	-6,7	-1,8	-2,1	1,4
2010	145.131	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,7	1,0	1,2
2010 1° trim.	144.957	-1,3	-1,4	-0,6	-0,8	-5,4	-5,0	-1,5	-0,4	1,3
2° trim.	145.128	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8	-3,6	-3,4	-1,0	1,1	1,1
3° trim.	145.102	-0,2	0,0	-0,9	-0,4	-2,3	-2,9	-0,6	1,6	1,1
4° trim.	145.336	0,2	0,4	-0,6	-0,6	-1,1	-3,4	0,2	1,8	1,1
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>										
2010 1° trim.	-0,023	0,0	-0,1	0,2	0,0	-0,7	-1,1	-0,1	0,4	0,5
2° trim.	0,170	0,1	0,3	-0,7	-1,0	-0,1	-0,3	0,0	0,9	0,2
3° trim.	-0,025	0,0	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-1,1	0,1	0,2	0,2
4° trim.	0,233	0,2	0,1	0,3	0,4	0,0	-0,9	0,3	0,3	0,3

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 nel 2010	100,0	100,0	80,5	19,5	4,9	16,0	7,8	27,0	15,9	28,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	239.799,3	0,6	0,9	-1,0	-2,3	-0,7	-1,7	0,7	2,3	1,4
2009	231.891,6	-3,3	-3,4	-2,9	-2,7	-9,0	-8,3	-2,7	-3,2	1,2
2010	232.731,8	0,4	0,4	0,2	-1,0	-0,3	-3,2	0,2	1,5	1,5
2010 1° trim.	57.954,4	-0,5	-0,7	0,1	-1,8	-3,4	-4,3	-0,3	0,4	1,7
2° trim.	58.177,8	0,4	0,5	0,0	-1,0	-0,2	-2,8	0,2	1,6	1,3
3° trim.	58.303,2	0,8	1,0	0,3	-0,3	1,2	-2,4	0,5	2,2	1,3
4° trim.	58.296,3	0,8	0,9	0,2	-0,8	1,5	-3,4	0,4	1,9	1,5
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>										
2010 1° trim.	99,7	0,2	0,2	0,2	-0,7	-0,1	-0,9	0,2	0,4	0,6
2° trim.	223,4	0,4	0,5	-0,1	0,1	0,8	0,0	0,3	0,7	0,2
3° trim.	125,4	0,2	0,3	-0,2	-0,1	0,7	-0,9	0,0	0,5	0,4
4° trim.	-7,0	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,1	-1,6	-0,1	0,3	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
2008	1.614	-0,2	0,0	-0,7	-0,5	-0,6	0,4	-0,4	0,1	0,2
2009	1.590	-1,4	-1,6	-0,5	-0,4	-4,0	-1,7	-1,0	-1,1	-0,2
2010	1.604	0,8	0,8	0,9	-0,3	2,9	0,5	0,9	0,5	0,3
2010 1° trim.	0,400	0,8	0,8	0,7	-1,0	2,1	0,8	1,2	0,8	0,4
2° trim.	0,401	1,0	1,0	0,9	-0,2	3,5	0,7	1,2	0,5	0,2
3° trim.	0,402	1,0	1,0	1,2	0,1	3,5	0,5	1,1	0,6	0,3
4° trim.	0,401	0,5	0,5	0,8	-0,2	2,6	-0,1	0,3	0,1	0,3

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

1) I dati relativi all'occupazione si basano sul SEC 95.

2) I dati si riferiscono agli Euro 17.

5.3 Mercato del lavoro

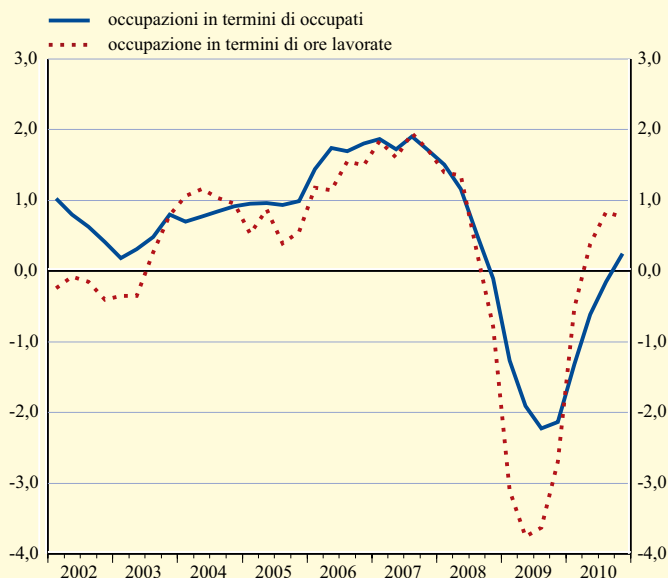
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

4. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

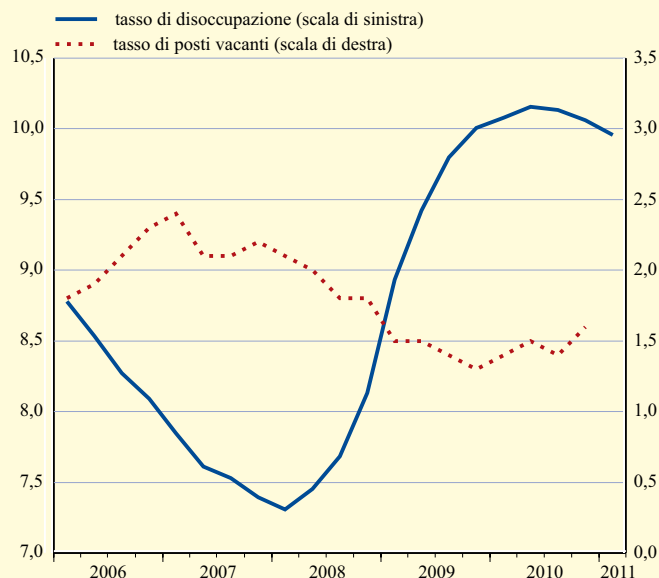
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ^{2),3)} in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ⁴⁾				Per genere ⁵⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,6		20,4		53,8		46,2		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,763	7,6	9,178	6,6	2,584	15,4	5,788	6,7	5,974	8,7	2,2
2008	11,970	7,6	9,314	6,7	2,656	15,9	6,037	7,0	5,933	8,5	1,9
2009	14,974	9,5	11,730	8,3	3,244	20,0	8,070	9,3	6,904	9,8	1,4
2010	15,889	10,1	12,649	8,9	3,241	20,7	8,556	9,9	7,334	10,3	1,5
2009 1° trim.	15,829	10,1	12,515	8,9	3,314	20,9	8,583	9,9	7,247	10,2	1,4
2° trim.	15,972	10,2	12,680	9,0	3,293	21,0	8,637	10,0	7,335	10,3	1,5
3° trim.	15,934	10,1	12,729	9,0	3,206	20,6	8,553	9,9	7,382	10,4	1,4
4° trim.	15,822	10,1	12,671	8,9	3,151	20,3	8,450	9,8	7,372	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,672	10,0	12,583	8,9	3,089	20,0	8,341	9,7	7,331	10,3	.
2010 nov.	15,815	10,1	12,654	8,9	3,161	20,4	8,437	9,8	7,379	10,4	-
dic.	15,708	10,0	12,596	8,9	3,112	20,2	8,375	9,7	7,333	10,3	-
2011 gen.	15,712	10,0	12,599	8,9	3,113	20,2	8,365	9,7	7,348	10,3	-
feb.	15,659	9,9	12,579	8,9	3,080	20,0	8,340	9,7	7,319	10,3	-
mar.	15,644	9,9	12,571	8,8	3,073	19,9	8,319	9,7	7,325	10,3	-
apr.	15,529	9,9	12,517	8,8	3,011	19,6	8,242	9,6	7,287	10,2	-

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti^{2), 3)}



Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) I dati si riferiscono agli Euro 17.
- 3) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 4) 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.
- 5) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



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		
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	41,2	
2003	45,0	44,4	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	8,8	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	41,5	
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	41,6	
2008	45,1	44,8	12,2	9,3	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,5	2,2	0,2	0,3	41,1	
2009	44,7	44,3	11,4	9,3	2,0	13,1	0,3	15,7	8,2	4,5	2,3	0,3	0,4	40,6	
2010	44,6	44,3	11,3	9,1	2,1	13,3	0,3	15,6	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	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		
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	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,4	1,5	0,1	44,4	
2005	47,3	43,5	10,4	5,1	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,4	
2006	46,7	42,9	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8	
2007	46,1	42,3	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	47,1	43,2	10,1	5,2	3,0	24,9	22,1	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,1	
2009	51,0	46,7	10,8	5,6	2,8	27,4	24,3	1,9	0,5	4,3	2,8	1,4	0,0	48,2	
2010	50,5	46,4	10,6	5,6	2,8	27,4	24,3	1,8	0,4	4,1	2,5	1,7	0,0	47,8	

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
2002	-2,6	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	11,9
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,4	12,1
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1
2005	-2,5	-2,3	-0,3	-0,2	0,3	0,4	20,4	10,4	5,1	5,1	1,9	2,2	8,2	12,2
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	0,6	2,3	20,0	10,0	5,0	5,1	1,9	2,1	7,9	12,1
2008	-2,0	-2,2	-0,2	-0,2	0,6	1,0	20,5	10,1	5,2	5,3	2,0	2,2	8,1	12,4
2009	-6,3	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,1	10,8	5,6	5,8	2,1	2,3	8,8	13,4
2010	-6,0	-4,9	-0,7	-0,3	-0,1	-3,2	21,9	10,6	5,6	5,8	2,0	2,3	8,6	13,3

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
2007	-0,3	0,3	2,5	0,1	-6,4	1,9	-2,7	-1,5	3,4	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	-0,1	-1,8	5,2
2008	-1,3	0,1	-2,8	-7,3	-9,8	-4,2	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,5	0,6	-0,9	-3,5	-1,8	-2,1	4,2
2009	-5,9	-3,0	-1,7	-14,3	-15,4	-11,1	-7,5	-5,4	-6,0	-0,9	-3,7	-5,5	-4,1	-10,1	-6,0	-8,0	-2,6
2010	-4,1	-3,3	0,1	-32,4	-10,5	-9,2	-7,0	-4,6	-5,3	-1,7	-3,6	-5,4	-4,6	-9,1	-5,6	-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 17. 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 (P3) 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	
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	48,9	42,4	20,8	11,2	10,4	25,7
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,6	26,9
2003	69,1	2,1	12,4	5,0	49,6	40,2	19,8	11,3	9,1	28,8
2004	69,4	2,2	12,0	5,0	50,3	39,1	18,9	11,1	9,1	30,4
2005	70,3	2,4	12,1	4,7	51,1	37,4	18,1	11,2	8,0	32,9
2006	68,5	2,4	11,8	4,1	50,2	35,4	18,4	9,3	7,7	33,1
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	33,1	17,1	8,6	7,4	33,1
2008	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6	33,1	17,8	7,9	7,4	36,9
2009	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0	37,1	20,6	8,9	7,6	42,4
2010	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7	40,9	24,1	10,1	6,7	44,4

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
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,5	27,9	66,7	1,4
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,2
2003	69,1	56,9	6,5	5,1	0,6	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,2	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,6	14,8	26,2	28,5	68,6	0,8
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	68,5	56,2	6,5	5,4	0,5	7,5	61,1	4,3	14,4	24,1	30,0	68,0	0,5
2007	66,3	53,6	6,2	5,2	1,3	7,1	59,2	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,0	56,9	6,6	5,2	1,3	9,9	60,1	4,9	18,7	23,1	28,2	69,3	0,7
2009	79,5	64,5	7,6	5,7	1,7	11,8	67,7	5,0	21,0	26,6	31,9	78,7	0,8
2010	85,3	69,4	8,3	5,7	1,9	12,8	72,4	5,4	22,2	28,7	34,4	84,5	0,8

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
2007	84,2	64,9	3,7	25,0	105,4	36,1	63,9	103,6	58,3	6,7	62,0	45,3	60,7	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,6	66,3	4,6	44,4	110,7	39,8	67,7	106,3	48,3	13,6	61,5	58,2	63,8	71,6	21,9	27,8	34,1
2009	96,2	73,5	7,2	65,6	127,1	53,3	78,3	116,1	58,0	14,6	67,6	60,8	69,6	83,0	35,2	35,4	43,8
2010	96,8	83,2	6,6	96,2	142,8	60,1	81,7	119,0	60,8	18,4	68,0	62,7	72,3	93,0	38,0	41,0	48,4

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 17. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. 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
2002	2,1	2,7	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,7	1,6	0,0	-0,5	0,0	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	0,4	-0,2	0,3	2,7
2005	3,3	3,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,3	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,1	1,1	-1,3	1,8
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,1	-0,5	-0,3	-0,2	1,7
2008	5,3	5,1	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	0,7	1,1	-0,5	4,5
2009	7,2	7,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	2,9	2,2	0,8	4,3
2010	7,8	7,9	-0,1	0,0	0,0	3,3	-0,6	5,1	4,7	4,0	1,5	3,1

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	
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1
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	-2,5	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	1,7	-1,4	0,3	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3
2007	1,2	-0,7	0,5	0,6	0,2	0,0	0,2	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-2,0	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,3	0,9	1,1	0,4	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
2010	7,8	-6,0	1,9	2,4	0,3	0,5	1,3	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,4

Fonte: BCE.

- Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [$\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)$] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- 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).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e di alcune operazioni di assunzione di debito.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- 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 4° trim.	48,3	47,3	12,9	14,2	16,2	2,3	0,7	1,0	0,4	43,6
2005 1° trim.	42,5	42,0	10,0	13,1	15,3	2,1	0,6	0,5	0,3	38,5
2° trim.	44,5	43,9	11,6	13,2	15,1	2,2	1,1	0,6	0,3	40,1
3° trim.	43,7	43,0	11,1	13,0	15,2	2,1	0,8	0,7	0,3	39,7
4° trim.	48,2	47,5	13,3	14,1	16,1	2,2	0,9	0,8	0,3	43,8
2006 1° trim.	42,9	42,5	10,3	13,4	15,1	2,1	0,8	0,4	0,3	39,0
2° trim.	45,6	45,1	12,2	13,5	15,1	2,2	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,9	43,4	11,6	13,0	15,1	2,1	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	48,6	48,0	14,0	14,2	15,8	2,2	0,9	0,6	0,3	44,3
2007 1° trim.	42,6	42,2	10,3	13,5	14,8	2,0	0,9	0,4	0,3	38,8
2° trim.	45,9	45,4	12,7	13,5	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,4
3° trim.	43,9	43,4	12,2	12,8	14,8	2,1	0,8	0,5	0,3	40,0
4° trim.	48,9	48,3	14,4	14,1	15,7	2,2	1,0	0,6	0,3	44,5
2008 1° trim.	42,8	42,5	10,7	13,0	14,8	2,1	1,1	0,3	0,2	38,7
2° trim.	45,3	44,9	12,6	12,8	15,0	2,2	1,5	0,4	0,3	40,7
3° trim.	43,5	43,1	12,0	12,5	15,0	2,0	0,8	0,4	0,3	39,7
4° trim.	48,3	47,8	13,6	13,6	16,3	2,3	1,1	0,5	0,3	43,8
2009 1° trim.	42,7	42,5	10,3	12,5	15,5	2,3	1,1	0,2	0,2	38,5
2° trim.	44,8	44,2	11,5	12,6	15,6	2,3	1,4	0,6	0,5	40,2
3° trim.	42,8	42,5	11,0	12,3	15,5	2,2	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,0	47,3	12,7	13,8	16,4	2,4	0,9	0,7	0,5	43,4
2010 1° trim.	42,3	42,1	10,1	12,5	15,5	2,3	0,9	0,2	0,3	38,3
2° trim.	44,7	44,2	11,5	12,9	15,3	2,4	1,3	0,5	0,3	40,0
3° trim.	43,1	42,8	10,9	13,0	15,2	2,2	0,7	0,3	0,3	39,3
4° trim.	47,8	47,1	12,7	13,7	16,4	2,4	1,0	0,7	0,3	43,0

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 4° trim.	50,2	45,0	11,0	5,8	2,9	25,4	21,9	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,9	1,0
2005 1° trim.	47,2	43,5	10,2	4,7	3,1	25,5	21,8	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,8	-1,6
2° trim.	46,3	43,0	10,2	5,0	3,2	24,6	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
3° trim.	45,8	42,4	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,1	0,9
4° trim.	49,9	45,0	11,1	5,8	2,8	25,3	21,8	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,6	1,1
2006 1° trim.	45,8	42,6	10,0	4,6	3,0	25,1	21,6	1,1	3,2	1,9	1,3	-2,9	0,1
2° trim.	45,7	42,5	10,2	4,9	3,1	24,2	21,2	1,1	3,2	2,3	1,0	-0,1	3,0
3° trim.	45,4	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,2	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,5	1,5
4° trim.	49,8	44,4	10,7	5,8	2,7	25,2	21,6	1,4	5,4	3,2	2,2	-1,2	1,5
2007 1° trim.	44,8	41,5	9,8	4,5	3,0	24,3	20,9	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,1	0,8
2° trim.	44,9	41,7	9,9	4,9	3,2	23,7	20,8	1,1	3,2	2,3	0,9	0,9	4,1
3° trim.	44,7	41,2	9,5	4,8	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,8	2,2
4° trim.	49,6	44,5	10,7	5,8	2,8	25,2	21,4	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,8	2,1
2008 1° trim.	45,2	42,0	9,7	4,7	3,0	24,6	20,9	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
2° trim.	45,7	42,3	10,1	5,0	3,3	24,0	20,9	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,4	2,8
3° trim.	45,7	42,1	9,6	4,8	3,1	24,5	21,4	1,2	3,6	2,5	1,0	-2,3	0,8
4° trim.	51,5	46,3	11,0	6,1	2,8	26,4	22,4	1,4	5,2	3,5	1,7	-3,2	-0,4
2009 1° trim.	49,1	45,6	10,5	5,3	2,9	26,9	23,0	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,4	-3,5
2° trim.	50,5	46,4	10,9	5,5	3,0	27,0	23,4	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,7	-2,7
3° trim.	49,6	45,7	10,3	5,3	2,9	27,3	23,6	1,4	3,9	2,7	1,2	-6,8	-3,9
4° trim.	54,4	49,0	11,6	6,5	2,6	28,4	24,1	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,4	-3,8
2010 1° trim.	50,2	46,6	10,6	5,2	2,8	28,1	23,8	1,4	3,6	2,0	1,5	-7,9	-5,1
2° trim.	49,3	45,9	10,7	5,5	2,9	26,8	23,3	1,3	3,4	2,4	1,2	-4,7	-1,8
3° trim.	49,4	45,2	10,1	5,2	2,9	27,0	23,3	1,3	4,1	2,4	1,7	-6,2	-3,3
4° trim.	53,0	47,9	11,2	6,3	2,6	27,9	23,9	1,6	5,1	3,1	2,1	-5,2	-2,7

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

- 1) I dati si riferiscono agli Euro 17. I concetti di entrate, spese e 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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario ²⁾

	Totale 1	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi 2	Prestiti 3	Titoli a breve termine 4	Titoli a lungo termine 5
2008 1° trim.	67,2	2,2	11,4	4,9	48,7
2° trim.	67,5	2,2	11,4	4,9	49,0
3° trim.	67,6	2,1	11,3	5,5	48,7
4° trim.	70,0	2,3	11,4	6,7	49,6
2009 1° trim.	73,7	2,3	11,7	7,9	51,8
2° trim.	76,8	2,4	12,1	8,4	53,9
3° trim.	78,6	2,4	12,3	9,2	54,8
4° trim.	79,5	2,5	12,5	8,6	56,0
2010 1° trim.	81,3	2,4	12,7	8,4	57,8
2° trim.	82,6	2,4	13,3	8,1	58,9
3° trim.	82,7	2,4	13,2	8,2	58,9
4° trim.	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7

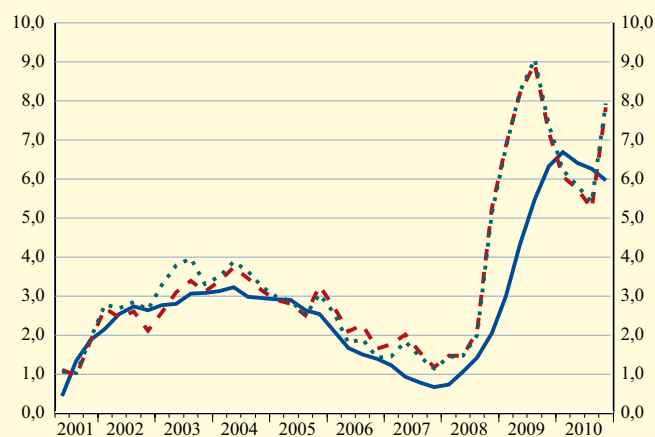
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	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	
2008 1° trim.	6,1	-2,4	3,7	3,3	2,0	0,0	0,9	0,3	-0,2	0,6	6,2
2° trim.	3,8	-0,4	3,3	3,9	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,7	3,7
3° trim.	2,0	-2,3	-0,2	-0,7	-1,5	0,0	0,3	0,6	0,4	0,0	1,6
4° trim.	9,1	-3,2	6,0	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,1	0,3	9,0
2009 1° trim.	12,8	-6,4	6,4	6,8	5,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	0,1	13,3
2° trim.	9,1	-5,7	3,3	3,2	2,3	-0,6	0,3	1,2	-0,4	0,5	9,4
3° trim.	4,9	-6,8	-2,0	-2,8	-3,2	0,6	0,0	-0,2	0,2	0,6	4,7
4° trim.	2,3	-6,4	-4,0	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,3	2,6
2010 1° trim.	8,2	-7,9	0,3	0,8	0,8	0,0	-0,3	0,3	-0,3	-0,2	8,5
2° trim.	7,6	-4,7	3,0	3,4	2,0	1,2	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	7,7
3° trim.	3,0	-6,2	-3,3	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,3	3,0
4° trim.	12,4	-5,2	7,1	7,9	0,8	1,5	5,7	-0,2	0,0	-0,7	12,4

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

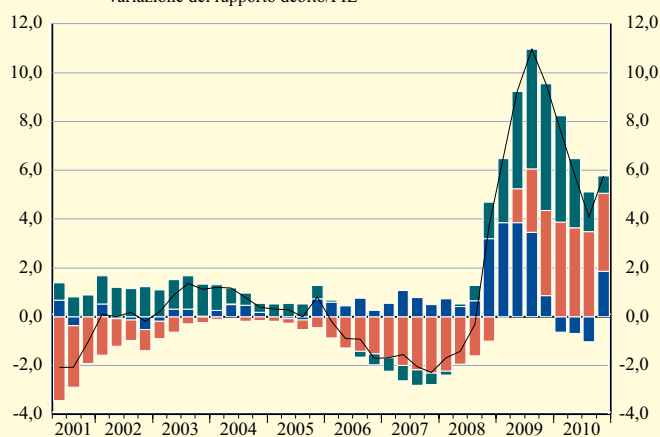
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



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) Dati relativi agli Euro 17. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.

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

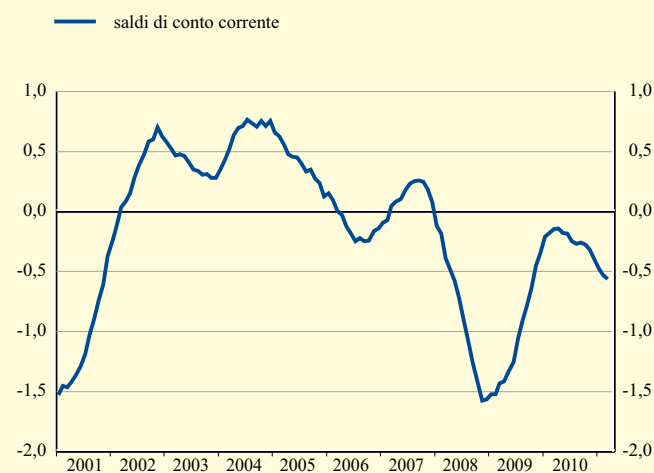


TRANSAZIONI E POSIZIONI CON L'ESTERO

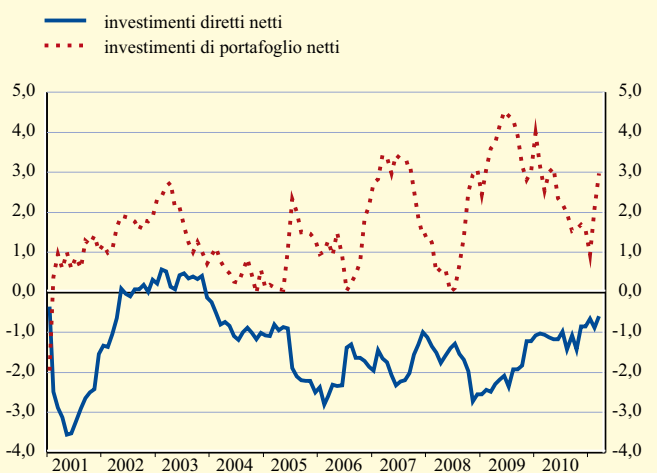
7.1 Bilancia dei pagamenti ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

	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
2008	-142,4	-22,5	41,1	-63,3	-97,7	9,2	-133,2	141,5	-236,0	283,3	-82,9	180,5	-3,4	-8,3
2009	-25,7	37,5	33,8	-6,4	-90,6	6,6	-19,1	10,0	-109,4	270,7	37,2	-193,1	4,6	9,2
2010	-36,7	20,7	41,0	1,8	-100,2	7,7	-28,9	34,4	-78,6	143,2	8,0	-28,1	-10,2	-5,4
2010 1° trim.	-17,9	1,6	4,4	11,1	-35,1	2,5	-15,5	16,0	-45,2	24,9	2,7	38,2	-4,6	-0,6
2° trim.	-18,6	3,3	11,7	-14,8	-18,8	1,7	-16,9	25,4	-29,8	93,7	1,9	-41,4	1,0	-8,5
3° trim.	-6,2	8,2	14,6	1,4	-30,4	1,0	-5,1	3,9	-30,8	-17,1	2,4	54,3	-5,0	1,3
4° trim.	6,0	7,6	10,3	4,0	-15,9	2,5	8,5	-10,9	27,2	41,6	1,0	-79,2	-1,6	2,4
2011 1° trim.	-33,5	-12,4	5,4	4,8	-31,3	2,5	-30,9	28,3	-22,2	156,2	-3,9	-90,7	-11,1	2,6
2010 mar.	0,0	5,6	1,6	2,8	-10,1	0,2	0,2	2,7	-32,7	-4,3	0,0	42,2	-2,5	-2,8
apr.	-4,2	1,4	3,0	-1,1	-7,5	-0,6	-4,8	5,1	-18,4	41,5	-4,2	-13,7	-0,1	-0,3
mag.	-16,0	-1,5	3,7	-12,8	-5,4	1,8	-14,2	20,3	-3,8	51,6	-0,2	-27,2	-0,1	-6,2
giu.	1,7	3,3	5,0	-0,8	-5,9	0,5	2,1	-0,1	-7,6	0,6	6,3	-0,5	1,1	-2,0
lug.	5,5	7,2	5,4	2,3	-9,4	1,4	6,9	0,4	-0,6	-25,1	-1,4	30,7	-3,1	-7,4
ago.	-7,1	-3,8	4,0	2,5	-9,8	0,3	-6,8	2,3	-26,9	0,3	4,7	25,8	-1,6	4,6
set.	-4,6	4,8	5,2	-3,4	-11,2	-0,7	-5,2	1,2	-3,2	7,8	-1,0	-2,2	-0,2	4,1
ott.	4,0	6,4	2,9	3,3	-8,6	-0,2	3,8	-3,1	-27,7	14,0	-5,2	16,0	-0,2	-0,7
nov.	-3,6	-0,1	3,5	-1,0	-6,0	0,6	-2,9	15,8	45,2	14,2	1,6	-45,2	0,0	-12,9
dic.	5,6	1,3	3,9	1,6	-1,3	2,1	7,6	-23,6	9,8	13,5	4,6	-50,1	-1,3	15,9
2011 gen.	-20,8	-14,1	1,5	0,1	-8,2	0,4	-20,4	18,3	6,5	-18,1	-2,7	38,3	-5,7	2,1
feb.	-8,9	-0,6	2,3	2,9	-13,5	2,2	-6,7	7,4	-22,0	97,3	-2,3	-66,6	1,0	-0,7
mar.	-3,8	2,4	1,6	1,8	-9,5	0,0	-3,8	2,6	-6,6	77,0	1,1	-62,5	-6,4	1,2
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>													
2011 mar.	-52,2	6,7	42,1	-4,5	-96,4	7,7	-44,4	46,6	-55,6	274,5	1,3	-157,0	-16,6	-2,2
	<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>													
2011 mar.	-0,6	0,1	0,5	0,0	-1,0	0,1	-0,5	0,5	-0,6	3,0	0,0	-1,7	-0,2	0,0

F32 B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente (dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale sul PIL)



F33 B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio (flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte:
1) L'utilizzo convenzionale dei segni è descritto nelle Note generali.

7.2 Conto corrente e conto capitale

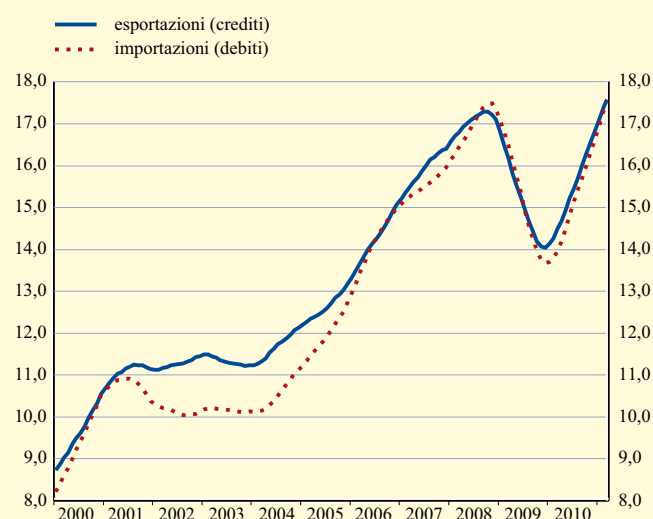
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

	Conto corrente										Conto capitale						
	Totale			Beni		Servizi		Redditi		Trasferimenti correnti				Crediti	Debiti		
	Crediti	Debiti	Saldo	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti		Debiti					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Rimesse dei lavoratori	11	12	Rimesse dei lavoratori	13	14	15
2008	2.720,2	2.862,6	-142,4	1.590,2	1.612,8	514,4	473,3	524,3	587,6	91,2	6,9	188,9	21,5	24,5	15,2		
2009	2.292,9	2.318,6	-25,7	1.303,6	1.266,0	473,9	440,2	421,5	427,9	93,9	6,4	184,5	22,5	20,6	14,0		
2010	2.593,3	2.630,0	-36,7	1.564,3	1.543,6	515,1	474,0	426,3	424,5	87,7	6,3	187,9	22,0	22,2	14,5		
2010 1° trim.	588,6	606,5	-17,9	350,1	348,5	113,2	108,9	103,4	92,3	21,7	1,5	56,8	5,1	5,5	3,0		
2° trim.	647,3	665,8	-18,6	388,7	385,4	128,9	117,2	110,8	125,5	18,9	1,7	37,7	5,2	4,8	3,1		
3° trim.	661,2	667,3	-6,2	403,2	395,0	138,5	123,9	103,9	102,5	15,6	1,7	46,0	5,8	4,8	3,8		
4° trim.	696,3	690,3	6,0	422,3	414,7	134,4	124,1	108,2	104,2	31,4	1,6	47,3	6,0	7,1	4,5		
2011 1° trim.	675,2	708,7	-33,5	423,9	436,4	120,5	115,1	104,3	99,5	26,5	.	57,8	.	5,1	2,6		
2011 gen.	209,1	229,9	-20,8	127,5	141,6	40,8	39,3	32,1	32,0	8,7	.	17,0	.	1,3	0,9		
feb.	220,4	229,3	-8,9	137,7	138,4	37,4	35,1	32,9	30,0	12,4	.	25,9	.	3,0	0,8		
mar.	245,7	249,5	-3,8	158,7	156,4	42,3	40,7	39,3	37,5	5,3	.	14,9	.	0,9	0,9		
	Dati destagionalizzati																
2010 3° trim.	657,1	665,2	-8,2	395,6	390,3	129,7	118,7	108,0	108,6	23,8	.	47,6	.	.	.		
4° trim.	669,5	685,6	-16,0	408,8	408,8	130,8	120,4	105,6	109,7	24,4	.	46,7	.	.	.		
2011 1° trim.	699,4	716,3	-16,8	436,5	439,4	131,8	120,3	107,8	108,9	23,4	.	47,7	.	.	.		
2011 gen.	231,6	237,2	-5,6	143,5	145,3	44,8	40,6	35,1	35,7	8,3	.	15,6	.	.	.		
feb.	233,2	239,7	-6,5	146,9	148,8	42,9	39,4	35,4	35,5	8,0	.	16,0	.	.	.		
mar.	234,7	239,4	-4,7	146,2	145,4	44,1	40,3	37,3	37,7	7,1	.	16,0	.	.	.		
	flussi cumulati sui 12 mesi																
2011 mar.	2.669,4	2.721,6	-52,2	1.629,0	1.623,4	521,1	478,6	427,1	431,9	92,2	.	187,7	.	.	.		
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL																
2011 mar.	28,8	29,4	-0,6	17,6	17,5	5,6	5,2	4,6	4,7	1,0	.	2,0	.	.	.		

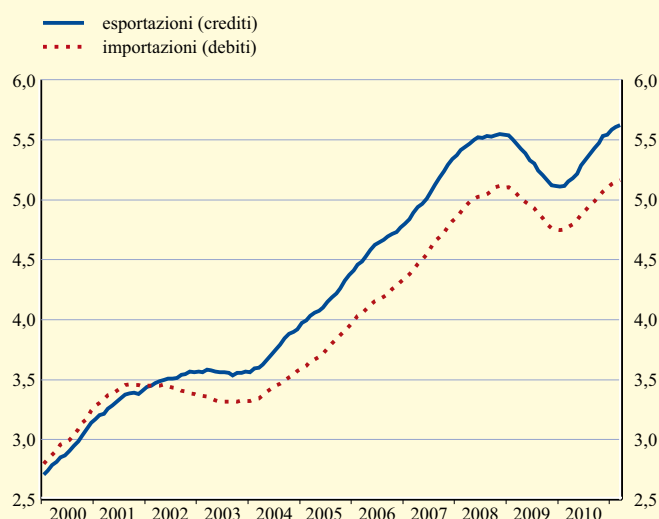
F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(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	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti	Crediti	Debiti					
1	2	3	4	5	Utili reinvestiti	6	7	Utili reinvestiti	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2008	21,1	13,1	503,2	574,5	141,1	-5,2	115,8	17,8	31,3	26,7	39,3	111,1	119,1	128,5	172,4	192,3	
2009	21,9	13,8	399,6	414,1	145,6	16,2	98,6	12,0	24,9	24,2	27,4	77,2	98,7	120,8	102,9	93,4	
2010	23,1	13,8	403,2	410,7	170,4	0,4	111,4	16,6	22,4	20,1	29,9	85,8	97,6	122,7	82,9	70,7	
2009 4° trim.	5,9	4,1	97,4	93,7	40,2	1,6	27,0	-0,1	6,5	5,6	6,1	13,9	22,8	28,5	21,9	18,8	
2010 1° trim.	5,8	2,7	97,6	89,6	42,6	2,7	25,9	5,8	5,5	4,4	6,0	12,3	23,1	30,2	20,5	16,8	
2° trim.	5,5	3,3	105,3	122,3	44,9	-8,9	28,7	-3,5	5,8	5,2	9,8	39,5	24,3	31,7	20,5	17,2	
3° trim.	5,5	3,9	98,4	98,5	40,8	9,5	28,8	7,9	5,3	4,7	7,6	17,0	24,9	31,3	19,8	16,7	
4° trim.	6,3	3,9	101,9	100,4	42,1	-2,9	28,0	6,5	5,9	5,8	6,6	17,1	25,3	29,5	22,1	19,9	

3. Scomposizione per area geografica

(transazioni cumulate)

dal 1° trim. 2010 al 4° trim. 2010	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
		Crediti														
Conto corrente	2.593,3	862,1	48,7	79,4	407,9	268,3	57,8	46,8	34,1	117,5	36,7	54,8	93,1	196,4	346,2	805,7
Beni	1.564,3	500,2	30,6	52,7	207,4	209,3	0,2	26,7	18,2	96,0	27,2	34,8	68,2	101,4	183,9	507,7
Servizi	515,1	164,1	10,7	13,6	104,3	29,2	6,2	8,2	7,7	15,4	7,3	12,3	16,3	52,1	75,6	156,1
Redditi	426,3	138,8	6,8	11,6	85,7	26,4	8,3	11,6	7,3	5,7	2,0	6,7	8,0	34,6	81,1	130,6
Redditi da capitale	403,2	132,0	6,7	11,5	84,1	25,7	4,0	11,6	7,2	5,7	1,9	6,6	8,0	24,0	79,3	126,9
Trasferimenti correnti	87,7	59,1	0,6	1,5	10,4	3,5	43,0	0,3	0,9	0,4	0,3	1,0	0,6	8,3	5,5	11,3
Conto capitale	22,2	19,1	0,0	0,0	1,1	0,4	17,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	2,1
		Debiti														
Conto corrente	2.630,0	814,5	42,2	75,0	355,1	243,0	99,2	-	29,8	-	-	92,4	-	173,3	338,2	-
Beni	1.543,6	431,0	27,6	46,5	162,1	194,8	0,0	26,0	12,7	202,1	23,4	50,1	105,0	86,2	130,9	476,3
Servizi	474,0	136,6	7,8	11,2	84,9	32,4	0,2	4,8	6,5	12,5	5,1	9,7	10,3	44,0	98,9	145,7
Redditi	424,5	134,6	6,3	15,8	96,0	11,3	5,2	-	8,6	-	-	31,9	-	34,8	101,4	-
Redditi da capitale	410,7	126,6	6,2	15,7	94,6	4,9	5,2	-	8,4	-	-	31,8	-	34,4	100,5	-
Trasferimenti correnti	187,9	112,3	0,5	1,5	12,1	4,5	93,8	1,4	2,1	3,1	0,8	0,6	0,8	8,3	7,1	51,4
Conto capitale	14,5	2,5	0,0	0,1	1,2	0,3	0,9	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	1,4	9,2
		Saldo														
Conto corrente	-36,7	47,7	6,5	4,4	52,8	25,3	-41,4	-	4,3	-	-	-37,6	-	23,1	8,0	-
Beni	20,7	69,2	3,1	6,1	45,3	14,5	0,2	0,7	5,5	-106,1	3,8	-15,2	-36,8	15,2	52,9	31,4
Servizi	41,0	27,5	2,9	2,5	19,4	-3,2	6,0	3,4	1,3	3,0	2,2	2,5	6,0	8,1	-23,3	10,4
Redditi	1,8	4,3	0,5	-4,2	-10,2	15,1	3,1	-	-1,3	-	-	-25,2	-	-0,3	-20,2	-
Redditi da capitale	-7,5	5,4	0,5	-4,3	-10,5	20,8	-1,2	-	-1,3	-	-	-25,1	-	-10,5	-21,1	-
Trasferimenti correnti	-100,2	-53,3	0,1	0,0	-1,6	-1,0	-50,7	-1,1	-1,2	-2,7	-0,5	0,4	-0,2	0,0	-1,5	-40,0
Conto capitale	7,7	16,6	0,0	-0,1	-0,1	0,1	16,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-1,0	-7,1

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)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,0	169,1	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.331,7	14.983,0	-1.651,3	144,1	162,0	-17,9	3.889,7	3.320,2	3.727,6	5.938,3	-29,8	5.370,1	5.724,4	374,2
2009	13.733,3	15.203,2	-1.469,9	153,4	169,8	-16,4	4.262,0	3.478,6	4.226,3	6.737,2	-45,4	4.830,9	4.987,5	459,6
2010 2° trim.	14.925,7	16.152,1	-1.226,4	164,8	178,4	-13,5	4.583,5	3.604,6	4.627,9	7.137,6	-46,1	5.177,2	5.409,9	583,3
3° trim.	14.747,4	16.124,8	-1.377,4	161,6	176,7	-15,1	4.556,9	3.573,6	4.641,8	7.277,0	-55,4	5.051,8	5.274,3	552,2
4° trim.	15.001,4	16.191,9	-1.190,6	163,2	176,2	-13,0	4.615,0	3.609,1	4.809,7	7.358,2	-75,2	5.060,8	5.224,7	591,2
Variazioni nelle consistenze														
2006	1.545,9	1.845,3	-299,4	18,0	21,5	-3,5	363,3	284,6	485,1	889,8	0,6	691,2	670,9	5,7
2007	1.608,0	1.858,8	-250,9	17,8	20,6	-2,8	572,8	486,8	258,7	591,3	-8,1	763,3	780,7	21,4
2008	-661,1	-283,8	-377,3	-7,1	-3,1	-4,1	163,0	98,3	-903,5	-599,7	-0,9	53,3	217,6	27,0
2009	401,6	220,2	181,4	4,5	2,5	2,0	372,4	158,3	498,7	798,8	-15,6	-539,2	-737,0	85,4
2010 3° trim.	-178,3	-27,3	-151,0	-7,8	-1,2	-6,6	-26,6	-31,0	13,9	139,4	-9,3	-125,3	-135,6	-31,0
4° trim.	254,0	67,1	186,9	10,6	2,8	7,8	58,1	35,5	167,9	81,2	-19,8	8,9	-49,6	39,0
Transazioni														
2007	1.940,3	1.943,2	-3,0	21,5	21,5	0,0	512,9	422,5	439,5	566,3	66,9	915,8	954,4	5,1
2008	406,6	548,1	-141,5	4,4	5,9	-1,5	328,8	92,8	-7,2	276,1	82,9	-1,2	179,3	3,4
2009	-166,8	-156,8	-10,0	-1,9	-1,8	-0,1	325,3	215,9	84,3	355,0	-37,2	-534,6	-727,7	-4,6
2010	439,4	473,8	-34,4	4,8	5,2	-0,4	166,5	87,9	140,7	283,9	-8,0	130,0	101,9	10,2
2010 3° trim.	81,1	84,9	-3,9	3,5	3,7	-0,2	28,1	-2,6	53,2	36,1	-2,4	-2,8	51,5	5,0
4° trim.	49,8	38,9	10,9	2,1	1,6	0,5	7,1	34,3	42,9	84,5	-1,0	-0,8	-80,0	1,6
2011 1° trim.	134,8	163,1	-28,3	5,9	7,1	-1,2	53,6	31,4	29,2	185,4	3,9	37,1	-53,6	11,1
2010 nov.	57,7	73,5	-15,8	.	.	.	-1,9	43,2	3,1	17,3	-1,6	58,1	12,9	0,0
dic.	-109,5	-133,0	23,6	.	.	.	0,0	9,8	-19,6	-6,1	-4,6	-86,7	-136,7	1,3
2011 gen.	140,4	158,7	-18,3	.	.	.	26,3	32,8	39,5	21,4	2,7	66,2	104,6	5,7
feb.	39,0	46,4	-7,4	.	.	.	8,7	-13,4	-1,9	95,4	2,3	31,0	-35,6	-1,0
mar.	-44,6	-42,0	-2,6	.	.	.	18,6	12,0	-8,4	68,6	-1,1	-60,1	-122,6	6,4
Altre variazioni														
2006	-182,3	123,3	-305,6	-2,1	1,4	-3,6	-54,7	26,2	-35,2	183,4	0,0	-96,9	-86,3	4,4
2007	-332,3	-84,4	-247,9	-3,7	-0,9	-2,7	59,9	64,3	-180,8	25,1	-75,1	-152,6	-173,8	16,3
2008	-1.067,7	-831,9	-235,8	-11,5	-9,0	-2,5	-165,8	5,5	-896,3	-875,8	-83,8	54,5	38,3	23,7
2009	568,4	377,0	191,4	6,3	4,2	2,1	47,1	-57,6	414,4	443,9	21,6	-4,6	-9,3	89,9
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	-	.	.	.	15,1	10,6	13,6	13,7	.	20,5	18,8	0,3
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	2,9	3,6	-	.	.	.	8,9	2,9	-0,5	4,4	.	-0,1	3,3	1,0
2009	-1,3	-1,1	-	.	.	.	8,4	6,6	2,2	5,9	.	-10,0	-12,6	-1,2
2010 3° trim.	3,3	3,2	-	.	.	.	5,3	3,7	3,0	4,0	.	2,1	1,7	1,7
4° trim.	3,1	3,1	-	.	.	.	3,8	2,5	3,2	4,1	.	2,7	2,0	2,0
2011 1° trim.	2,6	2,7	-	.	.	.	3,9	3,3	2,3	5,3	.	1,7	-1,4	2,8

Fonte: BCE.

1) Le attività comprendono la posizione netta in strumenti finanziari derivati.

7.3 Conto finanziario

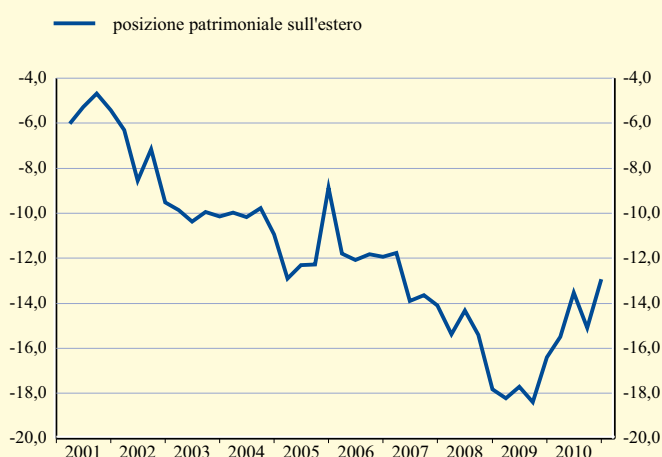
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

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	3.889,7	3.016,6	214,5	2.802,2	873,0	13,1	859,9	3.320,2	2.360,4	67,1	2.293,2	959,8	19,0	940,8
2009	4.262,0	3.291,0	228,5	3.062,4	971,1	14,7	956,4	3.478,6	2.531,3	78,2	2.453,1	947,3	18,5	928,8
2010 3° trim.	4.556,9	3.497,5	243,2	3.254,3	1.059,4	15,7	1.043,7	3.573,6	2.721,9	82,9	2.639,0	851,7	16,1	835,6
4° trim.	4.615,0	3.522,0	247,6	3.274,4	1.093,0	16,0	1.077,0	3.609,1	2.721,8	86,4	2.635,4	887,3	10,9	876,3
Transazioni														
2008	328,8	195,4	9,3	186,1	133,4	-0,3	133,7	92,8	57,7	-8,2	65,9	35,0	1,6	33,5
2009	325,3	234,1	18,2	215,9	91,1	2,4	88,8	215,9	216,4	8,6	207,8	-0,5	-0,6	0,1
2010	166,5	51,6	7,6	44,0	114,9	1,3	113,6	87,9	136,8	8,0	128,8	-48,9	-7,5	-41,3
2010 3° trim.	28,1	34,3	0,9	33,4	-6,2	0,2	-6,4	-2,6	32,5	2,4	30,1	-35,2	-0,1	-35,1
4° trim.	7,1	-28,0	0,9	-28,9	35,1	0,3	34,8	34,3	-8,6	2,0	-10,5	42,9	-4,9	47,9
2011 1° trim.	53,6	41,8	5,0	36,8	11,7	0,1	11,7	31,4	15,4	0,2	15,2	16,0	2,3	13,7
2010 nov.	-1,9	-4,8	2,3	-7,1	2,9	0,1	2,8	43,2	8,3	1,5	6,9	34,9	1,9	33,0
dic.	0,0	-15,3	0,9	-16,3	15,3	0,1	15,2	9,8	11,1	0,2	10,9	-1,3	-6,5	5,2
2011 gen.	26,3	32,4	0,5	32,0	-6,2	0,2	-6,4	32,8	6,3	0,3	6,0	26,4	2,8	23,6
feb.	8,7	1,8	0,2	1,6	6,8	-0,1	6,9	-13,4	3,0	0,2	2,7	-16,3	-0,5	-15,8
mar.	18,6	7,5	4,3	3,2	11,1	-0,1	11,2	12,0	6,1	-0,4	6,5	5,9	-0,1	5,9
Tassi di crescita														
2008	8,9	6,6	4,1	6,9	17,9	-1,2	18,2	2,9	2,4	-13,1	2,8	4,3	8,5	4,2
2009	8,4	7,7	8,5	7,7	10,5	18,3	10,3	6,6	9,3	12,8	9,2	-0,1	-3,1	0,0
2010 3° trim.	5,3	4,3	4,0	4,4	8,6	10,7	8,6	3,7	9,2	12,2	9,1	-10,3	-14,3	-10,2
4° trim.	3,8	1,5	3,3	1,4	11,7	8,6	11,8	2,5	5,4	10,1	5,2	-5,1	-40,4	-4,4
2011 1° trim.	3,9	2,2	2,6	2,2	9,4	7,1	9,4	3,3	3,3	8,5	3,1	3,6	-27,7	4,3

F36 Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro

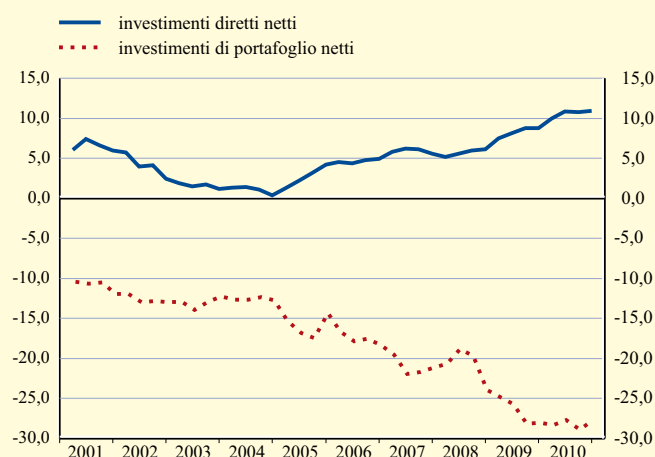
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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

	Totale	Azioni e altre partecipazioni					Strumenti di debito									
		Totale	IFM	non IFM		Totale	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario						
				Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		IFM	Euro-sistema	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM			
													Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2008	3.727,6	1.128,6	68,4	3,0	1.060,2	27,1	2.164,2	964,8	20,3	1.199,4	18,6	434,8	358,1	61,7	76,7	1,3
2009	4.226,3	1.488,7	76,2	3,4	1.412,5	34,4	2.339,5	917,5	17,1	1.422,0	36,5	398,1	327,3	44,9	70,8	2,0
2010 3° trim.	4.641,8	1.699,8	88,8	3,4	1.611,0	42,0	2.551,6	893,7	17,0	1.657,8	40,4	390,5	316,8	49,0	73,7	0,5
4° trim.	4.809,7	1.900,9	96,9	3,6	1.804,0	45,3	2.510,8	800,7	15,6	1.710,1	77,1	398,0	312,9	41,7	85,1	0,2
Transazioni																
2008	-7,2	-98,0	-35,7	0,6	-62,3	0,0	80,7	41,0	3,2	39,7	2,6	10,1	34,9	14,9	-24,8	0,4
2009	84,3	46,8	-3,2	0,0	50,0	1,5	30,2	-98,3	-3,8	128,5	17,5	7,2	11,8	-12,8	-4,5	0,9
2010	140,7	81,0	8,4	-0,2	72,6	1,9	103,7	-123,6	-1,2	227,3	51,4	-44,0	-56,5	-10,8	12,5	-1,9
2010 3° trim.	53,2	10,6	1,8	0,0	8,8	-1,3	59,7	6,0	-0,1	53,7	-2,1	-17,1	-7,5	7,2	-9,6	0,3
4° trim.	42,9	42,7	2,8	0,0	39,9	-0,7	0,1	-97,3	-0,5	97,4	53,4	0,1	-13,2	-9,5	13,3	-0,3
2011 1° trim.	29,2	-0,8	-8,2	0,1	7,4	.	27,7	13,0	1,0	14,7	.	2,3	-4,3	2,0	6,6	.
2010 nov.	3,1	15,9	4,2	0,0	11,7	.	-15,1	-35,5	0,2	20,4	.	2,3	-2,1	1,1	4,4	.
dic.	-19,6	9,3	-2,7	0,1	11,9	.	-14,8	-12,3	-0,4	-2,5	.	-14,0	-16,5	-7,2	2,5	.
2011 gen.	39,5	-6,1	-4,1	0,0	-2,1	.	37,5	31,2	0,1	6,2	.	8,1	1,7	3,1	6,5	.
feb.	-1,9	4,7	-3,2	0,1	7,9	.	2,7	-4,4	0,4	7,2	.	-9,3	-9,8	-0,8	0,5	.
mar.	-8,4	0,7	-0,9	0,0	1,6	.	-12,5	-13,9	0,5	1,3	.	3,4	3,8	-0,2	-0,4	.
Tassi di crescita																
2008	-0,5	-5,9	-27,6	24,6	-4,2	-0,1	3,6	4,2	20,1	3,1	15,4	2,7	11,9	41,1	-27,7	65,9
2009	2,2	3,4	-5,1	-0,7	3,9	5,4	1,3	-10,0	-18,9	10,5	93,7	1,1	2,6	-22,1	-6,0	68,4
2010 3° trim.	3,0	5,2	7,8	-7,5	5,1	8,5	5,0	-4,7	-7,1	11,6	-7,8	-14,9	-17,3	-2,6	-2,4	-67,9
4° trim.	3,2	5,1	10,9	-5,2	4,8	5,2	4,3	-13,4	-6,8	15,2	121,3	-10,4	-16,1	-23,6	18,4	-91,3
2011 1° trim.	2,3	2,6	-9,8	-2,7	3,3	.	3,2	-12,3	-1,8	12,5	.	-4,8	-12,2	-7,4	32,1	.

4. Investimenti di portafoglio: passività

	Totale	Azioni e altre partecipazioni			Strumenti di debito							
		Totale	IFM	non IFM	Obbligazioni e note			Strumenti di mercato monetario				
					Totale	IFM	non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	non IFM	
											Euro-sistema	Amministrazioni pubbliche
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2008	5.938,3	2.185,3	616,9	1.568,4	3.372,6	1.198,8	2.173,8	1.426,8	380,4	62,0	318,4	269,9
2009	6.737,2	2.751,8	686,6	2.065,1	3.460,8	1.132,1	2.328,7	1.477,1	524,6	67,7	456,9	422,3
2010 3° trim.	7.277,0	2.942,9	670,5	2.272,4	3.810,1	1.173,9	2.636,2	1.740,7	523,9	99,5	424,4	377,8
4° trim.	7.358,2	3.147,1	654,2	2.492,9	3.735,6	1.160,8	2.574,8	1.704,3	475,5	81,1	394,4	358,2
Transazioni												
2008	276,1	-84,6	84,5	-169,1	177,8	6,8	171,0	154,3	182,9	-33,1	216,0	192,8
2009	355,0	111,8	2,2	109,6	123,3	7,7	115,5	93,4	119,9	-13,5	133,3	155,5
2010	283,9	147,5	-5,8	153,2	134,4	45,7	88,7	187,1	2,1	45,1	-43,0	-33,4
2010 3° trim.	36,1	39,7	15,8	23,9	-37,4	16,1	-53,5	-28,5	33,8	23,5	10,3	11,7
4° trim.	84,5	77,0	-9,3	86,3	33,2	26,6	6,6	36,4	-25,7	-3,5	-22,2	-16,7
2011 1° trim.	185,4	75,7	1,8	73,9	60,3	44,5	15,8	.	49,4	49,9	-0,6	.
2010 nov.	17,3	-11,9	0,8	-12,7	17,0	0,5	16,5	.	12,2	2,4	9,8	.
dic.	-6,1	28,6	-14,3	42,9	17,8	17,6	0,2	.	-52,5	-5,4	-47,1	.
2011 gen.	21,4	9,0	-0,2	9,2	0,9	33,0	-32,1	.	11,5	13,4	-2,0	.
feb.	95,4	36,9	5,9	31,0	30,9	9,9	21,0	.	27,7	24,0	3,7	.
mar.	68,6	29,8	-3,9	33,7	28,6	1,7	26,9	.	10,2	12,5	-2,3	.
Tassi di crescita												
2008	4,4	-3,7	14,9	-8,1	5,9	0,7	9,2	13,8	78,0	-24,7	218,2	269,4
2009	5,9	4,8	0,4	6,6	3,6	0,7	5,3	6,6	31,8	-28,6	41,8	58,1
2010 3° trim.	4,0	4,1	-0,7	5,7	3,3	2,0	3,9	10,4	8,9	148,4	-4,7	-3,8
4° trim.	4,1	5,2	-0,9	7,1	3,8	3,9	3,8	12,4	0,4	70,5	-9,5	-8,1
2011 1° trim.	5,3	7,3	1,6	8,9	3,4	6,8	1,9	.	9,0	76,9	-3,5	.

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	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Banconote, monete e depositi	11	12	13	14	15
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2008	5.370,1	28,8	27,8	1,0	3.272,5	3.213,2	59,2	90,8	12,3	42,6	8,8	1.977,9	188,9	1.595,6	431,7	
2009	4.830,9	30,2	29,8	0,4	2.835,9	2.805,4	30,5	109,2	8,4	63,6	11,4	1.855,6	192,4	1.478,8	398,1	
2010 3° trim.	5.051,8	25,0	24,4	0,6	2.963,2	2.930,7	32,5	115,9	8,3	69,1	11,0	1.947,7	207,9	1.528,3	438,0	
4° trim.	5.060,8	32,6	32,0	0,7	2.970,4	2.937,9	32,5	152,9	8,4	104,7	15,9	1.904,9	213,3	1.505,0	428,1	
Transazioni																
2008	-1,2	-9,4	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	56,6	-0,3	48,3	-21,9	
2009	-534,6	0,1	0,0	0,1	-421,7	-401,2	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-123,7	1,0	-129,3	-50,8	
2010	130,0	-2,9	-2,9	0,0	8,4	-0,5	9,0	39,6	-0,2	38,8	4,8	84,9	11,8	63,1	29,1	
2010 3° trim.	-2,8	1,5	1,6	-0,1	-15,8	-14,6	-1,2	-4,0	-0,1	-4,1	-2,4	15,5	2,3	17,1	11,2	
4° trim.	-0,8	6,1	6,0	0,1	-28,0	-27,6	-0,4	34,6	0,0	34,6	4,8	-13,5	2,2	-20,4	-6,7	
2011 1° trim.	37,1	2,5	.	.	62,5	.	.	-6,9	.	.	-3,1	-21,1	.	.	2,7	
nov.	58,1	2,0	.	.	39,8	.	.	5,0	.	.	3,6	11,4	.	.	-6,6	
dic.	-86,7	6,9	.	.	-85,8	.	.	3,8	.	.	1,7	-11,6	.	.	-9,8	
2011 gen.	66,2	-0,5	.	.	59,4	.	.	-5,9	.	.	-4,3	13,3	.	.	18,1	
feb.	31,0	3,0	.	.	41,4	.	.	0,3	.	.	2,0	-13,7	.	.	-5,7	
mar.	-60,1	0,0	.	.	-38,3	.	.	-1,2	.	.	-0,8	-20,6	.	.	-9,7	
Tassi di crescita																
2008	-0,1	-26,2	-26,9	1,0	-1,3	-1,8	23,6	-6,0	-8,8	-12,3	-35,8	3,1	-0,2	3,2	-5,9	
2009	-10,0	-0,3	-1,4	24,1	-12,8	-12,4	-36,9	11,2	-3,5	18,9	12,0	-6,5	0,5	-8,4	-13,1	
2010 3° trim.	2,1	-13,4	-13,1	-22,0	1,0	0,8	21,4	11,1	-3,2	17,9	9,1	3,5	5,3	3,3	-0,8	
4° trim.	2,7	-13,1	-12,9	-9,9	0,4	0,1	28,2	35,4	-2,7	59,2	41,5	4,5	5,9	4,3	7,4	
2011 1° trim.	1,7	22,6	.	.	0,5	.	.	37,1	.	.	69,7	1,3	.	.	6,1	

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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																
2008	5.724,4	482,9	482,6	0,3	3.762,9	3.708,8	54,1	62,3	0,0	58,0	4,3	1.416,3	178,2	1.059,7	178,4	
2009	4.987,5	252,0	251,6	0,4	3.398,9	3.360,4	38,6	71,6	0,0	67,3	4,4	1.264,9	175,1	911,3	178,5	
2010 3° trim.	5.274,3	249,2	247,5	1,8	3.606,5	3.559,3	47,3	92,0	0,0	86,4	5,6	1.326,5	185,5	948,4	192,7	
4° trim.	5.224,7	268,9	265,8	3,0	3.507,2	3.456,0	51,3	138,8	0,0	133,3	5,4	1.309,7	191,1	955,6	163,0	
Transazioni																
2008	179,3	281,0	280,9	0,1	-174,7	-186,0	11,3	9,3	0,0	10,6	-1,3	63,7	9,0	46,7	8,0	
2009	-727,7	-233,1	-233,3	0,2	-353,2	-341,9	-11,4	12,5	0,0	12,4	0,1	-153,8	-5,5	-125,7	-22,6	
2010	101,9	8,9	6,3	2,6	-3,0	-9,6	6,6	64,4	0,0	63,7	0,7	31,6	10,2	4,5	16,9	
2010 3° trim.	51,5	-2,6	-3,6	1,0	1,9	6,0	-4,1	5,3	0,0	5,4	-0,1	46,9	1,0	34,9	11,0	
4° trim.	-80,0	17,3	16,0	1,3	-105,1	-108,5	3,5	45,8	0,0	45,5	0,3	-38,1	2,4	-34,8	-5,7	
2011 1° trim.	-53,6	9,6	.	.	-77,7	.	.	28,5	.	.	.	-14,0	.	.	.	
nov.	12,9	4,2	.	.	9,4	.	.	15,9	.	.	.	-16,6	.	.	.	
dic.	-136,7	12,9	.	.	-152,0	.	.	22,9	.	.	.	-20,5	.	.	.	
2011 gen.	104,6	7,1	.	.	64,0	.	.	13,6	.	.	.	19,9	.	.	.	
feb.	-35,6	4,6	.	.	-17,1	.	.	7,2	.	.	.	-30,4	.	.	.	
mar.	-122,6	-2,1	.	.	-124,6	.	.	7,7	.	.	.	-3,6	.	.	.	
Tassi di crescita																
2008	3,3	141,1	141,2	.	-4,4	-4,7	18,2	17,7	.	22,5	-23,2	4,8	5,3	4,6	5,9	
2009	-12,6	-48,0	-48,1	.	-9,4	-9,2	-20,3	19,8	.	21,0	1,9	-10,8	-3,4	-11,8	-11,8	
2010 3° trim.	1,7	-8,2	-8,6	.	0,5	0,4	11,3	18,2	.	17,8	26,9	6,2	4,5	5,4	11,8	
4° trim.	2,0	3,4	2,4	.	0,0	-0,2	17,2	87,9	.	93,5	10,8	2,4	5,7	0,3	9,4	
2011 1° trim.	-1,4	9,4	.	.	-5,1	.	.	113,1	.	.	.	-0,1	.	.	.	

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 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	-0,3	0,0	32,7	-24,2	56,7	
3° trim.	552,2	332,3	346,994	53,3	15,3	151,3	7,9	15,7	127,2	0,5	106,9	19,8	0,4	0,0	26,2	-22,6	53,7	
4° trim.	591,2	366,2	346,962	54,2	15,8	155,0	7,7	16,1	131,3	0,5	111,2	19,5	0,0	0,0	26,3	-24,4	54,5	
2011 mar.	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	-	-	-	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,5	
apr.	571,6	358,5	346,987	50,0	21,3	141,8	5,4	16,5	119,4	-	-	-	0,6	0,0	22,0	-21,6	51,4	
	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 3° trim.	5,0	0,0	-	0,0	-0,1	5,1	-0,5	3,9	1,6	0,0	5,6	-4,0	0,1	0,0	-	-	-	
4° trim.	1,6	0,0	-	0,1	0,1	1,3	-0,4	-0,5	2,1	0,0	3,2	-1,1	0,1	0,0	-	-	-	
2011 1° trim.	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Tassi di crescita																	
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,6	1,7	67,7	-68,9	10,8	28,0	17,9	-20,6	-	-	-	-	-	
2009	-1,2	-0,9	-	-2,6	45,5	-4,4	41,1	-21,3	-7,3	1,0	-12,8	25,3	-	-	-	-	-	
2010	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-	
2010 3° trim.	1,7	0,0	-	1,0	27,8	3,2	-45,3	93,8	2,8	-5,2	9,0	-22,0	-	-	-	-	-	
4° trim.	2,0	0,0	-	-0,1	45,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-	
2011 1° trim.	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

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)										
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6
2008	10.916,9	5.309,2	380,4	3.372,6	178,2	237,0	1.439,4	1.759,0	482,9	5.023,7	2.211,8
2009	10.413,3	4.590,5	524,6	3.460,8	175,1	221,8	1.440,4	1.971,0	252,0	4.598,7	2.151,1
2010 2° trim.	11.176,9	4.979,5	495,6	3.823,4	183,8	246,7	1.447,9	2.197,4	260,1	4.991,5	2.279,9
3° trim.	10.982,6	4.841,4	523,9	3.810,1	185,5	247,4	1.374,3	2.210,6	249,2	4.880,0	2.268,6
4° trim.	10.832,6	4.810,8	475,5	3.735,6	191,2	222,7	1.396,8	2.201,3	268,9	4.749,1	2.216,5
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2007	110,6	57,0	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,9	23,0
2008	118,1	57,4	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,0	5,2	54,4	23,9
2009	116,4	51,3	5,9	38,7	2,0	2,5	16,1	22,0	2,8	51,4	24,0
2010 2° trim.	123,6	55,1	5,5	42,3	2,0	2,7	16,0	24,3	2,9	55,2	25,2
3° trim.	120,5	53,1	5,7	41,8	2,0	2,7	15,1	24,3	2,7	53,5	24,9
4° trim.	118,0	52,4	5,2	40,7	2,1	2,4	15,2	24,0	2,9	51,7	24,1

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	783,5	116,5	2,3	-17,4	-125,6	257,6	-0,3	45,6	44,2	-28,9	129,7	-42,2	77,4	-0,3	441,4
All'estero	4.262,0	1.428,3	34,5	123,7	988,9	281,1	0,0	119,6	48,3	77,7	423,5	784,3	540,9	0,0	839,4
Azioni/utili reinvestiti	3.291,0	1.073,8	29,1	79,8	735,3	229,5	0,0	95,2	39,1	58,9	349,5	559,7	484,7	0,0	630,1
Debito	971,1	354,5	5,3	43,9	253,7	51,6	0,0	24,4	9,1	18,8	74,1	224,6	56,2	0,0	209,3
Nell'area dell'euro	3.478,6	1.311,8	32,2	141,1	1.114,5	23,6	0,3	73,9	4,1	106,6	293,9	826,4	463,5	0,4	398,0
Azioni/utili reinvestiti	2.531,3	1.077,5	22,7	124,7	922,7	7,2	0,3	61,0	1,1	85,5	201,0	613,4	245,4	0,2	246,4
Debito	947,3	234,3	9,5	16,5	191,9	16,4	0,1	13,0	3,0	21,1	92,9	213,0	218,1	0,2	151,6
Investimenti di portafoglio: attività	4.226,3	1.424,7	79,0	156,5	1.000,9	89,1	99,2	95,4	47,5	182,0	107,0	1.349,2	434,2	29,3	557,0
Azioni	1.488,7	296,8	8,8	28,8	245,3	13,2	0,6	28,6	45,3	85,7	92,4	469,0	193,3	1,5	275,9
Strumenti di debito	2.737,6	1.127,9	70,2	127,7	755,6	75,9	98,5	66,8	2,2	96,2	14,6	880,2	240,8	27,8	281,1
Obbligazioni e note	2.339,5	979,1	62,9	108,0	635,5	74,2	98,4	63,3	1,5	38,1	10,6	739,6	225,5	27,2	254,7
Strumenti di mercato monetario	398,1	148,8	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	-156,6	-107,3	49,4	6,8	-96,5	92,2	-159,3	0,3	-8,7	17,0	-118,6	-106,5	-12,4	14,1	165,6
Attività	4.830,9	2.246,0	108,6	85,4	1.847,6	187,9	16,5	26,8	31,6	95,0	238,8	687,3	591,7	61,3	852,4
Amministrazioni pubbliche	109,2	23,3	0,1	5,4	6,8	0,2	10,6	0,0	3,1	0,2	0,2	3,5	1,9	27,3	49,7
IFM	2.866,1	1.539,2	91,0	51,0	1.240,6	154,0	2,6	15,2	9,3	64,4	125,5	353,0	329,8	20,4	409,4
Altri settori	1.855,6	683,6	17,5	28,9	600,2	33,7	3,3	11,6	19,1	30,4	113,2	330,8	260,0	13,6	393,3
Passività	4.987,5	2.353,3	59,2	78,5	1.944,1	95,6	175,8	26,6	40,3	78,0	357,4	793,8	604,1	47,2	686,8
Amministrazioni pubbliche	71,6	29,4	0,1	0,4	4,4	0,0	24,5	0,1	0,1	0,5	0,2	22,1	0,3	16,9	2,2
IFM	3.650,9	1.746,4	47,7	44,2	1.486,4	71,6	96,6	19,4	19,1	45,6	270,3	500,3	499,4	27,6	522,9
Altri settori	1.264,9	577,5	11,4	34,0	453,3	24,0	54,8	7,1	21,2	32,0	86,9	271,4	104,5	2,6	161,8
dal 1° trim. 2010 al 4° trim. 2010	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	78,6	28,8	-0,6	0,6	6,9	22,0	-0,1	-16,4	3,2	-3,0	-12,8	18,8	15,2	-0,1	44,8
All'estero	166,5	75,1	2,4	2,4	38,8	31,4	0,0	4,9	3,0	-4,4	-2,6	27,3	1,6	0,0	61,4
Azioni/utili reinvestiti	51,6	49,9	2,4	-1,1	21,2	27,4	0,0	3,5	0,2	-3,0	-15,2	-6,2	-19,3	0,0	41,7
Debito	114,9	25,2	0,0	3,5	17,6	4,0	0,0	1,5	2,8	-1,3	12,6	33,5	20,9	0,0	19,7
Nell'area dell'euro	87,9	46,3	3,0	1,9	31,9	9,4	0,1	21,3	-0,2	-1,3	10,2	8,5	-13,5	0,1	16,6
Azioni/utili reinvestiti	136,8	30,6	1,6	4,4	21,7	2,9	0,1	23,2	1,0	1,6	-1,9	15,4	61,0	0,0	6,1
Debito	-48,9	15,7	1,5	-2,6	10,3	6,5	0,0	-1,8	-1,2	-2,9	12,1	-6,8	-74,5	0,1	10,6
Investimenti di portafoglio: attività	140,7	27,9	1,2	18,6	-11,1	9,5	9,6	-0,8	8,0	-13,2	6,1	25,6	-30,8	-0,4	118,3
Azioni	81,0	23,3	1,7	6,1	14,1	1,4	0,1	3,2	7,9	0,0	3,8	11,1	0,5	0,1	31,2
Strumenti di debito	59,7	4,7	-0,4	12,5	-25,1	8,1	9,6	-4,0	0,1	-13,3	2,3	14,5	-31,2	-0,5	87,1
Obbligazioni e note	103,7	30,6	0,1	11,9	1,0	8,2	9,4	-5,6	0,1	-0,1	1,2	23,6	-21,9	-0,5	76,3
Strumenti di mercato monetario	-44,0	-25,9	-0,5	0,6	-26,1	-0,1	0,1	1,6	0,0	-13,1	1,2	-9,1	-9,4	0,0	10,8
Altri investimenti	28,1	-23,2	2,2	-15,2	13,4	-8,8	-14,8	-3,8	2,3	-1,8	49,2	-7,7	66,5	-25,3	-28,0
Attività	130,0	39,7	2,5	3,9	25,6	5,8	1,9	0,8	8,4	6,4	10,1	16,5	51,4	-7,0	3,5
Amministrazioni pubbliche	39,6	17,3	0,6	1,1	13,2	1,8	0,5	1,6	0,0	2,4	0,8	10,7	1,6	0,6	4,7
IFM	5,5	-19,1	-1,2	-1,4	-21,0	3,8	0,7	-1,1	5,3	-0,5	4,4	-8,6	33,9	-7,6	-1,2
Altri settori	84,9	41,6	3,1	4,2	33,3	0,2	0,8	0,3	3,1	4,5	4,9	14,5	16,0	0,0	0,1
Passività	101,9	63,0	0,3	19,2	12,2	14,6	16,8	4,6	6,1	8,2	-39,1	24,2	-15,0	18,3	31,5
Amministrazioni pubbliche	64,4	49,9	0,1	0,1	45,4	0,1	4,3	0,1	0,0	-0,3	-0,1	4,9	0,2	9,6	0,1
IFM	6,0	17,3	0,8	17,1	-18,7	10,6	7,5	4,6	2,9	7,7	-34,6	-12,9	-16,1	8,6	28,5
Altri settori	31,6	-4,2	-0,6	2,0	-14,5	3,9	5,0	0,0	3,2	0,8	-4,4	32,3	0,9	0,2	2,8

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

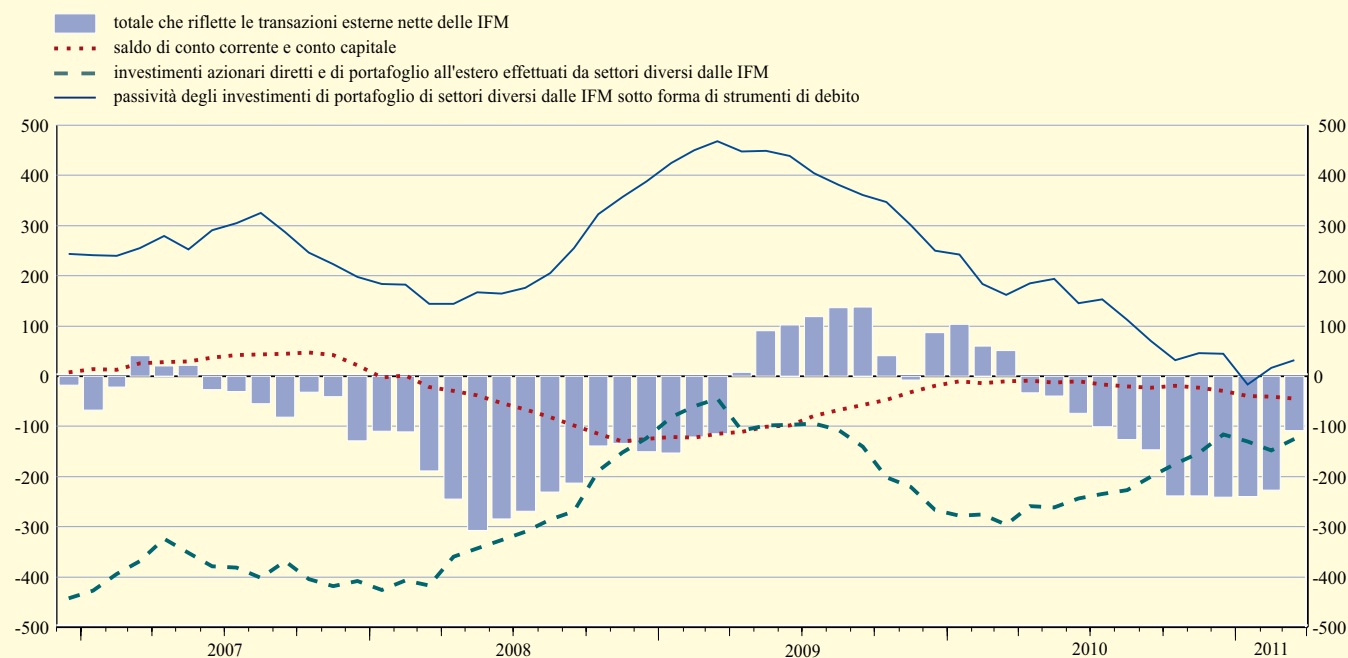
(miliardi di euro; transazioni)

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	
2008	-150,2	-124,8	-320,1	99,3	62,1	-14,5	-169,3	387,7	-51,3	73,3	-82,8	-9,9
2009	86,1	-19,5	-304,6	207,9	-50,0	-124,0	109,7	249,3	113,1	-141,1	37,2	8,1
2010	-240,4	-29,5	-157,6	87,3	-72,4	-239,9	153,3	44,9	-123,7	95,9	7,9	-6,5
2010 1° trim.	-80,9	-15,5	-41,0	1,1	-26,0	-44,0	26,7	27,6	-32,9	21,3	2,7	-0,9
2° trim.	-43,2	-16,9	-83,7	54,0	2,3	-41,0	16,3	76,9	-58,8	14,7	1,9	-8,9
3° trim.	-65,7	-5,3	-26,9	-5,1	-8,8	-44,1	24,0	-43,6	-11,4	52,1	2,3	1,0
4° trim.	-50,6	8,1	-6,0	37,3	-39,9	-110,7	86,4	-16,1	-20,6	7,7	1,0	2,2
2011 1° trim.	51,0	-30,6	-48,5	28,9	-7,4	-21,3	67,3	15,2	10,9	14,5	-3,9	25,9
2010 mar.	-40,8	0,2	-28,2	-0,7	-12,5	-27,1	2,3	8,3	-8,2	28,3	0,0	-3,2
apr.	-41,4	-4,8	-22,8	3,5	-4,4	-13,5	0,2	37,0	-26,5	-5,6	-4,2	-0,4
mag.	8,9	-14,2	-37,7	33,4	9,3	-20,6	-1,6	53,7	-46,2	39,3	-0,2	-6,3
giu.	-10,7	2,1	-23,3	17,1	-2,6	-6,9	17,6	-13,8	13,9	-18,9	6,3	-2,1
lug.	-27,9	6,9	-11,7	11,1	3,3	-28,7	-6,1	-17,4	-4,1	27,6	-1,4	-7,5
ago.	-9,1	-6,9	-8,7	-18,9	-4,2	0,4	23,3	-25,3	15,0	6,9	4,7	4,5
set.	-28,7	-5,3	-6,5	2,7	-7,9	-15,7	6,7	-0,9	-22,3	17,5	-1,0	4,1
ott.	-80,0	3,7	-11,3	-18,6	-16,3	-85,9	56,1	4,7	-12,5	6,2	-5,2	-0,9
nov.	-10,1	-3,0	4,2	39,9	-11,7	-24,8	-12,7	26,6	-16,2	-1,0	1,6	-12,9
dic.	39,4	7,4	1,1	16,1	-11,9	0,0	43,0	-47,3	8,1	2,5	4,5	16,0
2011 gen.	-26,3	-20,4	-25,6	29,6	2,1	-12,7	9,2	-34,0	-7,3	33,5	-2,7	2,1
feb.	-0,9	-6,7	-8,6	-13,1	-7,9	-7,6	31,0	24,7	13,4	-23,1	-2,3	-0,7
mar.	78,3	-3,8	-14,4	12,4	-1,6	-0,9	33,7	24,6	21,8	4,1	1,1	1,2
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 mar.	-108,5	-45,0	-165,1	115,1	-53,8	-217,1	200,5	32,5	-62,8	89,0	1,3	-3,0

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)													
2009	-18,1	-21,8	1.279,9	628,1	264,4	355,5	1.063,3	1.266,1	734,2	193,9	316,7	840,9	182,1
2010	20,2	22,3	1.534,9	766,1	309,1	420,3	1.271,8	1.543,4	945,0	226,3	345,6	1.014,8	245,5
2010 2° trim.	22,4	27,6	380,0	189,9	76,2	103,8	315,9	385,4	236,4	56,6	85,7	252,7	62,2
3° trim.	22,8	26,7	397,6	197,7	80,3	108,3	329,9	399,8	244,6	59,5	88,8	265,0	62,3
4° trim.	22,3	25,5	404,3	202,2	83,3	109,9	333,9	405,9	253,1	58,0	88,9	265,2	65,4
2011 1° trim.	21,3	23,8	427,2				349,7	433,3				277,4	
2010 ott.	21,2	22,3	134,4	66,9	27,8	36,2	111,6	131,5	80,9	19,2	29,6	87,1	20,4
nov.	24,5	29,1	135,1	67,9	28,0	36,7	111,9	137,9	85,3	19,7	30,2	89,8	22,2
dic.	21,1	25,0	134,8	67,5	27,5	37,0	110,3	136,5	86,9	19,1	29,1	88,3	22,7
2011 gen.	27,0	29,7	140,3	70,2	27,3	38,3	114,1	143,5	90,7	20,2	29,8	91,2	24,8
feb.	22,3	26,6	142,7	71,5	28,7	38,5	117,5	144,7	91,1	19,0	30,5	93,1	22,7
mar.	16,4	16,7	144,2				118,2	145,1				93,2	
Indici di volume (non dest.; 2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,6	-13,6	119,6	114,8	118,9	128,0	116,0	109,7	101,1	115,7	136,4	111,0	102,0
2010	14,8	10,5	136,8	132,5	137,3	143,5	134,1	120,7	113,0	129,1	142,3	127,5	100,3
2010 1° trim.	11,8	5,2	129,5	126,1	124,4	138,4	126,1	116,8	108,5	123,3	140,8	121,4	99,6
2° trim.	16,4	14,7	135,6	131,7	134,8	141,9	133,4	120,7	113,2	129,2	141,7	127,1	99,7
3° trim.	15,9	12,2	140,0	134,9	142,3	145,4	137,3	121,9	114,0	132,4	142,5	129,9	100,3
4° trim.	15,0	10,2	142,3	137,5	147,6	148,5	139,7	123,5	116,4	131,5	144,3	131,6	101,5
2010 set.	15,6	7,7	140,4	135,6	146,0	146,1	138,5	120,6	112,7	127,7	143,1	129,3	94,8
ott.	13,8	7,0	142,4	136,9	148,6	146,9	140,3	120,6	112,9	130,2	143,7	129,3	98,5
nov.	17,4	14,5	143,2	138,7	149,8	150,2	141,0	127,5	119,8	136,6	147,4	134,6	105,6
dic.	13,8	9,0	141,3	136,9	144,6	148,4	137,7	122,2	116,5	127,8	141,8	131,0	100,5
2011 gen.	18,1	12,9	144,7	139,8	142,7	150,4	140,3	125,1	118,4	132,8	140,9	131,9	102,4
feb.	14,5	10,2	146,6				144,1	125,7				135,3	91,2

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
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,2	-8,5	-4,8	2,3	0,9	-28,3	-2,4
2010	105,4	3,9	4,8	1,1	2,2	26,3	3,8	110,0	9,8	9,8	1,5	2,7	27,5	6,0
2010 3° trim.	106,3	4,6	6,7	1,6	2,8	19,6	4,5	111,1	10,8	11,9	2,9	4,0	25,8	7,3
4° trim.	106,6	5,1	7,1	2,0	2,9	21,5	5,0	112,6	11,6	13,4	2,3	5,3	25,8	8,0
2011 1° trim.	109,1	5,8	8,5	1,9	2,9	25,8	5,8	118,5	12,2	11,3	0,7	5,8	31,8	6,9
2010 nov.	106,4	4,8	7,0	1,9	2,8	18,1	4,7	111,9	10,9	13,1	2,5	5,5	22,6	7,9
dic.	107,4	5,8	7,5	2,4	3,0	27,4	5,6	115,2	13,7	14,8	2,6	6,0	32,9	9,1
2011 gen.	108,5	6,0	8,6	2,4	3,1	25,1	5,9	117,1	12,2	12,2	1,5	6,1	31,7	7,4
feb.	109,1	5,9	8,7	1,9	2,8	25,9	5,8	118,6	12,6	11,8	1,2	5,9	31,3	7,3
mar.	109,7	5,7	8,3	1,6	2,7	26,3	5,6	119,8	11,8	9,8	-0,5	5,5	32,4	6,1
apr.	110,3	5,0	7,0	1,1	2,5	25,3	4,9	121,1	10,6	7,6	-2,3	4,7	30,9	4,1

Fonte: Eurostat.

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) 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.)															
2009	1.279,9	27,3	41,6	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,4	69,0	28,6	92,0	54,3	29,5
2010	1.534,9	30,2	52,6	195,5	209,4	63,7	93,1	47,4	180,4	354,9	94,7	34,5	104,8	73,2	18,5
2009 4° trim.	330,0	6,7	10,8	45,0	45,4	12,9	19,8	9,4	37,9	75,1	19,0	7,3	23,0	14,4	7,4
2010 1° trim.	353,1	7,0	11,9	46,5	47,8	13,7	21,4	10,7	41,3	81,7	22,0	7,9	25,0	16,7	4,9
2° trim.	380,0	7,4	13,3	48,0	51,3	15,4	22,9	11,4	45,1	88,1	23,3	8,7	25,6	18,6	6,3
3° trim.	397,6	7,6	13,5	50,3	54,2	17,2	24,1	12,1	47,6	91,7	23,9	8,9	26,7	18,9	4,3
4° trim.	404,3	8,2	14,0	50,6	56,1	17,4	24,7	13,3	46,3	93,5	25,5	9,0	27,5	19,1	3,0
2011 1° trim.	427,2	.	.	.	.	18,6	25,8	15,5	50,0	99,3	29,0	9,2	28,1	20,1	.
2010 ott.	134,4	2,6	4,6	16,9	18,4	5,8	7,9	4,4	15,7	31,0	8,4	3,1	9,0	6,3	1,8
nov.	135,1	2,6	4,6	17,0	18,6	6,0	8,2	4,5	15,5	31,6	8,7	3,0	9,2	6,6	0,2
dic.	134,8	3,0	4,8	16,7	19,1	5,7	8,6	4,4	15,1	30,8	8,5	2,9	9,3	6,2	1,0
2011 gen.	140,3	2,6	4,9	17,5	19,2	6,0	8,3	4,8	16,5	32,2	9,4	3,1	9,4	6,3	1,7
feb.	142,7	2,7	4,9	17,5	19,8	6,3	8,5	5,2	16,8	33,5	9,7	3,1	9,3	7,0	-0,2
mar.	144,2	.	.	.	.	6,3	9,0	5,5	16,7	33,6	9,9	3,1	9,4	6,8	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,1	3,1	11,7	23,1	6,2	2,2	6,8	4,8	1,2
Importazioni (c.i.f.)															
2009	1.266,1	27,1	38,3	127,1	161,8	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	44,0	94,7	59,5	-25,5
2010	1.543,4	27,6	47,6	148,3	197,4	111,0	74,1	30,7	128,9	491,1	208,1	50,7	118,5	74,8	-48,5
2009 4° trim.	323,9	6,8	9,9	32,6	43,0	24,6	16,1	6,9	27,9	95,8	38,7	11,0	24,5	15,3	-11,0
2010 1° trim.	352,2	6,6	10,4	34,9	45,1	25,7	17,1	7,3	29,3	110,3	45,9	11,8	27,0	16,5	-11,0
2° trim.	385,4	6,9	11,9	36,5	48,8	28,3	19,5	7,6	31,7	124,5	53,2	12,6	29,8	18,1	-14,1
3° trim.	399,8	7,1	12,6	38,0	50,6	27,5	19,1	7,7	33,9	129,4	55,3	13,3	29,5	19,4	-10,1
4° trim.	405,9	7,1	12,8	38,9	52,9	29,4	18,4	8,2	34,0	126,9	53,6	13,0	32,3	20,8	-13,3
2011 1° trim.	433,3	.	.	.	.	34,1	19,1	9,0	35,7	134,8	54,6	13,6	35,6	21,3	.
2010 ott.	131,5	2,4	4,2	12,9	17,4	9,4	6,1	2,6	11,1	41,9	18,2	4,2	9,3	7,0	-4,6
nov.	137,9	2,3	4,3	13,2	17,7	9,7	6,2	2,7	11,4	42,9	17,7	4,6	11,7	6,9	-3,5
dic.	136,5	2,4	4,3	12,8	17,8	10,4	6,2	2,8	11,5	42,1	17,7	4,2	11,3	6,8	-5,3
2011 gen.	143,5	2,3	4,2	13,7	18,2	11,1	6,3	3,0	11,9	43,9	17,7	4,4	12,2	7,1	-4,5
feb.	144,7	2,5	4,4	13,8	18,6	10,4	6,4	3,0	11,9	44,8	18,1	4,5	12,3	7,0	-3,9
mar.	145,1	.	.	.	.	12,7	6,4	3,0	11,9	46,0	18,7	4,7	11,1	7,1	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,8	7,2	4,8	2,0	8,4	31,8	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,2
Bilancio															
2009	13,8	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,7	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,4	-2,8	-5,2	55,0
2010	-8,5	2,6	5,0	47,1	12,0	-47,3	19,0	16,7	51,5	-136,2	-113,4	-16,3	-13,7	-1,6	67,0
2009 4° trim.	6,1	-0,1	0,9	12,4	2,4	-11,7	3,7	2,4	10,0	-20,7	-19,7	-3,7	-1,5	-0,9	18,4
2010 1° trim.	0,9	0,5	1,5	11,6	2,7	-12,0	4,3	3,4	12,0	-28,6	-23,9	-3,8	-2,1	0,2	15,9
2° trim.	-5,5	0,5	1,3	11,5	2,5	-12,9	3,4	3,8	13,4	-36,5	-29,9	-4,0	-4,2	0,4	20,3
3° trim.	-2,3	0,6	0,9	12,4	3,6	-10,3	4,9	4,4	13,7	-37,7	-31,5	-4,4	-2,7	-0,5	14,4
4° trim.	-1,7	1,1	1,2	11,7	3,2	-12,0	6,3	5,1	12,4	-33,4	-28,1	-4,1	-4,8	-1,7	16,3
2011 1° trim.	-6,1	.	.	.	.	-15,5	6,7	6,5	14,3	-35,5	-25,6	-4,4	-7,5	-1,2	.
2010 ott.	2,9	0,2	0,4	4,0	1,0	-3,6	1,8	1,7	4,7	-10,8	-9,8	-1,1	-0,3	-0,7	6,4
nov.	-2,8	0,3	0,3	3,8	0,9	-3,7	2,1	1,8	4,1	-11,3	-9,0	-1,6	-2,5	-0,3	3,6
dic.	-1,7	0,6	0,5	3,9	1,3	-4,7	2,4	1,6	3,6	-11,3	-9,3	-1,3	-2,0	-0,7	6,2
2011 gen.	-3,2	0,4	0,7	3,9	1,0	-5,1	2,0	1,9	4,6	-11,8	-8,3	-1,4	-2,8	-0,9	6,2
feb.	-2,1	0,1	0,5	3,7	1,1	-4,1	2,1	2,2	4,9	-11,3	-8,4	-1,4	-3,0	0,0	3,7
mar.	-0,9	.	.	.	.	-6,4	2,6	2,5	4,8	-12,4	-8,8	-1,7	-1,7	-0,3	.

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

	TCE-20						TCE-40	
	Nominale	IPC reale	IPP reale	Deflatore del PIL reale	CLUPM reale	CLUPT reale	Nominale	IPC reale
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008	110,4	109,9	107,6	105,0	115,2	104,3	117,9	107,1
2009	111,7	110,6	104,9	106,0	120,6	105,9	120,6	108,0
2010	104,6	103,0	98,8	98,4	109,8	98,2	112,3	99,3
2010 1° trim.	108,7	107,0	102,2	102,2	114,5	102,5	116,9	103,6
2° trim.	103,1	101,8	97,4	97,2	108,7	97,0	110,4	97,9
3° trim.	102,3	100,8	96,9	96,4	107,1	95,7	109,8	97,2
4° trim.	104,4	102,4	98,7	97,8	108,8	97,6	112,1	98,7
2011 1° trim.	103,7	101,5	97,8	-	-	-	111,6	97,9
2010 mag.	102,8	101,4	97,0	-	-	-	109,9	97,5
giu.	100,6	99,4	95,2	-	-	-	107,7	95,6
lug.	102,5	101,1	97,0	-	-	-	109,9	97,5
ago.	102,1	100,6	96,6	-	-	-	109,5	97,0
set.	102,5	100,8	97,2	-	-	-	110,0	97,2
ott.	106,0	104,1	100,4	-	-	-	113,8	100,3
nov.	104,7	102,7	98,9	-	-	-	112,5	99,0
dic.	102,6	100,5	96,7	-	-	-	110,1	96,8
2011 gen.	102,4	100,3	96,7	-	-	-	110,1	96,7
feb.	103,4	101,1	97,6	-	-	-	111,4	97,6
mar.	105,2	103,0	99,0	-	-	-	113,2	99,4
apr.	107,0	104,8	100,5	-	-	-	115,0	101,0
mag.	106,0	103,8	99,6	-	-	-	114,1	100,1
	<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>							
2011 mag.	-1,0	-1,0	-0,9	-	-	-	-0,7	-0,8
	<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>							
2011 mag.	3,1	2,4	2,7	-	-	-	3,8	2,7

F39 Tassi di cambio effettivi

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

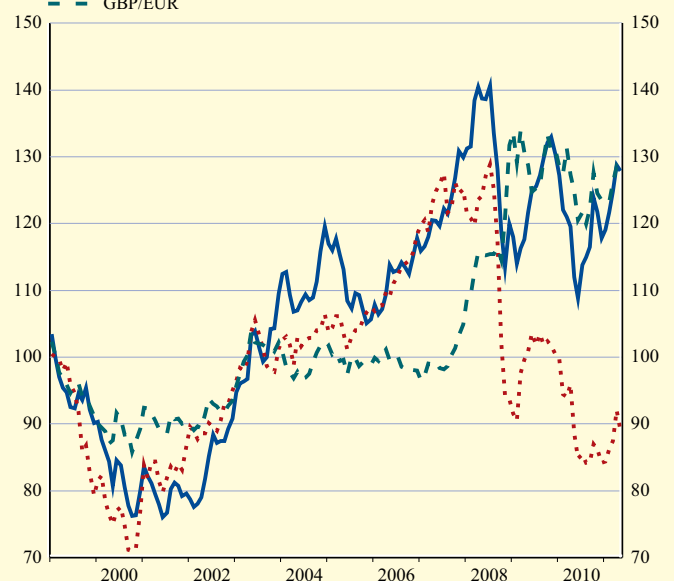
- TCE-20 nominale
- TCE-20 deflazionato sulla base dell'IPC reale



F40 Tassi di cambio bilaterali

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

- USD/EUR
- JPY/EUR
- - - GBP/EUR



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Lev bulgaro 1	Corona ceca 2	Corona danese 3	Lat lettone 4	Litas lituano 5	Fiorino ungherese 6	Zloty polacco 7	Nuovo leu romeno 8	Corona svedese 9	Sterlina britannica 10	Kuna croata 11	Nuova lira turca 12
2008	1,9558	24,946	7,4560	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	3,6826	9,6152	0,79628	7,2239	1,9064
2009	1,9558	26,435	7,4462	0,7057	3,4528	280,33	4,3276	4,2399	10,6191	0,89094	7,3400	2,1631
2010	1,9558	25,284	7,4473	0,7087	3,4528	275,48	3,9947	4,2122	9,5373	0,85784	7,2891	1,9965
2010 3° trim.	1,9558	24,928	7,4498	0,7089	3,4528	282,44	4,0087	4,2553	9,3804	0,83305	7,2532	1,9560
4° trim.	1,9558	24,789	7,4547	0,7095	3,4528	275,77	3,9666	4,2888	9,2139	0,85944	7,3683	1,9897
2011 1° trim.	1,9558	24,375	7,4550	0,7049	3,4528	272,43	3,9460	4,2212	8,8642	0,85386	7,4018	2,1591
2010 nov. dic.	1,9558 1,9558	24,633 25,174	7,4547 7,4528	0,7094 0,7096	3,4528 3,4528	275,51 277,62	3,9520 3,9962	4,2940 4,2929	9,3166 9,0559	0,85510 0,84813	7,3830 7,3913	1,9717 2,0159
2011 gen. feb. mar. apr. mag.	1,9558 1,9558 1,9558 1,9558 1,9558	24,449 24,277 24,393 24,301 24,381	7,4518 7,4555 7,4574 7,4574 7,4566	0,7034 0,7037 0,7072 0,7092 0,7093	3,4528 3,4528 3,4528 3,4528 3,4528	275,33 271,15 270,89 265,29 266,96	3,8896 3,9264 4,0145 3,9694 3,9404	4,2624 4,2457 4,1621 4,1004 4,1142	8,9122 8,7882 8,8864 8,9702 8,9571	0,84712 0,84635 0,86653 0,88291 0,87788	7,4008 7,4149 7,3915 7,3639 7,4052	2,0919 2,1702 2,2108 2,1975 2,2603
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 mag.	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,7	0,3	-0,1	-0,6	0,6	2,9
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 mag.	0,0	-5,0	0,2	0,3	0,0	-3,5	-2,9	-1,5	-7,3	2,4	2,0	16,2
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Corona islandese ¹⁾ 18	Rupia indiana ²⁾ 19	Rupia indonesiana 20	Shekel israeliano 21	Yen giapponese 22	Ringgit malese 23	
2008	1,7416	2,6737	1,5594	10,2236	11,4541	143,83	63,6143	14,165,16	5,2561	152,45	4,8893	
2009	1,7727	2,7674	1,5850	9,5277	10,8114	-	67,3611	14,443,74	5,4668	130,34	4,9079	
2010	1,4423	2,3314	1,3651	8,9712	10,2994	-	60,5878	12,041,70	4,9457	116,24	4,2668	
2010 3° trim.	1,4289	2,2589	1,3416	8,7388	10,0324	-	59,9818	11,612,07	4,8978	110,68	4,0716	
4° trim.	1,3747	2,3037	1,3757	9,0405	10,5441	-	60,9153	12,178,16	4,9154	112,10	4,2304	
2011 1° trim.	1,3614	2,2799	1,3484	9,0028	10,6535	-	61,9255	12,171,85	4,9247	112,57	4,1668	
2010 nov. dic.	1,3813 1,3304	2,3391 2,2387	1,3831 1,3327	9,0895 8,7873	10,5941 10,2776	- -	61,4539 59,6472	12,224,00 11,925,21	4,9770 4,7618	112,69 110,11	4,2588 4,1313	
2011 gen. feb. mar. apr. mag.	1,3417 1,3543 1,3854 1,3662 1,3437	2,2371 2,2765 2,3220 2,2889 2,3131	1,3277 1,3484 1,3672 1,3834 1,3885	8,8154 8,9842 9,1902 9,4274 9,3198	10,3945 10,6312 10,9093 11,2269 11,1551	- - - - -	60,7161 62,0142 62,9526 64,1128 64,4735	12,077,47 12,165,92 12,263,18 12,493,48 12,290,33	4,7909 4,9939 4,9867 4,9573 4,9740	110,38 112,77 114,40 120,42 116,47	4,0895 4,1541 4,2483 4,3502 4,3272	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 mag.	-1,7	1,1	0,4	-1,1	-0,6	-	0,6	-1,6	0,3	-3,3	-0,5	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 mag.	-6,9	1,7	6,3	8,6	14,0	-	11,9	6,7	4,4	0,6	5,9	
	Peso messicano 24	Dollaro neozelandese 25	Corona norvegese 26	Peso filippino 27	Rublo russo 28	Dollaro di Singapore 29	Rand sudafricano 30	Won sudcoreano 31	Franco svizzero 32	Baht thailandese 33	Dollaro statunitense 34	
2008	16,2911	2,0770	8,2237	65,172	36,4207	2,0762	12,0590	1.606,09	1,5874	48,475	1,4708	
2009	18,7989	2,2121	8,7278	66,338	44,1376	2,0241	11,6737	1.772,90	1,5100	47,804	1,3948	
2010	16,7373	1,8377	8,0043	59,739	40,2629	1,8055	9,6984	1.531,82	1,3803	42,014	1,3257	
2010 3° trim.	16,5210	1,7979	7,9561	58,363	39,5260	1,7503	9,4593	1.526,12	1,3321	40,825	1,2910	
4° trim.	16,8206	1,7915	8,0499	59,240	41,7192	1,7693	9,3785	1.538,70	1,3225	40,728	1,3583	
2011 1° trim.	16,5007	1,8107	7,8236	59,876	39,9976	1,7467	9,5875	1.530,79	1,2871	41,771	1,3680	
2010 nov. dic.	16,8386 16,3797	1,7703 1,7587	8,1463 7,9020	59,485 58,050	42,3360 40,7385	1,7739 1,7262	9,5320 9,0143	1.544,16 1.513,74	1,3442 1,2811	40,826 39,805	1,3661 1,3220	
2011 gen. feb. mar. apr. mag.	16,1926 16,4727 16,8063 16,9211 16,7177	1,7435 1,7925 1,8877 1,8331 1,8024	7,8199 7,8206 7,8295 7,8065 7,8384	59,089 59,558 60,870 62,361 61,953	40,2557 39,9469 39,8061 40,5363 40,0573	1,7193 1,7421 1,7757 1,8024 1,7763	9,2652 9,8126 9,6862 9,7200 9,8461	1.495,50 1.524,99 1.568,05 1.567,52 1.555,99	1,2779 1,2974 1,2867 1,2977 1,2537	40,827 41,918 42,506 43,434 43,398	1,3360 1,3649 1,3999 1,4442 1,4349	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 mag.	-1,2	-1,7	0,4	-0,7	-1,2	-1,5	1,3	-0,7	-3,4	-0,1	-0,6	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 mag.	4,6	0,1	-0,7	8,1	4,7	1,5	2,4	6,2	-11,6	6,6	14,2	

Fonte: BCE.

1) Il tasso di cambio più recente relativo alla corona islandese si riferisce al 3 dicembre 2008.

2) 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	4,7	2,7	6,1	1,9	3,3
2010 4° trim.	4,0	2,0	2,5	1,7	2,9	4,3	2,7	7,8	1,8	3,4
2011 1° trim.	4,5	1,9	2,6	3,8	3,2	4,3	3,6	7,5	1,3	4,1
2011 feb.	4,6	1,9	2,6	3,8	3,0	4,2	3,3	7,6	1,2	4,4
mar.	4,6	1,9	2,5	4,1	3,7	4,6	4,0	8,0	1,4	4,0
apr.	3,3	1,6	2,8	4,3	4,4	4,4	4,1	8,4	1,8	4,5
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	1,7	-2,7	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,7	-5,9	-2,7	-9,7	-9,5	-4,5	-7,3	-8,5	-0,7	-11,4
2010	-3,2	-4,7	-2,7	-7,7	-7,1	-4,2	-7,9	-6,4	0,0	-10,4
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	13,7	30,0	34,5	19,7	15,6	72,3	47,1	13,4	38,8	54,4
2009	14,6	35,3	41,8	36,7	29,5	78,4	50,9	23,6	42,8	69,6
2010	16,2	38,5	43,6	44,7	38,2	80,2	55,0	30,8	39,8	80,0
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 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
2011 gen.	5,56	3,98	3,05	5,38	5,15	7,70	6,26	6,66	3,28	3,82
feb.	5,48	4,05	3,23	6,17	5,15	7,39	6,26	7,03	3,41	4,00
mar.	5,38	4,05	3,29	6,49	5,15	7,29	6,27	7,31	3,35	3,78
apr.	5,33	4,05	3,42	6,47	5,12	7,05	6,14	7,30	3,30	3,78
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2010 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
2011 gen.	3,91	1,20	1,22	0,85	1,36	6,13	4,01	5,03	2,02	0,77
feb.	3,88	1,21	1,24	0,89	1,40	6,93	4,11	5,49	2,20	0,80
mar.	3,90	1,21	1,31	0,85	1,40	6,64	4,18	5,85	2,38	0,81
apr.	3,79	1,21	1,41	0,79	1,52	6,08	4,27	5,47	2,41	0,82
PIL a prezzi costanti										
2009	-5,5	-4,1	-5,2	-18,0	-14,7	-6,7	1,6	-7,1	-5,3	-4,9
2010	0,2	2,3	2,1	-0,3	1,3	1,2	3,8	-1,3	5,7	1,3
2010 3° trim.	0,0	2,7	3,6	2,6	1,6	2,3	4,6	-2,2	6,6	2,5
4° trim.	3,8	2,6	3,0	3,5	4,6	2,6	3,9	-0,6	7,6	1,5
2011 1° trim.	3,4	.	1,3	3,1	6,8	2,2	4,3	1,7	6,5	1,8
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2009	-7,6	-2,0	3,5	11,0	7,7	1,5	-0,5	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,2	-2,9	5,5	5,5	4,5	3,9	-1,6	-3,9	6,2	-2,3
2010 3° trim.	15,4	-8,2	7,1	3,2	0,0	3,6	-2,8	-1,3	5,9	-2,3
4° trim.	-6,8	-1,4	6,4	0,8	7,1	3,2	-2,4	-2,1	5,8	-2,4
2011 1° trim.	3,3	.	4,9	.	1,4	.	-2,0	-2,3	6,4	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2008	104,9	.	177,7	129,2	71,3	122,3	57,0	56,0	205,7	441,4
2009	107,9	53,2	189,8	156,3	87,2	141,5	59,6	69,0	211,0	416,6
2010 2° trim.	107,2	55,1	202,1	164,9	90,2	152,8	63,2	76,4	213,1	427,4
3° trim.	103,6	55,7	200,9	162,5	89,4	141,9	66,2	74,8	198,5	430,4
4° trim.	101,8	57,4	191,7	165,2	86,0	140,7	65,4	75,8	191,6	420,8
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	1,6	-1,3	4,8	6,1
2010	0,8	-0,2	-1,5	-10,6	-7,6	-1,1	6,1	0,8	-1,7	2,1
2010 3° trim.	-2,0	1,4	-2,6	-7,1	-5,6	-0,8	4,8	-2,7	-2,3	1,3
4° trim.	-1,9	1,0	-1,2	1,5	-3,1	-2,3	6,6	-3,9	-2,1	0,9
2011 1° trim.	.	.	0,2	.	.	.	.	.	-3,2	0,0
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2009	6,9	6,7	6,0	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,3	7,3	7,4	18,7	17,8	11,2	9,6	7,3	8,4	7,8
2010 4° trim.	11,3	7,1	7,6	17,2	17,3	11,2	9,6	7,4	7,9	7,8
2011 1° trim.	11,5	7,0	7,5	.	.	11,9	9,3	.	7,7	.
2011 feb.	11,5	7,0	7,5	.	.	11,9	9,3	.	7,6	7,6
mar.	11,4	6,9	7,5	.	.	11,8	9,3	.	7,7	.
apr.	11,4	6,8	7,2	.	.	11,6	9,3	.	7,4	.

Fonti: BCE, Commissione europea (DG Affari economici e finanziari ed Eurostat); dati nazionali, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

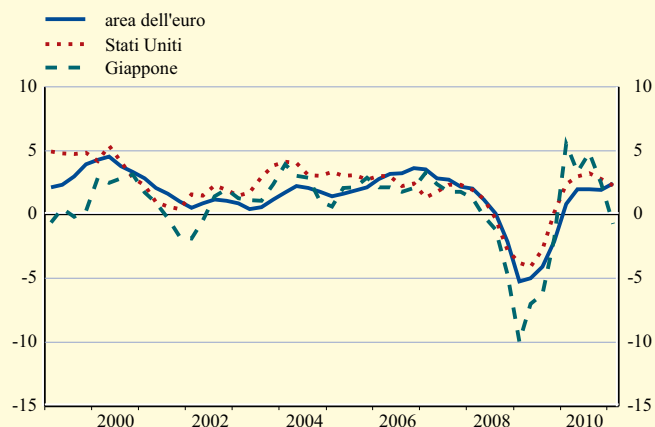
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,2	0,0	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-1,6	-2,6	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	1,6	-1,6	2,9	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,6	77,4
2010 1° trim.	2,4	-2,8	2,4	2,2	9,7	1,9	0,26	4,01	1,3829	-10,7	71,7
2° trim.	1,8	-1,9	3,0	7,5	9,6	1,7	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
3° trim.	1,2	-1,0	3,2	7,2	9,6	2,6	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
4° trim.	1,3	-0,7	2,8	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,3	77,4
2011 1° trim.	2,1	0,7	2,3	6,6	8,9	4,4	0,31	3,76	1,3680	-	-
2011 gen.	1,6	-	-	6,6	9,0	4,3	0,30	3,68	1,3360	-	-
feb.	2,1	-	-	6,7	8,9	4,1	0,31	3,73	1,3649	-	-
mar.	2,7	-	-	6,4	8,8	4,6	0,31	3,76	1,3999	-	-
apr.	3,2	-	-	5,1	9,0	4,9	0,28	3,55	1,4442	-	-
mag.	-	-	-	-	9,1	-	0,26	3,33	1,4349	-	-
Giappone											
2007	0,1	-2,3	2,3	2,8	3,8	1,6	0,79	1,70	161,25	-2,4	156,2
2008	1,4	1,7	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,4	1,3	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,6	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-	-
2010 1° trim.	-1,2	-4,3	5,5	28,2	5,0	2,8	0,25	1,48	125,48	-	-
2° trim.	-0,9	-1,8	3,3	21,2	5,1	2,9	0,24	1,18	117,15	-	-
3° trim.	-0,8	-3,0	4,8	14,0	5,0	2,8	0,24	1,03	110,68	-	-
4° trim.	0,1	-1,2	2,4	6,0	5,0	2,6	0,19	1,18	112,10	-	-
2011 1° trim.	0,0	-	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	-	-
2011 gen.	0,0	-	-	4,6	4,9	2,3	0,19	1,29	110,38	-	-
feb.	0,0	-	-	2,9	4,6	2,4	0,19	1,35	112,77	-	-
mar.	0,0	-	-	-13,1	4,6	2,6	0,20	1,33	114,40	-	-
apr.	0,3	-	-	-14,0	-	2,8	0,20	1,26	120,42	-	-
mag.	-	-	-	-	-	2,7	0,20	1,22	116,47	-	-

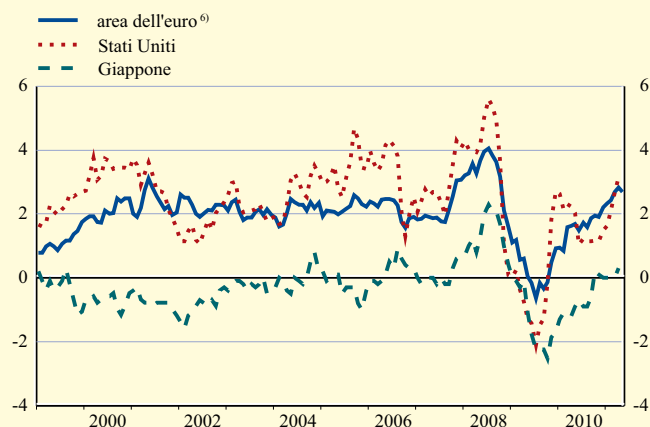
F41 PIL a prezzi costanti

(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); Thomson 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:

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

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:

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

SEZIONE I.3

CALCOLO DEI TASSI DI INTERESSE DELLE OPERAZIONI DI RIFINANZIAMENTO A PIÙ LUNGO TERMINE INDICIZZATE

Il tasso di interesse relativo ad una operazione di rifinanziamento a più lungo termine (*ORLT*) indicizzata è pari alla media dei tassi minimi di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali (*ORP*) condotte durante il periodo coperto dall'operazione. Sulla base di tale definizione, se la durata di una *ORLT* è pari a un numero di giorni D e i tassi minimi di offerta delle *ORP* sono $R_{1, ORP}$ (nei giorni D_1), $R_{2, ORP}$ (nei giorni D_2), ecc., fino a $R_{i, ORP}$ (nei giorni D_i), con $D = D_1 + D_2 + \dots + D_i$, il tasso annualizzato applicabile è calcolato come:

$$(c) R_{ORLT} = \frac{D_1 R_{1, ORP} + D_2 R_{2, ORP} + \dots + D_i R_{i, ORP}}{D}$$

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:

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

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

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

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:

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

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2008 = 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:

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

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

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 (h) 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 (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

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

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

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:

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

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

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

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA ²⁾. 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 corrette ³⁾. 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

- 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 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

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.

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'accredito 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:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. 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:

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza 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:

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

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (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 l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può

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”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

TAVOLA 1 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 viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

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 aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

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:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

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 all'8 giugno 2011.

Tutte le serie che contengono osservazioni reali 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 dettagliati di b.d.p. I dati precedenti vengono rivisti periodicamente o in conseguenza di cambiamenti nella metodologia di compilazione del dato alla fonte.

Nella sezione 7.2, 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-20 è composto dai 10 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-40 comprende quelli del TCE-20 e i seguenti paesi: Algeria, Argentina, Brasile, Cile, Croazia, Filippine, India, Indonesia, Islanda, Israele, Malaysia, Marocco, Messico, Nuova Zelanda, Russia, Sud Africa, Tailandia, 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. la nota metodologica 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 il 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 procedure d'asta a tasso variabile per le operazioni regolari di rifi-

nanziamento 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 E 3 FEBBRAIO 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.

3 MARZO 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. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 luglio 2011, decidendo in particolare di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

7 APRILE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,25 per cento, con effetto dall'operazione 13 aprile 2011. In aggiunta, decide di aumentare sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 2,00 e allo 0,50 per cento, a decorrere dal 13 aprile 2011.

5 MAGGIO 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'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento.

9 GIUGNO 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'1,25, al 2,00 e allo 0,50 per cento. Ha inoltre deciso, per quanto riguarda le procedure d'asta e le modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino all'11 ottobre 2011, di mantenere la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.



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



Target2¹⁾ è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro – presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica – e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Oltre 4.400 banche commerciali, nonché 22 banche centrali nazionali, fanno ricorso a Target2 per eseguire pagamenti per conto proprio o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 60.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2.

I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, inclusi quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il *Continuous Linked Settlement* ed Euro1, nonché per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È inoltre utilizzato per pagamenti di minore importo disposti dalla clientela. Target2 consente il completamento delle operazioni infragiornaliere, rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

Nel primo trimestre 2011 su Target2 sono state regolate 21.856.960 operazioni, per un valore totale di 146.043 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 341.515 operazioni per un valore di 2.282 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 31 gennaio, giorno in cui sono stati trattati in totale 524.856 pagamenti.

Con una quota di mercato del 60 per cento in termini di volume e del 91 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. La stabilità della quota di mercato di Target2 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale, in particolar modo in periodi di turbolenza dei mercati. La quota media dei pagamenti interbancari si è collocata al 41 per cento in termini di volume e al 94 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a

15,4 milioni di euro, mentre per i pagamenti per la clientela è stato pari a 0,7 milioni di euro. Per il 67 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e per l'11 per cento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 256 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera del traffico di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti allo scadere di ciascuna ora della giornata operativa, per il primo trimestre 2011. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 71 per cento del volume già scambiato alle 13.00 (ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. Alle 13.00 il 57 per cento del valore scambiato in Target2 era già stato regolato, raggiungendo il 95 per cento un'ora prima della chiusura del sistema. In termini di valore, la curva è molto vicina alla distribuzione lineare; questo indica che le operazioni sono distribuite in maniera uniforme nel corso della giornata e che la liquidità circola in modo adeguato tra i partecipanti, assicurando il regolare svolgimento delle operazioni in Target2.

1) Target2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

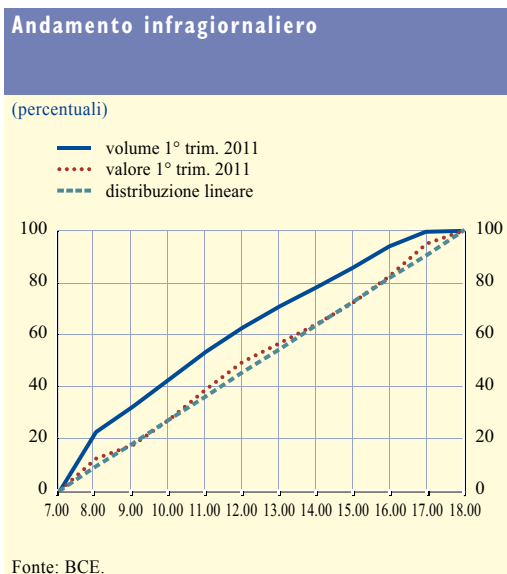


Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Target2					
Volume totale	21.701.047	22.532.655	21.568.091	22.790.133	21.856.960
Media giornaliera	344.461	357.661	326.789	349.305	341.515
Euro1 (EBA)					
Volume totale	14.200.046	14.971.067	14.755.175	15.445.811	14.829.518
Media giornaliera	225.398	237.636	223.563	230.124	231.711

Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni

(miliardi di euro)	2010 1° trim.	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Target2					
Valore totale	138.751	153.299	150.349	150.795	146.043
Media giornaliera	2.202	2.433	2.278	2.285	2.282
Euro1 (EBA)					
Valore totale	15.294	16.152	15.199	15.563	15.261
Media giornaliera	243	256	230	241	238

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Per calcolare la disponibilità di Target2, si prendono in considerazione gli incidenti che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti tra le 7.00 e le 18.45 dei giorni feriali. Non essendosi verificato alcun incidente con tali caratteristiche nel primo trimestre 2011, Target2 ha registrato in questo

periodo una disponibilità del 100 per cento. Si è verificato un unico incidente il 15 febbraio, che non ha però influenzato l'operatività del sistema nel suo insieme, essendosi verificato nella fase di regolamento notturna (tra le 18.45 e le 7.00).

Nel primo trimestre del 2011, il 100 per cento dei pagamenti è stato regolato in meno di cinque minuti.



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 (PPP)]: 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 (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, 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.

