



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

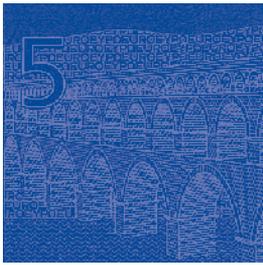
# BOLLETTINO MENSILE SETTEMBRE





**BANCA CENTRALE EUROPEA**

**EUROSISTEMA**



## **BOLLETTINO MENSILE SETTEMBRE 2011**

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

© Banca centrale europea, 2011

**Indirizzo**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Recapito postale**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Telefono**

+49 69 1344 0

**Sito internet**

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

**Fax**

+49 69 1344 6000

*Questo Bollettino è stato predisposto  
sotto la responsabilità del Comitato  
esecutivo della BCE.*

*Traduzione e pubblicazione  
a cura della Banca d'Italia.  
Tutti i diritti riservati.*

*È consentita la riproduzione  
a fini didattici e non commerciali,  
a condizione che venga citata la fonte.*

*Le statistiche contenute  
in questo numero sono aggiornate  
al 7 settembre 2011.*

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

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



# INDICE

## EDITORIALE

### ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro

Gli andamenti monetari e finanziari

Prezzi e costi

La produzione, la domanda  
e il mercato del lavoro

La finanza pubblica

### Riquadri:

- 1 Determinanti delle recenti dinamiche della moneta e dei prestiti **24**
- 2 Andamenti recenti del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro **32**
- 3 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dall'11 maggio al 9 agosto 2011 **41**
- 4 Il bilancio dell'Eurosistema in tempi di tensione dei mercati finanziari **44**
- 5 I mercati finanziari agli inizi di agosto del 2011 e le misure di politica monetaria della BCE **51**
- 6 Il recente indebolimento della crescita economica nell'area dell'euro **81**
- 7 Gli indicatori dei consumi privati nell'area dell'euro: situazione attuale e indirizzi di studio **85**
- 8 Il grado di dipendenza dell'area dell'euro dalle catene di approvvigionamento internazionali **90**
- 9 Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti della BCE **100**

## 5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

### ALLEGATI

- 9 Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema **I**
- 70 Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) **V**
- 80 Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea **VII**
- 106 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 dell'8 settembre, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. L'inflazione è rimasta elevata ed è probabile che continui a collocarsi oltre il 2 per cento nei mesi a venire, per poi registrare una diminuzione il prossimo anno. Allo stesso tempo l'espansione monetaria di fondo prosegue a ritmo contenuto, mentre la liquidità monetaria resta abbondante. In linea con le aspettative, nel secondo trimestre la crescita economica è rallentata nell'area dell'euro, dopo la vigorosa espansione del primo trimestre. In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende una crescita moderata dell'economia dell'area, a fronte di un livello di incertezza particolarmente elevato e di rischi al ribasso intensificati. Nel contempo i tassi di interesse a breve termine sono modesti. Sebbene l'orientamento di politica monetaria permanga accomodante, alcune condizioni di finanziamento si sono inasprite. Resta essenziale che la politica monetaria si concentri sul proprio mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, assicurando in tal modo che la recente evoluzione dei prezzi non produca pressioni inflazionistiche generalizzate. È necessaria un'analisi molto accurata di tutti i nuovi dati e di tutti gli andamenti nel prossimo futuro. Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro 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. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto necessario affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire tutti gli andamenti con molta attenzione.

L'offerta di liquidità e le modalità di aggiudicazione degli importi nelle operazioni di rifinanziamento continueranno ad assicurare che le banche dell'area dell'euro non subiscano vincoli di liquidità. Tutte le misure non convenzionali adottate nel periodo di acute tensioni finanziarie sono, per come strutturate, di natura temporanea.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nel secondo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si è ridotta allo 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,8 del primo trimestre. In linea con le aspettative, sono venuti meno fattori temporanei che avevano stimolato la crescita nella prima parte dell'anno e si sono manifestati effetti avversi connessi al terremoto in Giappone e all'impatto ritardato dei passati rincari del petrolio. In prospettiva, una serie di andamenti sembra frenare la dinamica di fondo dell'area dell'euro, fra questi la moderazione del ritmo di crescita dell'economia mondiale, con i connessi ribassi delle quotazioni azionarie e il peggioramento del clima di fiducia delle imprese, nonché effetti sfavorevoli derivanti dalle tensioni in atto in vari mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Di conseguenza, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe aumentare a ritmo molto moderato nella seconda metà di quest'anno. Al tempo stesso il Consiglio direttivo continua ad aspettarsi che l'attività economica dell'area dell'euro tragga beneficio dalla crescita in corso a livello mondiale, nonché dall'orientamento di politica monetaria accomodante e dalle varie misure adottate a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche di settembre 2011 formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, che indicano una crescita annua del PIL in termini reali compresa tra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2011 e tra lo 0,4 e il 2,2 per cento nel 2012. Rispetto alle proiezioni di giugno 2011, elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli sono stati riveduti al ribasso per entrambi gli anni.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche per l'area dell'euro sono soggette a rischi verso il basso, in un contesto di incertezza particolarmente elevata. Tali rischi sono principalmente connessi alle persistenti tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari nell'area dell'euro e a livello mondiale, nonché al potenziale propagarsi di tali pressioni all'economia reale dell'area; inoltre riguardano gli ulteriori rincari dell'energia, le spinte prote-

zionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Quanto all'evoluzione dei prezzi, la stima rapida dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC del 2,5 per cento in agosto, invariato rispetto a luglio. I tassi di inflazione permangono relativamente elevati dalla fine dello scorso anno, principalmente per effetto dei rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, è probabile che l'inflazione si mantenga chiaramente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi; sulla base del profilo dei prezzi del petrolio impliciti nei contratti *future*, dovrebbe poi scendere al di sotto del 2 per cento nel 2012. Tale evoluzione riflette l'aspettativa di una dinamica della crescita salariale relativamente stabile a fronte di una moderata espansione dell'economia.

Tali considerazioni si riflettono nelle proiezioni macroeconomiche formulate in settembre dagli esperti della BCE per l'area dell'euro, secondo le quali l'inflazione annua misurata sullo IAPC si collocherebbe tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,2 e il 2,2 nel 2012. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo di valori per il 2011 rimane invariato, mentre quello per il 2012 risulta lievemente più ristretto. Va ricordato che le proiezioni dipendono da una serie di ipotesi puramente tecniche.

Il Consiglio direttivo ritiene che le prospettive di medio periodo sull'andamento dei prezzi siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. I rischi verso l'alto riguardano in particolare la possibilità di rincari superiori alle ipotesi per il petrolio e le materie prime non petrolifere, nonché incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. I principali rischi al ribasso sono connessi all'impatto di una crescita più debole rispetto alle attese nell'area dell'euro e a livello mondiale.

Con riferimento all'analisi monetaria, fra giugno e luglio il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è passato dall'1,9 al 2,0 per cento, mentre

quello relativo ai prestiti al settore privato si è portato dal 2,5 al 2,4 per cento. Guardando oltre i dati mensili e gli effetti di fattori straordinari, le tendenze di crescita dell'aggregato monetario ampio e dei prestiti si sono sostanzialmente stabilizzate negli ultimi mesi. Nel complesso, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta moderato. Al tempo stesso la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensione nei mercati finanziari rimane abbondante.

Per quanto riguarda le componenti di M3, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 si è ridotto in luglio allo 0,9 per cento, mentre quello degli altri depositi a breve è rimasto invariato al 3,7 per cento. Tale evoluzione continua in parte a riflettere il graduale incremento, negli ultimi mesi, della remunerazione dei depositi a risparmio e a termine a breve scadenza. Dal lato delle contropartite, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti a favore delle società non finanziarie ha continuato ad aumentare lievemente, portandosi in luglio all'1,6 per cento dopo l'1,5 di giugno, mentre la crescita sui dodici mesi dei prestiti alle famiglie sembra essersi attestata intorno al 3 per cento.

Le dimensioni complessive dei bilanci delle IFM sono rimaste sostanzialmente invariate negli ultimi mesi. Ove necessario a fornire un margine adeguato per ampliare l'offerta di credito al settore privato, è essenziale che le banche trattengano gli utili, ricorrono al mercato per rafforzare ulteriormente la propria componente patrimoniale, oppure sfruttino appieno le misure di sostegno pubblico a favore della ricapitalizzazione, in linea con i risultati dei recenti stress test.

In sintesi, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento della BCE. L'inflazione è rimasta elevata ed è probabile che continui a collocarsi oltre il 2 per cento nei mesi a venire, per poi registrare una diminuzione il prossimo anno. La verifica incrociata con le informazioni derivanti dall'analisi monetaria conferma che l'espansione monetaria di fondo prosegue a

ritmo contenuto, mentre la liquidità monetaria resta abbondante. In linea con le aspettative, nel secondo trimestre la crescita economica è rallentata nell'area dell'euro, dopo la vigorosa espansione del primo trimestre. In prospettiva, il Consiglio direttivo si attende una crescita moderata dell'economia dell'area, a fronte di un livello di incertezza particolarmente elevato e di rischi al ribasso intensificati. Nel contempo i tassi di interesse a breve termine sono modesti. Sebbene l'orientamento di politica monetaria permanga accomodante, alcune condizioni di finanziamento si sono inasprite. Resta essenziale che la politica monetaria si concentri sul proprio mandato di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, assicurando in tal modo che la recente evoluzione dei prezzi non produca pressioni inflazionistiche generalizzate. È necessaria un'analisi molto accurata di tutti i nuovi dati e di tutti gli andamenti nel prossimo futuro. Le aspettative di inflazione nell'area dell'euro 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. L'ancoraggio di tali aspettative costituisce un presupposto necessario affinché la politica monetaria contribuisca alla crescita economica e alla creazione di posti di lavoro nell'area dell'euro. Il Consiglio direttivo continuerà a seguire tutti gli andamenti con molta attenzione.

Per quanto concerne i conti pubblici, una serie di paesi ha annunciato misure aggiuntive tese ad assicurare il conseguimento dei propri obiettivi di risanamento e a rafforzare le basi giuridiche delle regole di bilancio nazionali. A garanzia della credibilità è ora essenziale che i provvedimenti annunciati si concentrino nelle fasi iniziali dei periodi di programmazione e trovino piena applicazione. I governi devono essere pronti ad attuare misure di risanamento aggiuntive, in particolare

dal lato della spesa, qualora si concretizzino rischi relativi alla realizzazione degli attuali obiettivi di bilancio. I paesi che mostrano andamenti economici e di bilancio più favorevoli delle aspettative dovrebbero sfruttare appieno questo margine di manovra per accelerare la riduzione del disavanzo e del debito. I governi di tutti i paesi dell'area dell'euro devono dimostrare la ferma determinazione a onorare pienamente quanto sottoscritto a nome dei rispettivi Stati sovrani; ciò costituisce un elemento decisivo per assicurare la stabilità finanziaria nell'intera area dell'euro.

Il risanamento di bilancio e le riforme strutturali devono procedere di pari passo per rafforzare la fiducia, le prospettive di crescita e la creazione di posti di lavoro. Il Consiglio direttivo esorta pertanto i governi di tutti i paesi dell'area dell'euro a realizzare con tempestività e determinazione riforme strutturali consistenti ed esaustive. Ciò aiuterà tali paesi a incrementare la competitività, a promuovere la flessibilità delle rispettive economie e a migliorare il proprio potenziale di crescita a medio-lungo termine. Le riforme del mercato del lavoro sono un elemento chiave in questo contesto, con particolare attenzione all'eliminazione delle rigidità e all'attuazione di misure che promuovano la flessibilità salariale. Occorre soprattutto rimuovere i meccanismi di indicizzazione automatica delle retribuzioni e rafforzare gli accordi a livello di impresa, in modo da potere adeguare i salari e le condizioni di lavoro alle esigenze specifiche delle imprese. Tali misure andrebbero accompagnate da riforme strutturali che incrementino la concorrenza nei mercati dei beni e soprattutto dei servizi, fra le quali la liberalizzazione degli ordini professionali chiusi, e ove opportuno dalla privatizzazione dei servizi che sono al momento erogati dal settore pubblico, agevolando in tal modo la crescita della produttività e sostenendo la competitività.



## ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

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

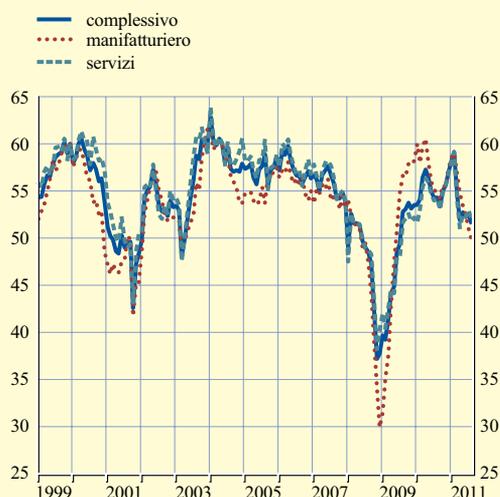
*A livello mondiale, la dinamica della crescita si è moderata negli ultimi mesi. Tale andamento va ricondotto in parte a una serie di fattori transitori, il cui venir meno dovrebbe in prospettiva fornire un certo sostegno all'attività. Si prevede tuttavia che questo slancio positivo sia controbilanciato dai problemi strutturali di fondo che affliggono in particolare le economie avanzate. Inoltre, le rinnovate tensioni nei mercati finanziari esercitano effetti negativi sia sul clima di fiducia sia sulla ricchezza e – di conseguenza – sulla crescita. Le economie emergenti dovrebbero per contro registrare tassi di espansione ancora robusti, seppur in calo. Nei paesi avanzati l'inflazione sui dodici mesi si è stabilizzata nel periodo recente, mentre in quelli emergenti le pressioni sui prezzi restano pronunciate.*

#### 1.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale continua a espandersi, ma il ritmo della crescita si è moderato ulteriormente nel secondo trimestre del 2011. Ciò ha riflesso in parte fattori transitori quali l'impatto della calamità naturale e nucleare in Giappone sia sull'attività economica del paese sia sulle filiere produttive mondiali, l'effetto frenante degli elevati prezzi delle materie prime sui redditi nelle principali economie avanzate e alcune specificità nazionali. Il graduale venir meno delle difficoltà di approvvigionamento lungo le catene internazionali di produzione dovrebbe imprimere un certo slancio alla crescita nella seconda metà di quest'anno. La ripresa più lenta del previsto nel mercato del lavoro, la debolezza del mercato immobiliare statunitense e il peggioramento del clima di fiducia delle imprese e degli operatori dovrebbero tuttavia mitigare questo impulso positivo. Si prevede inoltre che il cambiamento nella percezione dei mercati finanziari mondiali sulle condizioni economiche osservata ai primi di agosto abbia ulteriori ripercussioni negative sia sul clima di fiducia sia sulla ricchezza e, di conseguenza, sulla crescita. Le conseguenze della crisi finanziaria continuano a pesare sul vigore della ripresa nelle economie avanzate e ostacolano in particolare le prospettive di un rapido recupero del mercato del lavoro. Nelle economie emergenti la crescita, benché in via di rallentamento, dovrebbe mantenersi robusta, con perduranti pressioni di surriscaldamento.

Figura 1 PMI manifatturiero mondiale

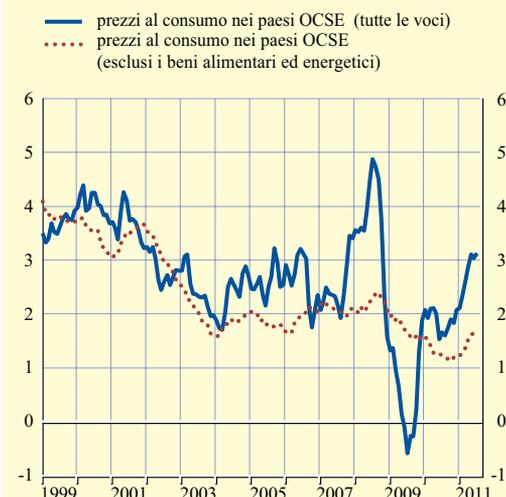
(dati mensili destagionalizzati; indice di diffusione)



Fonte: Markit.

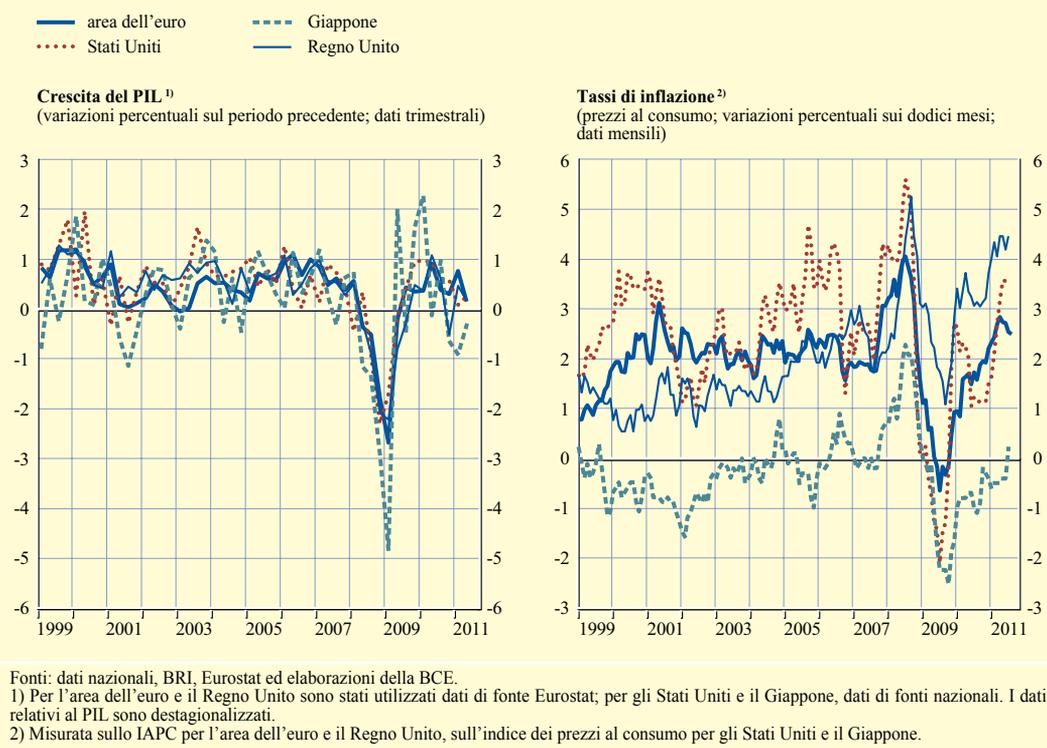
Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: OCSE.

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



I risultati delle ultime indagini congiunturali segnalano una perdita di slancio dell'attività economica su scala internazionale negli ultimi mesi. In agosto l'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI) è sceso a 51,5: benché al di sopra del valore soglia tra espansione e contrazione fissato a 50, l'indice si attesta al di sotto della media della serie. Il PMI per il settore manifatturiero, in calo da cinque mesi, ha registrato un'ulteriore flessione che lo ha fatto scendere a 50, valore notevolmente più basso della media di 55,9 riferita alla prima metà del 2011. L'indice generale mondiale relativo ai nuovi ordinativi ha ugualmente continuato a diminuire, collocandosi a 50,8, il che attesta una perdurante moderazione del tasso di incremento anche di questa componente.

I volumi degli scambi mondiali di beni si sono ridotti dello 0,6 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2011, per la prima volta dagli inizi della ripresa del commercio globale alla metà del 2009. Il calo è riconducibile in misura fondamentale alle difficoltà di approvvigionamento lungo le catene internazionali di produzione provocate dal terremoto nella parte orientale del Giappone e ha interessato tutte le regioni, anche se è stato più pronunciato nel caso delle esportazioni dal Giappone e dai paesi asiatici di recente industrializzazione. In linea con gli indicatori più recenti dell'attività, il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero ha continuato a indebolirsi nel terzo trimestre del 2011. Ad agosto l'indice relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero è sceso a 48,8, il livello più basso da maggio 2009. Ciò porta il PMI medio per i primi due mesi del terzo trimestre al di sotto della media di 54 riferita ai primi sei mesi dell'anno.

L'inflazione complessiva sui dodici mesi ha di recente evidenziato segnali di stabilizzazione nelle economie avanzate, mentre in quelle emergenti le spinte al rialzo sui prezzi sono rimaste più pronunciate. Nell'area dell'OCSE sia il tasso complessivo sia quello calcolato al netto dei beni

alimentari ed energetici hanno registrato un lieve incremento in luglio, portandosi rispettivamente al 3,1 e 1,7 per cento sui dodici mesi (dal 3,0 e 1,6 per cento di giugno). Nelle economie emergenti l'inflazione sui dodici mesi è ancora elevata sia per i crescenti vincoli di capacità in una serie di paesi sia per la maggiore incidenza delle materie prime nei rispettivi panieri di consumo. In India e in Brasile l'inflazione sui dodici mesi resta superiore al 6,5 per cento.

## STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia ha continuato a recuperare durante la prima metà del 2011, sebbene a un ritmo inferiore rispetto al 2010. Stando alla seconda stima del Bureau of Economic Analysis, nel secondo trimestre del 2011 il PIL in termini reali è salito dell'1 per cento in ragione d'anno (0,2 per cento sul trimestre precedente). Tale stima è inferiore alla precedente e fa seguito a una crescita dello 0,4 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre. La debolezza dell'attività economica nel secondo trimestre ha continuato a riflettere sia il rallentamento della spesa per consumi privati, dovuto al fatto che il livello più elevato dei prezzi dei beni energetici ha intaccato il reddito disponibile, sia gli effetti delle interruzioni dell'offerta nel settore automobilistico conseguenti al terremoto che ha colpito la parte orientale del Giappone. Gli investimenti delle imprese hanno continuato a crescere e quelli in edilizia residenziale si sono ripresi dal calo del trimestre precedente. La revisione al ribasso della crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre rispetto alla stima precedente è ascrivibile al minore contributo delle scorte e delle esportazioni nette, che è stato solo in parte controbilanciato dalla revisione al rialzo della spesa per consumi e degli investimenti fissi delle imprese.

Con riferimento ai prezzi, in luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è rimasta pari al 3,6 per cento (invariata rispetto ai due mesi precedenti) contro una media del 2,8 per cento per la prima metà del 2011 e dell'1,6 per cento per l'insieme del 2010. L'aumento dell'inflazione complessiva dagli inizi di quest'anno continua a riflettere il pronunciato incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici e, in misura inferiore, dei prodotti alimentari. Il tasso calcolato al netto di queste due componenti è salito all'1,8 per cento, dall'1,6 di giugno. La crescita dell'inflazione di fondo rispetto ai bassi livelli del 2010 rispecchia in parte l'ascesa graduale ma costante dei costi connessi ai canoni locativi, in linea con il consolidamento della domanda e la minore percentuale di immobili sfitti nel mercato delle locazioni in presenza di un perdurante calo della quota di proprietari di case sul totale della popolazione.

Si prevede in prospettiva che l'economia continui a recuperare, sebbene a ritmi inferiori rispetto alle attese, in un contesto di incertezza elevata. Da un lato dovrebbero attenuarsi alcuni effetti sfavorevoli temporanei che hanno pesato sull'attività nella prima metà dell'anno, mano a mano che si riducono sia le difficoltà dal lato dell'offerta risultanti dal terremoto nella parte orientale del Giappone sia l'impatto derivante dai livelli elevati dei prezzi delle materie prime. La debolezza nel mercato del lavoro e in quello delle abitazioni, il peggioramento del clima di fiducia e gli effetti ricchezza negativi dovuti agli andamenti avversi nei mercati finanziari dovrebbero dall'altro lato influire in modo più duraturo sul ritmo di espansione dell'economia nel secondo semestre. Le prospettive per le finanze pubbliche continuano a destare particolari preoccupazioni, come indicato dal declassamento del *rating* sul debito sovrano del paese operato da Standard & Poor's ad agosto in presenza di incertezze circa il percorso di risanamento futuro dei conti pubblici e del perdurante stallo politico. Per quanto concerne i prezzi, il perdurante aumento dell'inflazione di fondo mostra che gli effetti di trasmissione dei costi potrebbero continuare a spingere i prezzi verso l'alto. Al tempo stesso è probabile che la recente moderazione dei corsi delle materie prime e il perdurante margine di capacità inutilizzata nel mercato dei beni e servizi e in quello del lavoro contribuiscano a contenere le pressioni al rialzo sui prezzi.



Il 9 agosto 2011 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha riconosciuto che la crescita nella parte precedente dell'anno era stata notevolmente inferiore alle attese e che erano aumentati i rischi orientati verso il basso per le prospettive dell'economia. In tale contesto 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, ma ha nel contempo modificato la comunicazione sul probabile corso futuro del tasso. Il FOMC prevede ora che le condizioni economiche giustifichino valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Funds "almeno fino alla metà del 2013" e non più, come annunciato in precedenza, "per un periodo prolungato".

### GIAPPONE

In Giappone i dati preliminari in merito alla crescita del PIL nel secondo trimestre del 2011 mostrano una tenuta dell'economia superiore alle attese del mercato. In calo per il terzo trimestre consecutivo, il prodotto è tuttavia sceso di appena lo 0,3 per cento sul periodo precedente. Il principale effetto frenante è stato esercitato dalle esportazioni (-4,9 per cento sul periodo precedente), che hanno risentito pesantemente delle interruzioni lungo le catene verticali di produzione, soprattutto nel settore automobilistico. La domanda interna ha fornito un contributo positivo alle prospettive economiche, grazie soprattutto all'accumulo di scorte da parte delle imprese.

L'attività dovrebbe in prospettiva riprendersi a partire dal terzo trimestre, trainata dalla domanda estera e dagli investimenti, in linea con l'attenuarsi delle difficoltà lungo le catene produttive e con l'opera di ricostruzione in corso. Rispetto all'esperienza di calamità naturali precedenti (come il terremoto di Kobe del 1995), è probabile che la ripresa sia più graduale a causa dei perduranti vincoli energetici connessi alle condizioni nel settore dell'energia nucleare e del recente apprezzamento dello yen. Le prospettive per l'economia giapponese restano contraddistinte da un livello elevato di incertezza complessiva e i principali rischi verso il basso per la ripresa sono costituiti dalla probabile azione di risanamento dei conti pubblici con il connesso aumento delle imposte e da un prolungato apprezzamento dello yen.

Con riferimento ai prezzi, a luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è salita allo 0,2 per cento (da -0,4 in giugno). Il tasso calcolato al netto dei prezzi degli alimentari freschi è aumentato anch'esso (allo 0,1 per cento, da -0,3 del mese precedente), mentre quello ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici si è portato a -0,5 (da -0,8 in giugno). Gli andamenti dell'IPC risentono della recente modifica dell'anno base utilizzato per il calcolo dell'indice, dal 2005 al 2010: rispetto al paniere del 2005 considerato nell'ultimo numero di questo Bollettino, quello del 2010 presenta una percentuale maggiore di beni con prezzi in rapido calo (quali i televisori al plasma e i prodotti a contenuto tecnologico). Nella riunione del 7 settembre 2011 la Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariato l'obiettivo per il tasso sui depositi *overnight* non garantiti da collaterale entro un intervallo compreso fra lo 0,0 e lo 0,1 per cento, dopo avere aumentato di circa 10.000 miliardi di yen il suo programma di acquisto di attività in agosto.

### REGNO UNITO

Nel Regno Unito i dati mensili segnalano la perdurante debolezza dell'economia agli inizi del terzo trimestre del 2011. In luglio e agosto gran parte degli indicatori delle indagini presso le imprese ha continuato a calare e le statistiche sui consumi delle famiglie sono rimaste relativamente deboli. La crescita del PIL è scesa allo 0,2 per cento nel secondo trimestre, in parte a causa di alcuni fattori transitori. Nel breve periodo è probabile un ritmo di ripresa ancora moderato, anche se le azioni di stimolo della politica monetaria dovrebbero sorreggere l'attività economica. Si prevede 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 a luglio è salita al 4,4 per cento, dal 4,2 di giugno. Quella di fondo ha registrato un aumento generalizzato: il tasso calcolato sull'IPC al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati si è portato al 3,8 per cento, dal 3,5 del mese precedente. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione continui a crescere. Più a lungo termine, tuttavia, il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i passati rincari delle materie prime, gli effetti ritardati del deprezzamento della sterlina e l'incremento dell'aliquota IVA a decorrere da gennaio 2011) e l'esistenza di un margine di capacità inutilizzata potrebbero contribuire ad attenuare le spinte 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 ha continuato a votare a favore del mantenimento a 200 miliardi di sterline dello stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale.

#### ALTRI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro l'economia ha continuato complessivamente a recuperare, seppure a ritmi che sembrano per lo più inferiori alle attese. Una delle eccezioni è costituita dalla Svezia, dove il PIL in termini reali ha registrato un incremento robusto anche nel secondo trimestre (1 per cento, contro lo 0,8 del periodo precedente) grazie al contributo della domanda sia estera sia interna, con quest'ultima che ha riflesso – fra l'altro – il vigore dei prezzi delle abitazioni. In Danimarca la crescita del PIL in termini reali sul periodo precedente è notevolmente aumentata (all'1,0 per cento) nel secondo trimestre rispetto al livello molto basso del primo (0,1 per cento), rispecchiando l'impatto della spesa pubblica e del processo di accumulo delle scorte. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è rimasta relativamente stabile negli ultimi mesi in entrambe le economie e a luglio era pari all'1,6 per cento in Svezia e al 3,0 per cento in Danimarca.

Nei principali Stati membri dell'UE che si trovano nell'Europa centrale e orientale (PECO) la ripresa, trainata principalmente dalle esportazioni, è proseguita negli ultimi trimestri. Statistiche recenti stanno tuttavia a indicare che è più debole del previsto. Stime preliminari segnalano che la crescita del PIL in termini reali è scesa allo 0,2 per cento sul periodo precedente nella Repubblica Ceca e in Romania, mentre in Ungheria l'attività ha ristagnato nel secondo trimestre. Il minore ritmo di espansione nel secondo trimestre va ricondotto in parte alla domanda interna (di riflesso alle deboli condizioni del credito e del mercato del lavoro in diversi paesi), che è stata inferiore alle attese. Anche la minore domanda estera proveniente dall'area dell'euro ha contribuito a rendere la crescita inferiore alle attese. In Polonia, dove il ruolo della domanda interna nella ripresa è maggiore che negli altri PECO, il PIL in termini reali è salito dell'1,1 per cento sul periodo precedente nel primo trimestre e gli indicatori congiunturali segnalano il protrarsi della fase di recupero nel secondo. L'inflazione misurata sullo IAPC è diminuita negli ultimi mesi in Ungheria, Polonia e Romania, riflettendo principalmente il minore contributo dei prezzi dei prodotti alimentari e dei beni energetici. Il calo dell'inflazione è stato particolarmente pronunciato in Romania a luglio, per motivi in larga parte riconducibili al graduale venir meno dell'effetto base rappresentato dall'incremento dell'IVA un anno prima. Nella Repubblica Ceca l'inflazione calcolata sullo IAPC si è invece mantenuta ad un livello pari o prossimo al 2 per cento.

Anche nelle economie più piccole dell'UE non appartenenti all'area dell'euro il PIL in termini reali ha continuato a recuperare negli ultimi trimestri, trainato principalmente dalle esportazioni. Nel secondo trimestre la sua crescita sul periodo precedente è scesa rispettivamente allo 0,1 e 0,2 per cento in Bulgaria e Lituania, mentre è salita al 2,2 per cento in Lettonia. Negli ultimi mesi è stato altresì registrato un lieve calo del tasso di disoccupazione. Ciò riflette in parte la maggiore domanda

di lavoro in alcuni settori, ma è anche dovuto ai deflussi di manodopera verso gli altri Stati membri dell'UE. L'inflazione misurata sullo IAPC è leggermente diminuita a luglio rispetto ai livelli più elevati dei mesi precedenti, riflettendo soprattutto gli andamenti dei prezzi delle materie prime e la trasmissione degli stessi all'inflazione.

#### **ALTRI PAESI EUROPEI**

In Turchia la crescita del PIL in termini reali nel primo trimestre del 2011 è stata pari all'11 per cento sul periodo corrispondente. L'hanno sorretta l'accelerazione dei consumi delle famiglie e il vigore degli investimenti, mentre le esportazioni nette hanno continuato a fornire un contributo negativo. L'inflazione ha raggiunto un massimo superiore al 7 per cento in maggio, per poi scendere al 6,3 per cento in luglio. I timori per le potenziali ripercussioni del rallentamento nell'area dell'euro, assieme ai segnali di una moderazione della crescita nel secondo trimestre hanno indotto la banca centrale della Repubblica di Turchia ad abbassare il tasso di riferimento (sulle operazioni pronti contro termine a una settimana) di 50 punti base, dal 6,25 al 5,75 per cento, agli inizi di agosto. Nonostante l'incertezza circa la ripresa mondiale e i segnali di indebolimento della domanda interna, le prospettive per l'economia turca restano favorevoli.

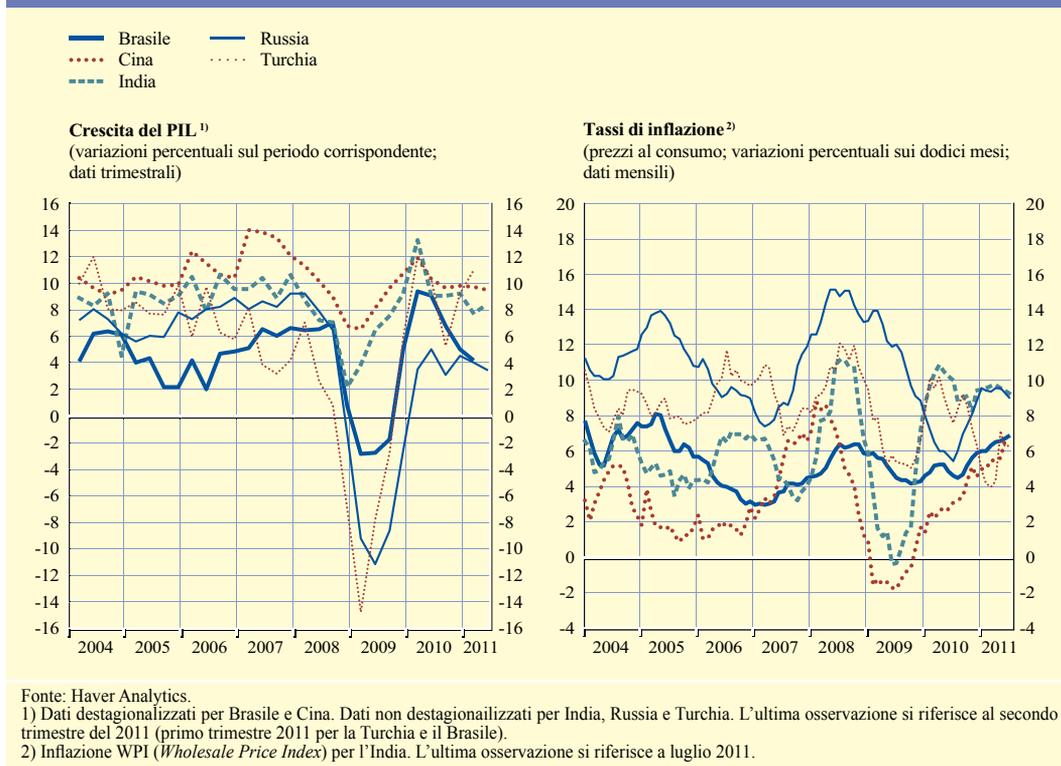
In Russia la ripresa ha rallentato nella prima metà del 2011 dopo un rafforzamento relativamente cospicuo nell'ultimo trimestre del 2010. Stime preliminari collocano la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente al 4,1 per cento nel primo trimestre del 2011 e al 3,4 per cento nel secondo. Ciò ha riflesso in larga parte la debolezza della domanda di investimenti e il calo delle esportazioni nette sulla scia del forte incremento delle importazioni. Anche la crescita della produzione industriale è diminuita lievemente, al 5,1 per cento in luglio (contro un livello prossimo al 7 per cento nella seconda metà dello scorso anno). L'inflazione sui dodici mesi ha iniziato a calare come conseguenza della più lenta dinamica dei prezzi dei beni alimentari e ad agosto era pari all'8,2 per cento. Effetti base inducono a prevederne un ridimensionamento ulteriore e più sostanziale nella seconda metà dell'anno. La banca centrale russa mantiene le condizioni della politica monetaria invariate da maggio. In prospettiva, è probabile che il ritmo della ripresa dipenda principalmente dall'evoluzione dei prezzi delle materie prime poiché le esportazioni di materie prime energetiche svolgono un ruolo importante nell'economia russa.

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

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita è lievemente diminuita nel secondo trimestre del 2011, sebbene a partire da un livello molto elevato. In particolare, per motivi parzialmente riconducibili alle difficoltà di approvvigionamento lungo le catene internazionali di produzione dopo il terremoto in Giappone, la produzione industriale e le esportazioni hanno rallentato rispetto al primo trimestre dell'anno. La domanda interna, trainata dagli investimenti e dai consumi privati, è rimasta invece vigorosa in presenza di una rapida espansione del credito e di politiche monetarie ancora accomodanti. Le spinte inflazionistiche sono rimaste intense, 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 un aumento dell'inflazione di fondo. In questo contesto è proseguito il graduale inasprimento monetario attraverso innalzamenti del tasso di interesse e misure quantitative.

In Cina gli indicatori congiunturali segnalano che a luglio la crescita economica ha continuato a indebolirsi gradualmente. Il tasso di incremento del valore aggiunto industriale è sceso al 13,9 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre, dal 14,4 del primo, mentre il PMI relativo al settore manifatturiero si è mantenuto su livelli modesti. La domanda interna si espande a ritmi robusti dagli inizi dell'anno, grazie soprattutto al vigore degli investimenti. In luglio la crescita degli investimenti fissi, ancora elevata, ha preso a scendere lievemente rispetto al secondo trimestre del 2011. Nello

Figura 4 Principali andamenti delle maggiori economie emergenti



stesso periodo le esportazioni sono salite del 20,4 per cento sui dodici mesi, contro il 17,9 di giugno, evidenziando una buona tenuta di fronte alle incertezze del contesto esterno. Il saldo commerciale ha registrato un avanzo di 46,7 miliardi di dollari statunitensi nel secondo trimestre, dopo un piccolo disavanzo nel periodo precedente. Le spinte inflazionistiche si sono intensificate costantemente dagli inizi dell'anno. L'inflazione sui dodici mesi calcolata sull'IPC è salita al 6,5 per cento in luglio (dal 5,7 per cento del secondo trimestre), il livello più elevato da oltre tre anni. Come avviene dal primo trimestre, a determinare tale risultato hanno concorso principalmente i prezzi dei beni alimentari. Il tasso calcolato al netto di tale componente si è invece stabilizzato negli ultimi due mesi. La crescita dell'aggregato monetario ampio M2 ha continuato a moderarsi dal primo trimestre dell'anno, a indicare che le misure di inasprimento attuate a partire dalla fine del 2010 iniziano a esercitare i loro effetti. A luglio l'aumento di M2 sui dodici mesi è stato pari al 14,7 per cento, in calo rispetto al 15,9 di giugno, mentre quello dei prestiti bancari è sceso al 16,6 per cento. Per drenare l'eccesso di liquidità nell'economia interna, ad agosto la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha innalzato i tassi sulle obbligazioni emesse a fini di sterilizzazione collocate attraverso le regolari aste mensili.

In India la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita all'8,5 per cento nel secondo trimestre del 2011, dal 7,7 del primo. Tale risultato va ricondotto alla vigorosa espansione degli investimenti, mentre i consumi privati hanno subito una lieve decelerazione. L'inflazione sui dodici mesi dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è rimasta elevata in luglio, al 9,2 per cento, seppur inferiore al 9,6 di maggio. Le forti spinte inflazionistiche sono da ricondurre in particolare ai prezzi dei prodotti manifatturieri e delle materie prime. La Reserve Bank of India ha di conseguenza innalzato il suo tasso di interesse di riferimento di 25 punti base in giugno e di altri 50 in luglio, portandolo all'8,0 per cento.

Nella Corea del Sud il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è sceso al 3,3 per cento nel secondo trimestre del 2011, dal 3,9 del primo. Le esportazioni nette e gli investimenti hanno fornito un contributo inferiore rispetto al trimestre precedente, mentre i consumi privati hanno evidenziato una buona tenuta crescendo del 3,2 per cento sul periodo corrispondente. In luglio l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta al di sopra dell'intervallo obiettivo del 2-4 per cento fissato dalla banca centrale coreana, salendo al 4,7 per cento dal 4,1 di maggio. L'aumento è ascrivibile soprattutto ai prezzi delle derrate agricole e del petrolio. In giugno la banca centrale coreana ha innalzato il tasso di riferimento di 25 punti base, portandolo all'attuale livello del 3,25 per cento.

Tra i paesi appartenenti all'ASEAN-5 (Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia), l'Indonesia ha continuato a registrare tassi di crescita elevati (6,5 per cento sul periodo corrispondente nel secondo trimestre del 2011) grazie al contributo dei consumi privati, degli investimenti fissi e delle esportazioni nette. In Malaysia, a Singapore e in Thailandia il PIL ha rallentato lievemente nel secondo trimestre, soprattutto a causa della minore domanda estera e della decelerazione nel settore manifatturiero. La banca centrale thailandese ha innalzato il tasso di interesse di riferimento di 25 punti base in agosto, al 3,50 per cento.

Si prevede che l'economia nei paesi emergenti dell'Asia continui a espandersi a ritmi vigorosi nel breve periodo. La crescita dei consumi privati, degli investimenti e delle esportazioni (soprattutto all'interno della regione) dovrebbe rimanere sostenuta. In tale contesto, potrebbero persistere timori di surriscaldamento in diversi paesi dato il perdurare delle spinte inflazionistiche.

#### **MEDIO ORIENTE E AFRICA**

L'instabilità politica e le sfide sul fronte della sicurezza hanno continuato a ostacolare la crescita in diverse economie del Medio Oriente e del Nord Africa nel secondo trimestre del 2011. L'attività si è invece impennata nei paesi (per lo più membri del Consiglio di cooperazione del Golfo) che hanno introdotto misure di stimolo fiscale come reazione ai disordini. Inoltre, il livello relativamente elevato dei corsi petroliferi e della produzione di greggio ha favorito l'espansione delle economie esportatrici di petrolio della regione (esclusa la Libia). Nel secondo trimestre queste ultime registravano tassi di inflazione al consumo sostanzialmente invariati sul periodo corrispondente.

In Arabia Saudita la produzione di greggio è notevolmente aumentata nella prima metà di quest'anno, in presenza di una domanda mondiale robusta e in considerazione del fortissimo calo dell'offerta libica. Anche la crescita della spesa per consumi è stata solida nel secondo trimestre, grazie ad alcune delle misure fiscali introdotte a marzo 2011. Nel secondo trimestre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è diminuita lievemente (al 4,7 per cento) rispetto ai primi tre mesi dell'anno.

Per quanto concerne i paesi importatori di petrolio della regione, la crescita del PIL si è stabilizzata sui livelli antecedenti la crisi. Un rallentamento dell'attività interna in diverse economie principali e una lieve debolezza della domanda estera proveniente dai paesi avanzati sono stati in parte controbilanciati dalla tenuta dei prezzi delle materie prime (non petrolifere) e dalla perdurante forte espansione dei mercati emergenti. Al tempo stesso, la siccità nel Corno d'Africa ha provocato una grave crisi alimentare e un aumento delle spinte inflazionistiche nelle economie colpite.

Le prospettive economiche per il Medio Oriente e l'Africa rimangono generalmente favorevoli, soprattutto per gli esportatori netti di materie prime, nonostante la moderazione della crescita mondiale. La ripresa dopo l'impatto economico negativo delle turbolenze politiche nella regione dovrebbe tuttavia essere protratta in molti dei paesi interessati.

## AMERICA LATINA

In America latina l'attività economica ha rallentato nel secondo trimestre del 2011, pur mantenendosi robusta. Ciò è avvenuto in un momento in cui le politiche diventano più decisamente restrittive, la domanda mondiale rallenta e la volatilità nei mercati finanziari globali pesa sulle condizioni di finanziamento della regione. Al tempo stesso, le spinte inflazionistiche restano elevate in gran parte dei paesi.

Per quanto concerne il Messico, nel secondo trimestre la crescita del PIL in termini reali è scesa al 3,6 per cento sul periodo corrispondente (dal 4,4 del primo trimestre). Hanno continuato a sorreggerla soprattutto la domanda estera e le connesse attività di servizi. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 3,3 per cento, lievemente inferiore rispetto ai trimestri precedenti. In Argentina l'attività ha continuato a trarre beneficio dal vigore della domanda e dal livello elevato dei prezzi delle materie prime agricole, mentre l'orientamento accomodante delle politiche ha continuato a fornire slancio alla domanda interna. Di conseguenza, nel secondo trimestre la produzione industriale è cresciuta rapidamente (dell'8,5 per cento sul periodo corrispondente). Al tempo stesso i corsi elevati delle materie prime su scala mondiale e le spinte incipienti dal lato della domanda hanno nell'insieme accentuato le spinte inflazionistiche e nel secondo trimestre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari al 9,7 per cento. In Brasile si rilevano segnali crescenti di rallentamento economico: nel secondo trimestre il tasso medio di incremento della produzione industriale è sceso allo 0,7 per cento, dai livelli a due cifre del 2010. La minore espansione dell'attività economica va ricondotta principalmente all'indebolimento della domanda interna e, in particolare, dei consumi privati su cui si concentra principalmente l'attenzione delle politiche anticicliche. Tuttavia, nonostante i chiari segni di moderazione della crescita economica, il grado di utilizzo della capacità produttiva resta prossimo ai massimi storici. Le spinte inflazionistiche hanno continuato a intensificarsi e l'inflazione sui dodici mesi è salita al 6,6 per cento nel secondo trimestre, un livello superiore di 0,5 punti percentuali a quello del periodo precedente.

In prospettiva, l'attività nella regione dovrebbe continuare a espandersi a ritmi più sostenibili. La crescita economica sarà sorretta principalmente dalla domanda interna. Le esportazioni trarranno invece beneficio dalla robusta domanda di materie prime, proveniente soprattutto dalle altre economie emergenti.

## 1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

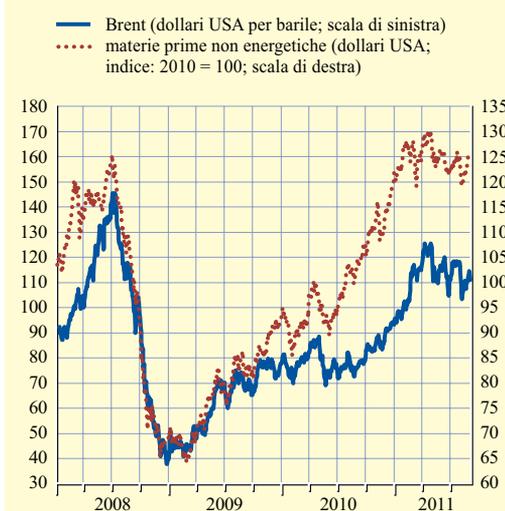
I corsi petroliferi sono diminuiti da giugno 2011 (cfr. figura 5). Il 7 settembre il greggio di qualità Brent veniva quotato a 111,5 dollari per barile, un livello ancora superiore del 19,7 per cento rispetto agli inizi del 2011. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012 che si collocano a 111 dollari per barile.

Nella prima metà di giugno le quotazioni del petrolio sono salite a 120 dollari per barile sulla scia degli andamenti positivi della domanda, soprattutto nelle economie emergenti. A fine mese l'Agenzia internazionale per l'energia (AIE) ha annunciato la decisione di liberare 60 milioni di barili dalla riserva strategica per attenuare le spinte al rialzo sui prezzi ed evitare ulteriori rigidità nei mercati; ciò ha tuttavia allentato solo in parte e temporaneamente le pressioni sui prezzi. All'intensificarsi delle tensioni nei mercati mondiali delle obbligazioni sovrane, tuttavia, i corsi sono tornati a scendere per i timori di un rallentamento dell'attività economica su scala internazionale.

Per quanto riguarda i fondamentali, le stime dell'AIE mostrano che la domanda ha evidenziato finora una buona tenuta ai prezzi elevati. Dal lato dell'offerta, il netto aumento della produzione in Arabia Saudita sembra corrispondere alla crescita della domanda. In prospettiva, l'ulteriore deterioramento delle prospettive macroeconomiche globali potrebbe determinare una contrazione della domanda. Al tempo stesso, gli andamenti recenti in Libia possono fornire un ulteriore contributo positivo all'equilibrio tra la domanda e l'offerta se la produzione riprenderà in tempi brevi. Occorre tuttavia tenere presente che ulteriori difficoltà dal lato dell'offerta non sono da escludere e potrebbero altresì costituire dei rischi al rialzo per i prezzi.

I corsi delle materie prime non energetiche si sono mantenuti sostanzialmente stabili negli ultimi mesi e si collocano oggi su livelli pressoché identici a quelli degli inizi del 2011. Le spinte al rialzo sui prezzi dei beni alimentari derivanti dal vigore della domanda sono state attenuate dal buon andamento dei raccolti nel Nord America e nell'Asia centrale. Le quotazioni dei metalli sono lievemente diminuite, sulla scia delle prospettive sfavorevoli per l'attività economica mondiale. Agli inizi di settembre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era superiore del 2,9 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

**Figura 5 Principali andamenti dei mercati delle materie prime**



Fonti: Bloomberg e HWWI.

### 1.3 TASSI DI CAMBIO

#### IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

L'euro si è apprezzato dagli inizi del 2011 e soprattutto tra gennaio e aprile, ma a partire da maggio ha perso parte del terreno guadagnato. Il 7 settembre il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si collocava su un livello inferiore di circa l'1,5 per cento a quello di fine maggio 2011 e lievemente al di sotto della media del 2010.

Gli andamenti del tasso di cambio dell'euro nel 2011 sono rimasti in larga misura connessi alla mutata percezione degli operatori circa le prospettive economiche e di bilancio dei paesi dell'area dell'euro, soprattutto in relazione a quelli delle altre regioni economiche principali, oltre che ai differenziali di rendimento attesi tra l'area e tali regioni. Il deprezzamento della moneta unica in maggio, intervenuto sullo sfondo della rinnovata avversione al rischio e dei timori circa le prospettive di bilancio di alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro, è stato a sua volta in gran parte riassorbito agli inizi di giugno. Da maggio il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro si è lentamente deprezzato, in presenza di oscillazioni piuttosto ampie. Tale risultato va ricondotto in larga misura a movimenti che si sono controbilanciati: la moneta unica si è infatti deprezzata sullo yen giapponese, il dollaro statunitense, il franco svizzero e alcune divise dei principali produttori di materie prime (quali il dollaro australiano e quello canadese), ma si è apprezzata sulla sterlina britannica, la corona svedese e le valute di alcuni altri Stati membri dell'UE (cfr. tavola 1). La volatilità implicita

**Figura 6 Tasso di cambio effettivo dell'euro (TCE-20) e sue componenti <sup>1)</sup>**

(dati giornalieri)

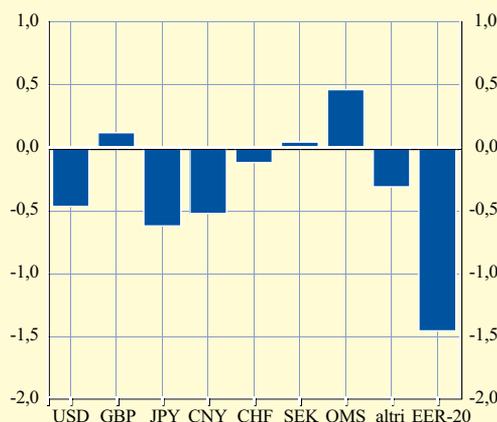
Indice: 1° trim. 1999=100



Contributi alle variazioni del TCE-20 <sup>2)</sup>

Dal 31 maggio al 7 settembre 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 delle valute 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.

dei tassi bilaterali dell'euro con il dollaro statunitense, la sterlina britannica e il franco svizzero è aumentata costantemente a partire da aprile 2011, sugli orizzonti sia brevi sia lunghi, a indicare una crescente incertezza nel mercato valutario. Ad agosto la volatilità si è impennata per il cambio con il franco svizzero e lo yen, in linea con un generale aumento dell'incertezza nel contesto dei

**Tavola I Andamenti dei tassi di cambio dell'euro <sup>1)</sup>**

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

	peso nel TCE-20	tasso di cambio al 7 settembre 2011	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 7 settembre 2011		
			da:		rispetto a:
			31 maggio 2011	1° gennaio 2010	media del 2010
Dollaro statunitense	19,4	1,404	-2,4	-2,5	5,9
Sterlina britannica	17,8	0,878	0,7	-1,5	2,3
Renminbi cinese	13,6	8,976	-3,7	-8,6	0,1
Yen giapponese	8,3	108,4	-7,5	-18,9	-6,8
Franco svizzero	6,4	1,205	-1,8	-19,0	-12,7
Zloty polacco	4,9	4,219	6,6	2,8	5,6
Corona svedese	4,9	8,973	0,9	-12,0	-5,9
Corona ceca	4,1	24,46	-0,4	-7,0	-3,3
Won sudcoreano	3,9	1,504	-3,1	-9,5	-1,8
Fiorino ungherese	3,1	276,4	3,6	2,4	0,3
TCEN <sup>2)</sup>		104,3	-1,5	-6,7	-0,3

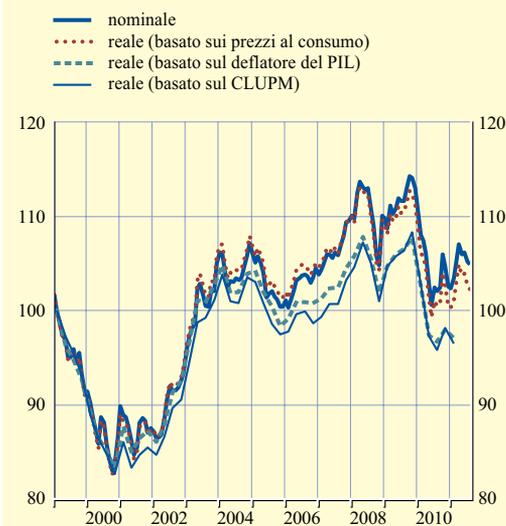
Fonte: BCE.

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 7 Tasso di cambio effettivo dell'euro nominale e reale (TCE-20) <sup>1)</sup>**

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

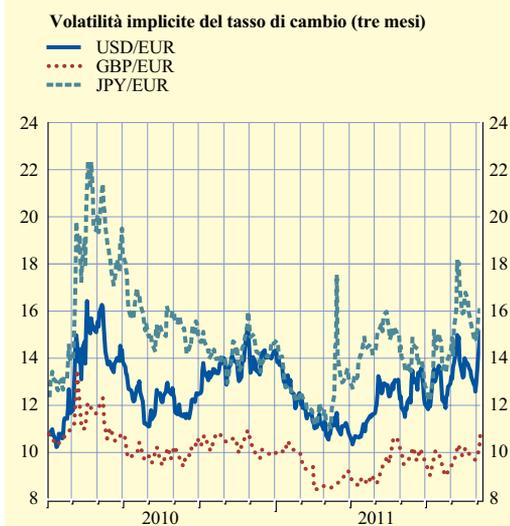


Fonte: BCE.

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

**Figura 8 Tassi di cambio e volatilità implicite**

(dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

rinnovati timori per la sostenibilità del debito sovrano non soltanto nell'area dell'euro ma anche negli Stati Uniti. A settembre, dopo che la Banca nazionale svizzera ha annunciato l'imposizione di un tasso di cambio minimo di 1,20 franchi per euro, la volatilità implicita nel cambio franco/euro è bruscamente diminuita (cfr. figura 8).

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, ad agosto il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al consumo (e misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area) era molto prossimo alla media del 2010 (cfr. figura 7). Ciò costituisce la risultante di effetti che si sono sostanzialmente controbilanciati, poiché il lieve apprezzamento nominale dell'euro (circa lo 0,5 per cento) è stato compensato da un tasso di inflazione al consumo più basso nell'area che nei paesi partner.

### I TASSI DI CAMBIO BILATERALI

Dopo essersi apprezzato sul dollaro statunitense fino ai primi di maggio, l'euro si è sostanzialmente stabilizzato fino all'ultima parte di agosto e ha poi subito un deprezzamento nel periodo successivo. Fra il 31 maggio e il 7 settembre ha perso complessivamente il 2,4 per cento rispetto al dollaro, portandosi su un livello superiore del 5,9 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 degli Stati Uniti oltre che alle variazioni dei differenziali di rendimento.

Rispetto allo yen giapponese l'euro ha continuato ad apprezzarsi fino agli inizi di aprile, per poi subire un forte deprezzamento. Secondo le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni valutarie,

da febbraio 2011 le aspettative degli operatori sono passate progressivamente da neutrali a negative per la moneta unica. 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. Lo yen è in effetti generalmente considerato una moneta "rifugio" ed è quindi soggetto a forti rialzi quando la volatilità nei mercati si impenna. Il 7 settembre l'euro è stato quotato a 108,4 yen, un livello inferiore del 7,5 per cento a quello di fine maggio e del 6,8 per cento alla media del 2010.

Dagli inizi del 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.

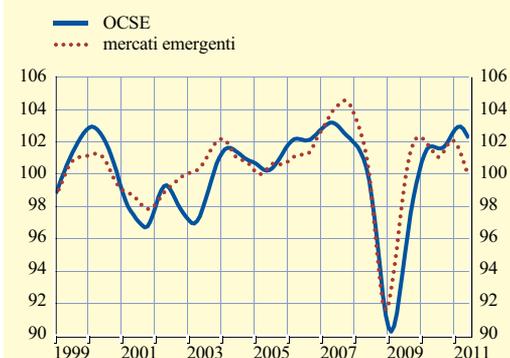
Con riferimento alle altre divise, l'euro ha seguito nei confronti della sterlina britannica un profilo sostanzialmente identico a quello evidenziato rispetto al dollaro statunitense, apprezzandosi in misura piuttosto consistente fino ai primi di maggio e poi oscillando senza evidenziare una chiara tendenza per tutta l'estate. Il 7 settembre la moneta unica è stata quotata a 0,88 sterline, un livello superiore dello 0,7 per cento a quello di fine maggio (cfr. tavola 1). Nei confronti del franco svizzero l'euro ha subito oscillazioni molto ampie fra aprile e settembre: dopo un forte deprezzamento iniziale, che l'11 agosto lo ha portato su un minimo storico di 1,05 franchi, la moneta unica si è nettamente apprezzata nel resto del mese. Il 6 settembre la Banca nazionale svizzera ha annunciato l'intenzione di imporre un tasso di cambio minimo di 1,20 franchi per euro e il giorno successivo la moneta unica è stata scambiata a 1,205 franchi, un livello inferiore dell'1,8 per cento a quello di fine maggio. Il deprezzamento dell'euro coincide con il menzionato aumento dell'incertezza tra gli operatori, poiché la divisa elvetica ha tratto un generale beneficio dalla riallocazione dei capitali verso investimenti più sicuri (*flight to safety*) da parte degli investitori internazionali.

#### 1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

Guardando al futuro, il graduale venir meno di alcuni dei fattori che avevano contenuto la crescita nel secondo trimestre – e in particolare delle difficoltà dal lato dell'offerta provocate dagli eventi in Giappone – dovrebbe sostenere l'attività economica mondiale durante il secondo semestre dell'anno. Problemi strutturali continuano tuttavia a pesare sulle principali economie avanzate, frenando la crescita. Si prevede inoltre che le rinnovate tensioni nei mercati finanziari globali incidano negativamente sul clima di fiducia, sulla ricchezza e, dunque, sulla crescita. In giugno l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE ha continuato a scendere moderatamente, il che segnala la possibilità di un indebolimento della produzione industriale. Il *World Economic Climate Indicator* dell'Ifo è diminuito nel terzo trimestre, dopo essere aumentato nei due precedenti. Gli indicatori per il Nord America e l'Asia sono scesi nel terzo trimestre, mantenendosi rispettivamente al di sotto e al di sopra delle rispettive medie di lungo periodo. Su questo sfondo, le proiezioni formulate dagli esperti del-

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 a Brasile, Russia e Cina.

la BCE prefigurano prospettive di crescita più deboli per la seconda metà del 2011 rispetto a quanto indicato in giugno, con un ritmo di espansione che dovrebbe restare particolarmente stagnante in alcune delle principali economie avanzate (cfr. riquadro 9). La prevista revisione al ribasso della crescita nel 2012 va ricondotta all'effetto di trascinamento negativo derivante dalla revisione verso il basso relativa alla seconda metà del 2011. 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 settembre 2011 del *World Economic Outlook*.

In un contesto di incertezza particolarmente elevata, i rischi per l'attività sono orientati verso il basso. Il rischio principale di indebolimento della crescita è rappresentato dalla precarietà della posizione fiscale di alcune delle principali economie avanzate. In assenza di piani credibili di risanamento dei conti pubblici nel medio periodo, ciò potrebbe tradursi in ulteriori turbolenze sia per i mercati finanziari mondiali sia per l'attività economica. Altri rischi orientati verso il basso sono connessi alla possibilità di ulteriori aumenti del prezzo dei beni energetici, di spinte protezionistiche e di una correzione disordinata degli squilibri globali.

## 2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

### 2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Il ritmo dell'espansione monetaria di fondo si è stabilizzato su livelli moderati nel secondo trimestre del 2011. L'andamento rispecchia il basso tasso di crescita sul periodo corrispondente di M3 e dei prestiti al settore privato, rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre e a luglio 2011. Allo stesso tempo la liquidità monetaria, accumulata nei mercati finanziari, prima del periodo di tensione rimane abbondante, nonostante le ulteriori correzioni al ribasso negli ultimi trimestri. Per quanto concerne i prestiti al settore privato, gli andamenti delle singole componenti indicano una perdurante accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie, anche se a un ritmo modesto, e una stabilizzazione della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie.

#### AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

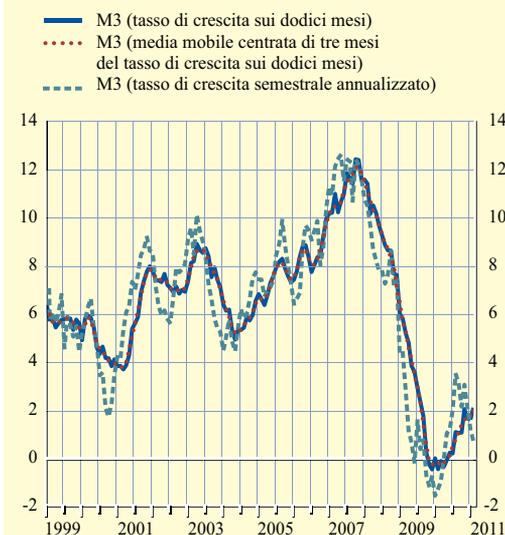
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 è stato pari al 2,0 per cento in luglio, sostanzialmente invariato rispetto al 2,1 e all'1,9 per cento nel secondo e nel primo trimestre (cfr. figura 10). I dati degli ultimi mesi sono pertanto coerenti con una stabilizzazione della crescita di M3 su livelli moderati. Negli ultimi mesi gli andamenti monetari hanno continuato a risentire in misura significativa di una certa variabilità delle transazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali, che sono incluse nel settore detentore di moneta. Corretta per questo effetto, l'espansione monetaria risulta lievemente più modesta.

Dal lato delle componenti, nel secondo trimestre e in luglio sono proseguite le riallocazioni di portafoglio da parte del settore detentore di moneta a seguito di un ulteriore ampliamento del differenziale a termine: i deflussi dai depositi *overnight* sono in parte confluiti nelle componenti di M3 più remunerative non incluse in M1. Di conseguenza, il tasso di variazione sul periodo corrispondente di M1 si è ulteriormente ridotto, mentre è aumentato il tasso di incremento dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* (M2-M1), che fornisce il principale contributo alla crescita di M3. Per contro, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato ulteriori deflussi nel periodo in esame, dovuti soprattutto all'elevato grado di sensibilità di questi strumenti alla loro bassa remunerazione rispetto ad altre attività.

Dal lato delle contropartite, la crescita del credito al settore privato si è gradatamente rafforzata nel secondo trimestre rispetto a quello precedente, anche se questa accelerazione cela un lieve indebolimento nei mesi di giugno e luglio. All'origine dell'andamento del credito al settore privato nei primi mesi del 2011 vi sono soprattutto i prestiti delle IFM, le azioni ed altre partecipazioni da queste detenute. L'incremento sul periodo corrispondente del credito alle amministrazioni pubbliche, pur continuando a rallentare, si è mantenuto su livelli robusti, in parte per via dell'impatto del finanziamento dei trasferimenti di attività alle *bad banks* alla fine del 2010.

Figura 10 Crescita di M3

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



Fonte: BCE.

Le principali attività detenute dalle IFM sono significativamente aumentate a luglio, per effetto dell'incremento dei prestiti fra IFM dopo la flessione registrata nel secondo trimestre, imputabile soprattutto alle vendite di titoli di debito delle IFM.

#### Riquadro I

### DETERMINANTI DELLE RECENTI DINAMICHE DELLA MONETA E DEI PRESTITI

I tassi di crescita sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ampio M3 e dei prestiti al settore privato sono rimasti sostanzialmente invariati nel secondo trimestre del 2011 e in luglio. Ciò fa ritenere che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo si sia stabilizzato su un livello moderato nei mesi recenti. Questa valutazione trova riscontro nella gamma di indicatori monitorati periodicamente per quantificare la crescita di fondo della moneta, i cui estremi non hanno subito variazioni di rilievo nel secondo trimestre dell'anno (cfr. figura A). Nel complesso, i segnali provenienti dagli andamenti monetari indicano che i rischi per la stabilità dei prezzi risultano bilanciati nel medio periodo. Inoltre, la moderazione dell'andamento di fondo dell'espansione monetaria è evidenziata anche dai prestiti delle IFM alle famiglie, che rappresentano la principale componente del credito delle IFM al settore privato. Da marzo a luglio del 2011, infatti, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie erogati dalle IFM (i.e. corretti per le cessioni e la cartolarizzazione), ossia l'indicatore utilizzato per valutare le dinamiche dei finanziamenti erogati alle famiglie dalle IFM, è rimasto pressoché invariato.

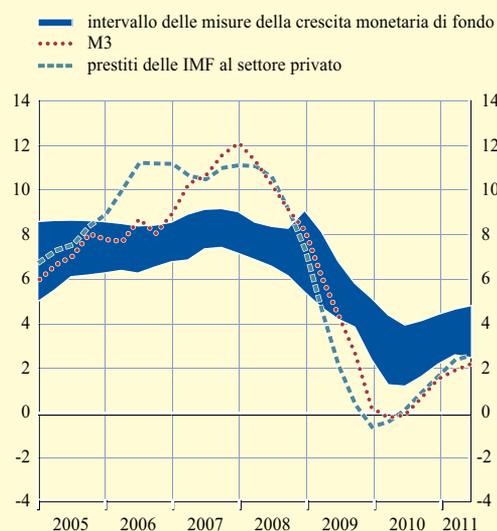
I prestiti delle IFM alle famiglie e l'aggregato monetario ristretto M1 hanno entrambi evidenziato proprietà affidabili come indicatori anticipatori per l'andamento del ciclo economico. In questo riquadro si presentano alcune considerazioni ricavabili da un'analisi dettagliata di questi indicatori con riferimento all'attuale congiuntura economica dell'area dell'euro.

#### Determinanti degli andamenti di M1

M1 ha segnato delle forti oscillazioni nell'arco degli ultimi dodici mesi. Nel terzo trimestre del 2008 il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 si collocava allo 0,6 per cento, verso la fine del 2009 era balzato al 12,3 per cento, mentre nel luglio del 2011 era tornato allo 0,9 per cento. A partire dai primi anni novanta le oscillazioni della crescita di M1 sono risultate molto maggiori di quelle osservate per la crescita del PIL in termini nominali. Pertanto, non è possibile far corrispondere un dato ritmo di crescita di M1 a un ritmo di crescita del PIL. Al tempo stesso

Figura A M3 e M3 di fondo

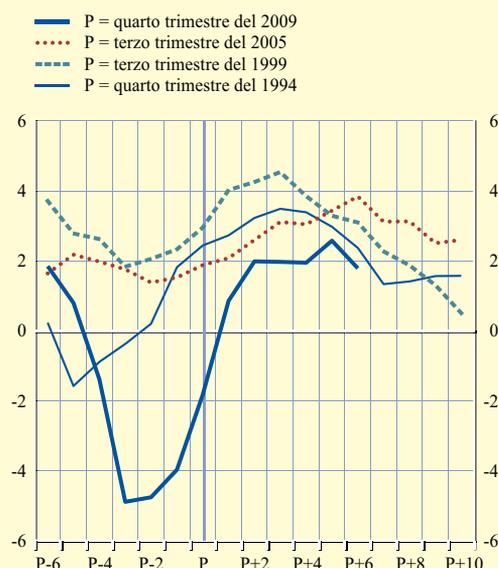
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Crescita del PIL in termini reali in prossimità dei principali punti di massimo raggiunti dalla crescita di M1 in termini reali**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

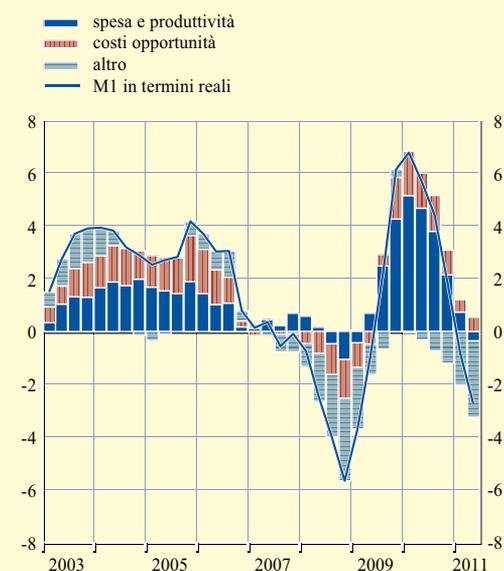


Fonti: Eurostat e BCE.

Note: I punti di svolta per la crescita di M1 in termini reali sono individuati applicando l'algoritmo di Bry-Boschan alla serie dei tassi di crescita sul periodo corrispondente. Il periodo "P" rappresenta un trimestre nel quale è stato individuato un punto di massimo nella crescita di M1 in termini reali, seguito da una sensibile riduzione del suo tasso di crescita.

**Figura C Forze trainanti alla base degli andamenti di M1 in termini reali**

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



Fonte: stime della BCE.

Note: questa scomposizione del tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 in termini reali si basa su un tasso di crescita medio del 4,6 per cento.

il tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 deflazionato in base al deflatore del PIL ha dato prova di buone proprietà di indicatore anticipatore dell'attività economica, soprattutto per quanto riguarda i punti di svolta (ossia i massimi e i minimi della crescita sul periodo corrispondente del PIL in termini reali)<sup>1)</sup>. In media, i massimi e i minimi del tasso di crescita sul periodo corrispondente di M1 in termini reali anticipano di tre o quattro trimestri i rispettivi punti di svolta dell'espansione sul periodo corrispondente del PIL in termini reali. La figura B mostra gli andamenti della crescita del PIL reale nei precedenti episodi di picco della crescita di M1 in termini reali.

Il forte aumento della crescita di M1 a seguito del tracollo di Lehman Brothers si è accompagnato a un brusco decremento dei tassi di interesse a breve termine, segnalando la presenza di un "effetto di liquidità" e indicando che l'aggiustamento dei portafogli ha avuto luogo in un momento di calo del costo opportunità di detenere M1. Negli anni recenti l'innovazione finanziaria ha indotto in effetti un maggiore utilizzo delle attività comprese in M1 ai fini della gestione patrimoniale. Ciò nonostante, le attività incluse in M1 corrispondono in larga misura a saldi monetari detenuti a fini transattivi. Pertanto, la relazione fra le disponibilità di M1 e la spesa effettiva o prevista dovrebbe (quantomeno in linea di principio) essere relativamente stretta.

1) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *Il contenuto informativo della crescita in termini reali di M1 per la crescita in termini reali del PIL nell'area dell'euro*, Bollettino mensile, BCE, ottobre 2008.

Di fatto, il comovimento tipicamente osservabile fra l'aggregato monetario ristretto e l'attività economica appare confortare la nozione che gli andamenti di M1 sono collegati a motivazioni transattive. Di conseguenza, l'attuale calo della crescita sul periodo corrispondente di M1 sembrerebbe preconizzare un ritmo leggermente inferiore dell'attività economica nell'area dell'euro nei prossimi trimestri.

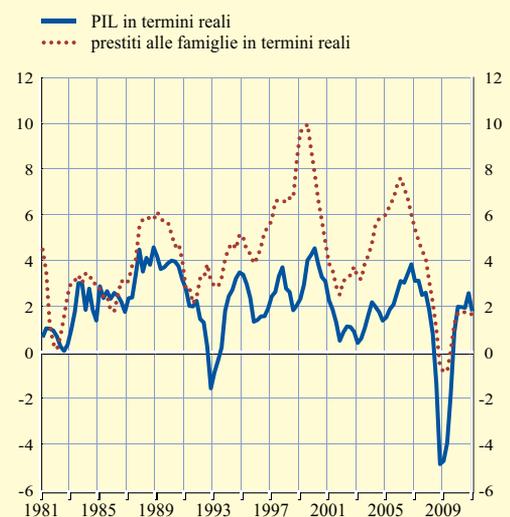
La scomposizione della crescita di M1 nelle sue determinanti di fondo fornisce maggiori informazioni sulla relazione dinamica fra M1 e PIL. La figura C disaggrega la crescita reale sul periodo corrispondente di M1 nei contributi derivanti dai disturbi alle preferenze di spesa del settore privato e alla produttività nonché da quelli riguardanti il livello dei costi opportunità<sup>2)</sup>. La figura mostra che i disturbi alle preferenze di spesa e alla produttività hanno contribuito in modo significativo alla crescita di M1 durante gran parte del periodo a partire dal 2003. In base a questa scomposizione, le variazioni nel livello dei costi opportunità forniscono anch'esse un contributo alla crescita di M1, ma di recente sono risultate avere un'importanza solo secondaria. Sebbene la crescita di M1 dagli inizi del 2009 alla fine del 2010 abbia riflesso in misura significativa variazioni nelle preferenze di spesa e nella produttività, la sua marcata flessione osservata negli ultimi quattro trimestri è stata determinata anche da altri fattori quali, ad esempio, variazioni nella domanda.

### Determinanti degli andamenti dei prestiti alle famiglie

I prestiti delle IFM alle famiglie deflazionati in base al deflatore del PIL evidenziano un grado significativo di comovimento con la crescita del PIL in termini reali, e ciò con un anticipo di fino a un trimestre (cfr. figura D)<sup>3)</sup>. Questo li rende utili per valutare il ritmo attuale dell'attività economica. Negli ultimi quattro trimestri la crescita dei prestiti alle famiglie in termini reali è stata inferiore a quella del PIL in termini reali. In media la crescita in termini reali dei prestiti alle famiglie ha superato quella del PIL di un fattore di 2,2 nei venti anni precedenti la crisi finanziaria. Attualmente, ciò comporterebbe un tasso di variazione sul periodo corrispondente del 4 per cento per i prestiti reali alle famiglie, il quale si colloca invece a circa l'1<sup>3</sup>/<sub>4</sub> per cento. Un semplice confronto intratemporale dei livelli di crescita non rende tuttavia conto delle differenze nell'evoluzione delle principali determinanti del credito, ossia i tassi di

Figura D prestiti delle IFM alle famiglie in termini reali e PIL in termini reali

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

- 2) La scomposizione si basa su un modello VAR con parametri variabili nel tempo e quattro variabili che consente la volatilità stocastica dei residui stimati mediante tecniche bayesiane. I disturbi strutturali sono individuati utilizzando restrizioni di segno economicamente significative. Il modello comprende il PIL in termini reali, il deflatore del PIL, un tasso di interesse del mercato monetario a breve termine e l'aggregato monetario ristretto M1 deflazionato in base al deflatore del PIL.
- 3) Per maggiori dettagli, cfr. il riquadro intitolato *I prestiti al settore privato non finanziario nell'arco del ciclo economico nell'area dell'euro*, Bollettino mensile, BCE, ottobre 2009.

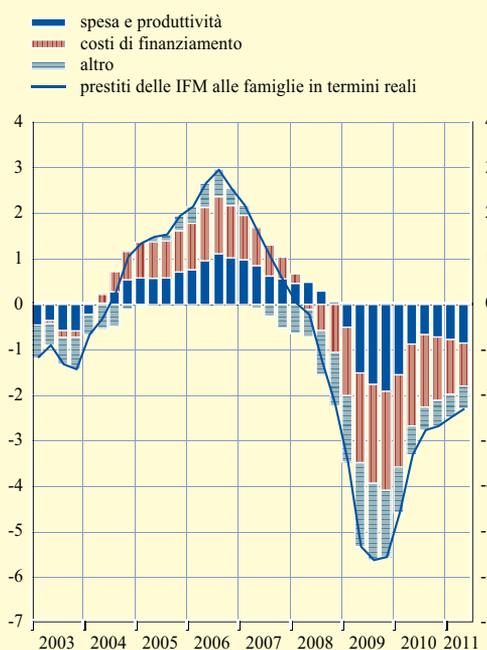
prestito bancari, i criteri di fido e il livello dell'indebitamento del settore famiglie. I tassi di prestito applicati dalle banche dell'area dell'euro alle famiglie sono aumentati negli ultimi trimestri, ma se confrontati a quelli pre-crisi per l'insieme dell'area dell'euro, essi sono rimasti relativamente favorevoli nel periodo fino a luglio. In base all'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro le banche hanno mantenuto un orientamento restrittivo dall'indomani della crisi finanziaria del 2008. Inoltre, sebbene negli ultimi trimestri il rapporto debito-reddito si sia in certa misura ridotto, l'indebitamento delle famiglie resta elevato in vari paesi dell'area dell'euro, e la sua riduzione inciderà probabilmente sulla crescita futura del credito. Allo stesso tempo, il tasso di espansione sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie è stato altresì sostenuto dai sussidi pubblici introdotti in alcuni paesi. In base alla scomposizione della crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie emerge che, attualmente, le preferenze di spesa, la produttività e le condizioni finanziarie stanno tutte attenuando gli andamenti dei prestiti (cfr. figura E)<sup>4)</sup>. Il contributo negativo derivante dai disturbi alle preferenze di spesa e alla produttività è di recente tornato ad aumentare, dopo essere rapidamente calato tra la fine del 2009 e quella del 2010, a indicare che i fattori che incidono sull'attività economica stanno nuovamente avendo un impatto negativo sui prestiti.

I dati per l'area dell'euro nel suo insieme potrebbero celare effetti risultanti dagli sviluppi eterogenei nei singoli paesi. Un importante contributo alla debolezza della crescita dei prestiti a livello di area deriva dal fatto che l'espansione dei prestiti a livello di singoli Stati membri si è maggiormente spostata verso i paesi che, storicamente, evidenziano una bassa elasticità dei prestiti alle variazioni del PIL. In aggiunta, è probabile che i maggiori costi di finanziamento, l'irrigidimento dei criteri di concessione del credito e la necessità di ridimensionare i livelli di indebitamento in paesi che, prima della crisi, avevano fornito un importante contributo alla crescita, indeboliscano la relazione fra le dinamiche del credito e quelle del PIL in questi paesi e, quindi, anche nell'area dell'euro. Inoltre, l'impatto della crisi del debito sovrano sulle condizioni di finanziamento delle banche esacerberà verosimilmente la disparità delle condizioni di indebitamento da un paese all'altro. Ciò rischia di frenare la futura espansione creditizia ed economica nell'area dell'euro.

4) La scomposizione si basa su un modello simile a quello impiegato nel caso di M1, ma che comprende il PIL in termini reali, il deflatore del PIL, un tasso di interesse del mercato monetario a breve termine e i prestiti alle famiglie deflazionati utilizzando il deflatore del PIL.

**Figura E Forze trainanti alla base degli andamenti dei prestiti delle IFM alle famiglie in termini reali**

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



Fonte: stime della BCE.

Nota: questa scomposizione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie in termini reali si basa su una crescita media del 4,4 per cento.

## Conclusioni

La crescita del credito alle famiglie risulta piuttosto debole rispetto a quella attuale del prodotto se considerata alla luce degli andamenti nei precedenti periodi di ripresa economica. In certa misura, ciò rispecchia la stabilizzazione osservata nei trimestri recenti per quanto riguarda il rapporto fra debito delle famiglie e PIL, che resta tuttavia elevato. Inoltre, sullo sfondo della crisi del debito sovrano, l'aumento dei costi di finanziamento e l'applicazione di criteri di affidamento stringenti accresceranno probabilmente l'onere debitorio e di conseguenza l'esigenza di ridurre l'indebitamento. Questi effetti freneranno l'espansione del credito soprattutto nei paesi che avevano precedentemente evidenziato alti livelli di indebitamento.

La lentezza della crescita dei prestiti delle IFM alle famiglie, e in particolare il fatto che il tasso di variazione sul periodo corrispondente dell'aggregato monetario ristretto M1 sia decisamente diminuito portandosi su livelli bassi, segnala una moderazione dell'espansione economica nell'area dell'euro nei prossimi trimestri. Tale prospettiva, basata su quantità monetarie aventi proprietà affidabili di indicatori anticipatori degli sviluppi economici, è in linea con quella ricavata in base agli indicatori congiunturali dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 7 intitolato "Il recente calo della crescita economica nell'area dell'euro").

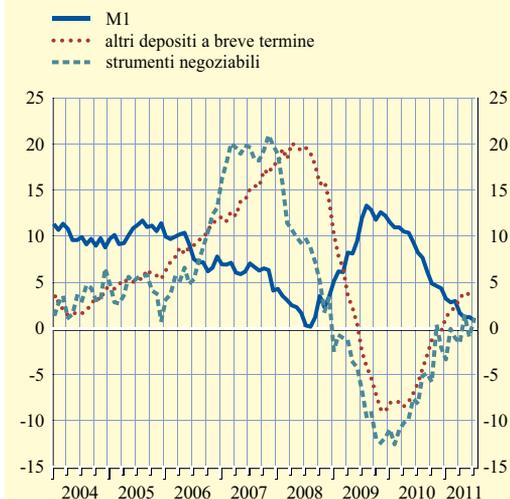
## PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'andamento generale dei tassi di crescita delle principali componenti di M3 che ha caratterizzato gli inizi del 2011 è stato osservato anche nel secondo trimestre e a luglio. Mentre la tendenza calante della crescita dell'aggregato ristretto M1 si è protratta, quella degli altri depositi a breve termine ha continuato a rafforzarsi, rappresentando ancora il principale contributo all'espansione di M3. Nel secondo trimestre il tasso di variazione degli strumenti negoziabili (cfr. figura 11) ha proseguito la sua ripresa, tornando su livelli positivi a luglio; l'incremento tuttavia è in gran parte ascrivibile alla sostenuta attività interbancaria condotta tramite controparti centrali, che sono incluse nel settore detentore di moneta, mentre nello stesso periodo le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato ulteriori deflussi. Gli andamenti recenti sono ampiamente in linea con il profilo prevalente nell'area dell'euro dei tassi di interesse relativi ai diversi strumenti compresi in M3.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di M1 è sceso all'1,6 per cento nel secondo trimestre, dal 3,2 del primo, per poi calare ulteriormente in luglio, allo 0,9 per cento (cfr. tavola 2). Il calo va ricondotto in particolare al minore tasso di espansione dei depositi *overnight*, che conferma così la tendenza osservata dalla fine del 2009 (per un approfondimento sulle determinanti degli andamenti dell'aggregato ristretto M1, cfr. il riquadro 1 *Determinanti principali delle recenti dinamiche della moneta e dei prestiti*).

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 <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 giu.	2011 lug.
<b>M1</b>	<b>48,7</b>	<b>7,9</b>	<b>4,9</b>	<b>3,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>
Banconote e monete in circolazione	8,4	6,5	5,6	4,9	4,2	4,1	4,3
Depositi <i>overnight</i>	40,3	8,1	4,8	2,9	1,1	0,6	0,2
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,2	-5,1	-1,1	1,3	3,4	3,7	3,7
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	19,1	-16,2	-8,7	-2,7	2,3	3,1	3,5
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,1	8,4	7,2	5,4	4,5	4,2	3,9
<b>M2</b>	<b>87,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,1	-6,5	-3,0	-1,7	-0,4	-0,9	0,9
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Credito a residenti nell'area dell'euro</b>		<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>
Credito alle amministrazioni pubbliche		7,8	11,8	11,0	6,5	4,7	4,9
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		6,5	15,5	17,8	10,7	6,8	8,4
Credito al settore privato		0,8	1,5	2,1	2,4	2,2	1,9
Prestiti al settore privato		1,0	1,7	2,4	2,6	2,5	2,4
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione <sup>2)</sup>		1,2	2,2	2,8	2,9	2,8	2,6
<b>Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)</b>		<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>

Fonte: BCE.

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

2) Corretti per la cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM in virtù della loro cessione o cartolarizzazione.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è salito al 3,7 per cento in luglio, contro il 3,4 e l'1,3 per cento rispettivamente del secondo e del primo trimestre. L'aumento ha nuovamente celato 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, mentre quello dei depositi a risparmio (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) ha seguito a diminuire, pur rimanendo decisamente positivo.

L'andamento divergente dei tassi di crescita di M1 e dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* riflette in ampia misura l'evoluzione dei tassi di interesse, in particolare l'ulteriore ampliamento del differenziale di remunerazione fra i depositi *overnight* e gli altri depositi a breve termine, che ha determinato un effetto di sostituzione all'interno di M3. 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, mentre il profilo generale della curva dei rendimenti ha favorito anche gli investimenti in attività finanziarie a più lungo termine non comprese in M3.

Nel secondo trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili (i.e. M3 meno M2) ha continuato a segnare una ripresa, salendo al -0,4 per cento dal -1,7 per cento del primo trimestre del 2011, e si è riportato su valori positivi a luglio, allo 0,9 per cento. Le singole componenti tuttavia hanno evidenziato andamenti divergenti. In particolare, il flusso annuale dei

titoli di debito a breve termine delle IFM è tornato positivo in giugno 2011 (e lievemente più basso in luglio) per la prima volta dal secondo trimestre of 2010. L'andamento può essere ricondotto al fatto che gli agenti economici hanno sostituito titoli di debito alle quote e partecipazioni detenute in fondi monetari comuni dato il basso rendimento di questi ultimi, oppure ha riflesso riallocazioni da quote e partecipazioni in fondi comuni monetari a quote e partecipazioni in fondi di investimento. Il tasso di incremento sul periodo corrispondente dei contratti pronti contro termine è ulteriormente diminuito, pur mantenendosi su valori a due cifre. Sull'andamento di quest'ultima componente hanno continuato a influire positivamente le transazioni interbancarie condotte tramite controparti centrali, restate consistenti.

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 2,8 per cento in luglio, con un lieve calo rispetto al secondo trimestre (cfr. figura 12). La leggera flessione degli ultimi mesi è imputabile principalmente agli intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF), mentre i depositi di M3 detenuti dalle famiglie e dalle società non finanziarie sono rimasti relativamente stabili.

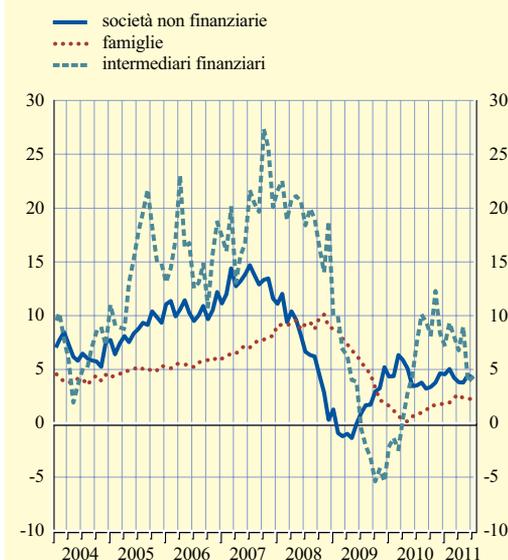
### PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

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 sceso al 3,1 per cento nel secondo trimestre, dal 3,7 per cento nel primo, per poi calare ulteriormente a luglio al 2,5 per cento (cfr. tavola 2). L'andamento cela dinamiche divergenti nelle componenti: il tasso di incremento del credito delle IFM al settore privato ha continuato a salire gradualmente (nonostante un calo a luglio), mentre il tasso di crescita del credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche ha seguito a ridursi. Quest'ultimo, nondimeno, è rimasto elevato, in parte a causa del perdurante impatto del finanziamento dei trasferimenti di attività alle *bad banks* alla fine del 2010.

Il tasso di espansione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato è ulteriormente aumentato nel secondo trimestre, al 2,4 per cento dal 2,1 del primo trimestre, per poi scendere all'1,9 per cento in luglio. Sull'andamento hanno influito principalmente i prestiti al settore privato, le azioni e altre partecipazioni detenute dalle IFM, il cui tasso di incremento ha segnato un marcato aumento dall'inizio dell'anno, collocandosi al 5,9 per cento in luglio. Si è però contro accentuato il tasso di contrazione dei titoli del settore privato detenuti dalle IFM (sceso al -3,4 per cento in luglio, dal -0,7 e -0,3 per cento rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre) di riflesso anche al fatto che l'attività di autocartolarizzazione è stata relativamente modesta negli ultimi mesi.

**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.

I prestiti al settore privato da parte delle IFM (ovvero corretti per cessioni e cartolarizzazioni), che rappresentano la principale componente del credito a questo settore, hanno continuato a evidenziare un moderato andamento al rialzo: il relativo tasso di crescita è salito al 2,9 per cento nel secondo trimestre dal 2,8 del primo, ma ha mostrato una lieve moderazione a luglio, al 2,6 per cento (cfr. tavola 2). L'attività di cartolarizzazione continua ad avere un impatto solo limitato sulla crescita dei prestiti delle IFM al settore privato (come si rileva dagli inizi del 2010): i dati corretti e quelli non corretti evidenziano peraltro un profilo analogo.

I fattori all'origine della dinamica di crescita dei prestiti al settore privato sono principalmente la stabilizzazione degli andamenti dei prestiti alle famiglie e l'accelerazione di quelli alle società non finanziarie. Più precisamente, sui prestiti alle famiglie ha continuato ad influire positivamente il trasferimento ai bilanci delle IFM dei prestiti precedentemente cartolarizzati; corretto per tale effetto, quindi, il tasso di incremento dei prestiti alle famiglie da parte delle IFM è rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre, al 3,0 per cento, ed è calato lievemente a luglio, al 2,8 per cento. Allo stesso tempo, il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie da parte delle IFM, pur restando su livelli modesti, ha continuato a registrare una ripresa, portandosi all'1,9 per cento nel secondo trimestre, dall'1,5 del primo, e collocandosi al 2,3 per cento in luglio. Per contro, il tasso di variazione dei prestiti delle IFM agli AIF è sceso al 6,0 per cento nel secondo trimestre, dal 7,0 del primo, e si è ulteriormente ridotto a luglio, al 3,5 per cento, riportandosi quindi su livelli osservati circa un anno fa.

Riguardo la scomposizione dei prestiti alle famiglie per finalità, l'andamento ha continuato a celare differenze nei tassi di espansione delle varie tipologie di prestiti. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni è aumentato al 4,4 per cento nel secondo trimestre, dal 4,0 del primo, ma è divenuto moderato a luglio, al 3,9 per cento. Per contro, il tasso di variazione del credito al consumo è rimasto negativo nel secondo trimestre, al -0,9 per cento, invariato rispetto al trimestre precedente; l'andamento del secondo trimestre ha tuttavia celato un graduale calo del tasso, che a luglio ha segnato un ulteriore calo, al -2,1 per cento (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.7).

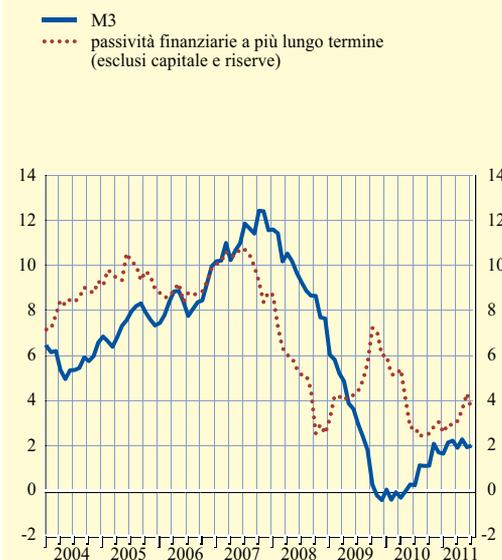
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie si è ulteriormente rafforzato, proseguendo la graduale ripresa iniziata nel secondo trimestre del 2010. Allo stesso tempo, la dinamica di crescita di questi prestiti è rimasta relativamente debole in termini storici. Sebbene l'indebitamento delle imprese si stia gradatamente riducendo dagli inizi del 2009, in termini storici esso si mantiene su livelli relativamente elevati. Ciò è in linea con l'ipotesi secondo cui è possibile che le imprese siano tuttora restie ad aumentare in maniera considerevole la domanda di prestiti, soprattutto considerati gli sforzi volti a controllare (e potenzialmente ridurre ulteriormente) i livelli di debito, facendo 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 al 3,6 per cento in luglio, contro il 3,4 e il 2,8 per cento rispettivamente nel secondo e nel primo trimestre (cfr. figura 13). Tra i principali strumenti, il tasso di incremento delle disponibilità in depositi a più lungo termine del settore detentore di moneta ha mostrato segni di stabilizzazione, forse per effetto di un miglioramento dell'appetibilità di questi strumenti rispetto ad altre forme di investimento finanziario. Analogamente, il tasso di espansione dei titoli di debito con scadenza superiore a due anni ha continuato ad aumentare.

È interessante rilevare che il tasso di espansione sul periodo corrispondente di capitale e riserve è salito al 7,5 per cento in luglio, dal 6,4 nel secondo trimestre e dal 6,6 nel primo. In luglio questo

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

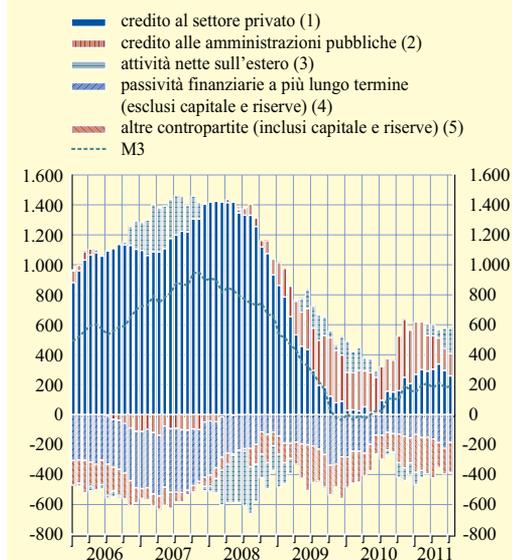
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

**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 il segno invertito in quanto costituiscono passività del settore delle IFM.

andamento è stato alimentato, in parte, dai capitali pubblici immessi nelle istituzioni finanziarie in alcuni paesi e, in parte, dall'ulteriore ricapitalizzazione delle banche tramite l'emissione di azioni.

Infine, un afflusso annuo di 166 miliardi di euro è stato registrato a luglio nella posizione netta sull'estero delle IFM. L'andamento indica che la tendenza crescente riscontrata sin dall'inizio dell'anno è proseguita (cfr. figura 14), contribuendo quindi in modo positivo alla dinamica di M3. Il miglioramento della posizione netta sull'estero nel 2011 continua ad essere riconducibile 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 (per un'analisi più approfondita, cfr. il riquadro 2 *Andamenti recenti del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro*).

**Riquadro 2**

**ANDAMENTI RECENTI DEL CONTO FINANZIARIO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO**

Questo riquadro analizza l'evoluzione recente del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro, concentrandosi soprattutto sul secondo trimestre del 2011. In tale periodo gli afflussi netti nell'area dell'euro hanno registrato un'ulteriore crescita, sorretta in larga parte dai consistenti investimenti in titoli dell'area. La composizione per strumenti dei flussi di portafoglio verso i settori dell'area diversi dalle istituzioni finanziarie monetarie (IFM) è variata notevolmente nel secondo trimestre, durante il quale l'espansione degli afflussi netti per titoli di debito ha

più che compensato i disinvestimenti da azioni dell'area da parte degli investitori esteri. Inoltre, l'aumento dei flussi netti in entrata risultanti da operazioni con il settore detentore di moneta, a partire dagli inizi dell'anno, è all'origine della crescita delle attività nette sull'estero delle IFM.

L'ulteriore espansione degli afflussi netti nell'area dell'euro osservata nel secondo trimestre è riconducibile soprattutto ai maggiori flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, che sono stati solo in parte compensati dai più elevati flussi netti in uscita per investimenti diretti esteri e altri investimenti (cfr. la tavola riportata di seguito).

Nel conto degli investimenti di portafoglio, la crescita degli afflussi netti cela cambiamenti significativi nei profili di investimento fra il primo e il secondo trimestre del 2011. Tale conto ha di fatto evidenziato andamenti relativamente volatili, in presenza di notevoli variazioni del clima di mercato. Gli strumenti di debito hanno registrato afflussi netti significativamente maggiori, mentre i titoli azionari sono passati da afflussi a deflussi netti.

I suddetti andamenti si sono concentrati nel settore delle imprese diverse dalle IFM e dovrebbero essere esaminati alla luce del contesto di aumento delle tensioni e della volatilità nei mercati finanziari. Le preoccupazioni circa il vigore della ripresa mondiale e il riacutizzarsi della crisi del debito sovrano hanno accentuato l'incertezza e determinato una rinnovata crescita dell'avversione al rischio tra gli investitori. Ciò ha, a sua volta, dato origine a due andamenti opposti nel comparto degli investimenti esteri in titoli emessi da imprese dell'area diverse dalle IFM. Da un lato è stata registrata una significativa espansione degli acquisti di obbligazioni e *note*, probabilmente collegata a flussi di investimenti "rifugio" rivolti verso gli strumenti emessi dai paesi centrali dell'area dell'euro. Dall'altro sono state effettuate dismissioni di titoli azionari da parte di investitori non residenti nell'area, che hanno posto bruscamente fine allo slancio favorevole osservato nel primo trimestre del 2011. Gli investitori esteri hanno ristrutturato i portafogli riducendo l'esposizione verso i titoli

### Conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	2011 mag.	2011 giu.	dati cumulati sui tre mesi			dati cumulati sui 12 mesi		
			2010 set.	2010 dic.	2011 mar.	2011 giu.	2010 giu.	2011 giu.
<b>Conto finanziario<sup>1)</sup></b>	18,6	10,3	3,9	1,3	12,8	31,0	9,0	48,9
Investimenti diretti e di portafoglio netti	51,9	93,9	-47,8	92,8	121,8	165,8	107,1	332,6
Investimenti diretti netti	-3,8	5,6	-30,8	59,2	-11,5	-26,0	-105,3	-9,0
Investimenti di portafoglio netti	55,8	88,3	-17,1	33,6	133,3	191,8	212,4	341,6
Azioni	-21,7	13,1	29,1	15,4	93,9	-50,4	45,4	88,0
Strumenti di debito	77,4	75,2	-46,1	18,2	39,3	242,2	167,0	253,6
Obbligazioni e <i>note</i>	40,1	63,9	-97,1	43,0	11,6	181,7	51,4	139,4
Strumenti del mercato monetario	37,4	11,3	50,9	-24,8	27,7	60,5	115,6	114,2
Altri investimenti netti	-31,8	-87,9	54,3	-91,7	-93,9	-144,4	-102,5	-275,7
<i>di cui: settore detentore di moneta<sup>2)</sup></i>								
Investimenti diretti netti	-2,8	3,6	-32,0	62,9	-6,8	-20,8	-101,4	3,3
Investimenti di portafoglio netti	8,3	50,7	-72,2	-88,7	61,3	51,4	57,2	-48,2
Azioni	-20,8	15,8	15,1	25,5	86,7	-46,7	64,5	80,6
Strumenti di debito	29,0	34,9	-87,3	-114,3	-25,4	98,2	-7,3	-128,8
Altri investimenti netti	-8,4	-9,8	40,7	-31,8	34,0	-46,1	-26,8	-3,2

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.

2) Amministrazioni pubbliche e altri settori della bilancia dei pagamenti.

azionari e investendo in strumenti di debito, un comportamento che è parso improntato alla ricerca di sicurezza (*flight to safety*).

I maggiori afflussi per investimenti di portafoglio risultanti da transazioni dei settori privati diversi dalle IFM nei primi due trimestri dell'anno sono altresì connessi allo stock disponibile di liquidità monetaria nell'area dell'euro. Come si rileva dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, essi costituiscono l'immagine speculare del graduale aumento delle attività nette sull'estero delle IFM nel 2011<sup>1)</sup>. Questi flussi hanno fornito un contributo positivo alla liquidità disponibile nell'area e trovano un parziale riflesso negli andamenti dell'aggregato monetario ampio M3.

Per quanto concerne in particolare le IFM, gli afflussi per investimenti in titoli di debito emessi da tali istituzioni sono cresciuti ulteriormente nel secondo trimestre. Gli investitori esteri hanno intensificato gli acquisti di obbligazioni e *note* emesse dagli enti creditizi dell'area dell'euro, un andamento che è in linea con la maggiore attività di emissione delle banche e che sembra segnalare l'allentarsi delle condizioni generali di finanziamento. Un ulteriore contributo all'espansione dei flussi in entrata è stato fornito dal protrarsi delle vendite di strumenti di debito esteri da parte delle banche dell'area, probabilmente connesso agli sforzi di ristrutturazione dei propri bilanci. Gli afflussi per investimenti in titoli del mercato monetario emessi dalle IFM sono nel contempo rimasti sostanzialmente invariati rispetto al primo trimestre, a indicare la perdurante disponibilità di finanziamenti a breve termine da fonti esterne all'area per il settore delle IFM dell'area dell'euro nel suo complesso.

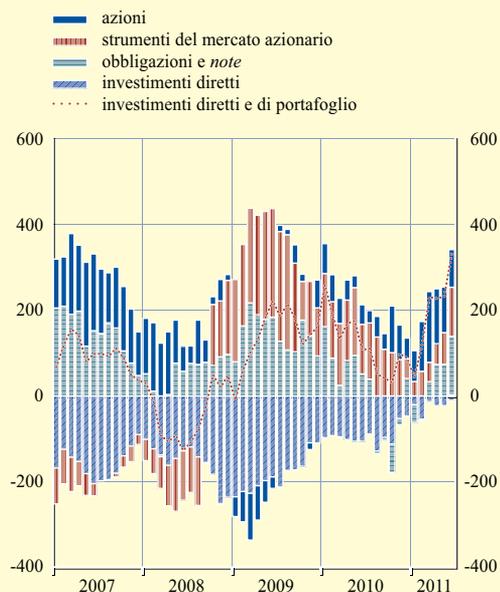
Il conto degli investimenti diretti esteri ha registrato maggiori deflussi netti nel secondo trimestre del 2011. Tale risultato è ascrivibile al fatto che gli investimenti dei non residenti nell'area sono calati più di quelli dei residenti, soprattutto per quanto concerne la componente relativa al capitale azionario e agli utili reinvestiti. La perdita di slancio degli investimenti diretti esteri rispetto al primo trimestre potrebbe riflettere un aumento dell'incertezza riguardo alle prospettive per l'economia mondiale.

In termini di dinamiche di più lungo periodo, nei dodici mesi fino a giugno 2011 gli afflussi per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio sono cresciuti notevolmente (a 332,6 miliardi

1) Nella misura in cui sono regolate attraverso banche residenti, le transazioni eseguite dal settore detentore di moneta influiscono sulle attività e le passività verso l'estero del settore bancario, che è una delle controparti di M3. Il settore detentore di moneta comprende le famiglie, le società non finanziarie, gli intermediari finanziari non monetari e le Amministrazioni pubbliche diverse dalle Amministrazioni centrali. Per maggiori informazioni sulla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, cfr. Duc, L.B., F. Mayerlen e P. Sola, *The monetary presentation of the euro area balance of payments*, Occasional Paper della BCE, n. 96, 2008. Cfr. anche l'articolo *La dimensione esterna dell'analisi monetaria* nel numero di agosto 2008 di questo Bollettino.

## Principali componenti del conto finanziario

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



Fonte: BCE.

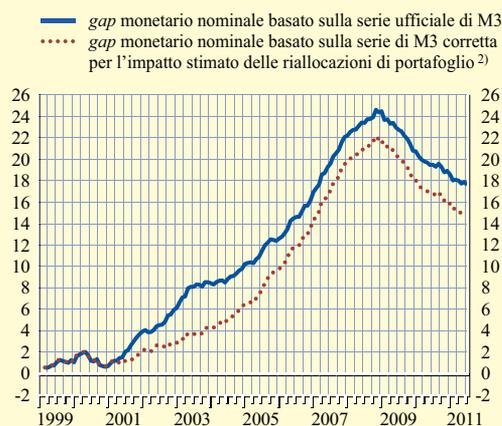
di euro, dai 107,1 miliardi di un anno prima, cfr. la tavola e il grafico). Ciò ha rispecchiato l'effetto combinato dell'espansione dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio e della consistente riduzione dei flussi netti in uscita per investimenti diretti esteri. Gli afflussi netti per titoli azionari e strumenti di debito sono entrambi aumentati, anche se i secondi in misura maggiore dei primi. La crescita negli strumenti di debito è dovuta in larga misura ai maggiori investimenti dei non residenti in emissioni dell'area dell'euro, mentre nei titoli azionari ha riflesso la moderazione degli acquisti di azioni estere da parte di residenti dell'area. Negli "altri investimenti", che comprendono soprattutto depositi e prestiti, i deflussi netti hanno registrato una notevole espansione nei dodici mesi fino a giugno. Un esame più approfondito rivela che tale risultato è ascrivibile all'effetto congiunto dell'aumento di attività estere da parte dei residenti dell'area e dei disinvestimenti da attività verso l'area di investitori esteri (che sono state tuttavia inferiori rispetto al passato).

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

Gli andamenti dei gap monetari nominale e reale indicano che nel secondo trimestre e in luglio è proseguita la correzione al ribasso dell'ammontare della liquidità monetaria nell'area dell'euro, confermando la tendenza osservata dagli inizi del 2009 (cfr. figure 15 e 16). Queste 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. Nondimeno, queste misure indicano che la crescita contenuta di M3 in atto dalla fine del 2008 non pare aver completamente riassorbito l'eccesso di liquidità accumulato prima dell'inizio della crisi finanziaria.

**Figura 15 Stime del gap monetario nominale <sup>1)</sup>**

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

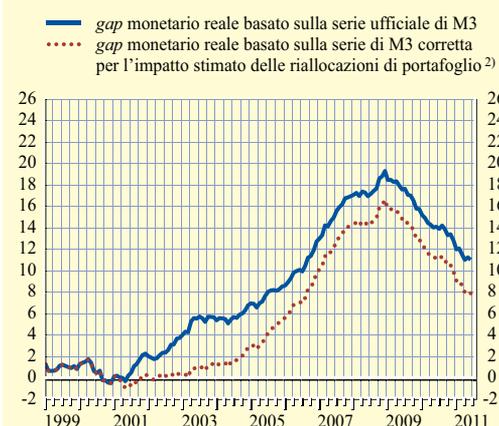


Fonte: BCE.

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 reale <sup>1)</sup>**

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



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.

Nel complesso, i dati di luglio e del secondo trimestre confermano che il ritmo di espansione di fondo della moneta e del credito resta moderato. Allo stesso tempo, nonostante le consistenti correzioni al ribasso negli ultimi trimestri, la liquidità monetaria accumulata prima del periodo di tensione nei mercati finanziari rimane abbondante. Un ordinato aggiustamento della liquidità monetaria tramite il rimborso dei finanziamenti e il protrarsi di una crescita monetaria debole, potrebbe pertanto risultare ancora necessaria, mentre un aggiustamento non ordinato e unito a ulteriori brusche variazioni dei prezzi delle attività potrebbe avere effetti avversi sulla stabilità dei prezzi nel medio termine.

## 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 sceso al 3,3 per cento nel primo trimestre del 2011; il calo è imputabile alla minore crescita degli investimenti finanziari sia delle famiglie, sia delle società non finanziarie. L'afflusso annuale di quote e partecipazioni in fondi di investimento si è accresciuto nel secondo trimestre del 2011, dopo essere diminuito nei precedenti quattro trimestri. Nel primo trimestre del 2011, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione è calato per il quarto trimestre consecutivo.*

### SETTORI NON FINANZIARI

Nel primo trimestre del 2011 (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 sceso al 3,3 per cento, dal 3,5 del trimestre precedente (cfr. tavola 3). Il calo è imputabile soprattutto al minore contributo fornito dalle azioni quotate, che non è stato interamente compensato dall'ulteriore aumento del contributo dei titoli di debito. Quest'ultimo risulta peraltro relativa-

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale <sup>1)</sup>	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2008	2009	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2010	2011
		4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
<b>Investimenti finanziari</b>	<b>100</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>
Circolante e depositi	23	7,0	7,5	7,0	6,0	3,4	2,0	1,7	2,3	3,1	3,6
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	6	6,1	3,8	1,5	0,4	-2,3	-2,5	-2,0	-2,1	6,6	9,4
di cui: a breve termine	0	10,7	-11,6	-22,3	-32,4	-36,8	-28,7	-23,7	-8,6	-6,0	5,2
a lungo termine	5	5,5	6,1	5,1	5,5	3,0	0,9	0,5	-1,5	7,6	9,7
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	30	3,9	4,4	4,6	4,7	3,2	3,1	2,2	1,9	2,4	1,8
di cui: azioni quotate	7	3,6	4,5	4,4	5,7	6,7	8,2	4,0	1,6	3,0	0,7
azioni non quotate e altri titoli di capitale	23	4,0	4,4	4,7	4,4	2,4	2,1	1,7	2,0	2,3	2,2
Quote di fondi comuni	5	-6,1	-4,3	-3,0	-1,0	1,8	0,3	-1,3	-1,3	-1,1	-2,2
Riserve tecniche di assicurazione	15	2,6	2,7	3,0	3,5	4,4	4,9	4,7	4,5	4,1	3,6
Altre attività finanziarie <sup>2)</sup>	21	5,5	1,8	1,9	1,1	0,9	2,9	4,7	5,5	5,5	4,7
<b>M3 <sup>3)</sup></b>		<b>7,6</b>	<b>5,2</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>

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.

mente elevato ed è riconducibile al consistente incremento delle attività (prevalentemente titoli di debito a lungo termine) trasferite il trimestre precedente dalle IFM ad una *bad bank* classificata all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche. Quanto agli altri strumenti, il contributo di banconote, monete e depositi ha evidenziato un ulteriore moderato aumento, mentre quelli di azioni non quotate, quote di fondi comuni di investimento e riserve tecniche di assicurazione sono lievemente diminuiti.

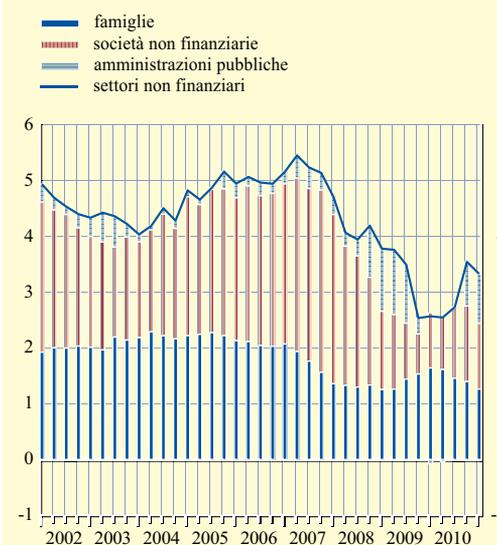
La scomposizione per settore non finanziario indica che il lieve rallentamento del tasso di crescita degli investimenti finanziari complessivi nel primo trimestre è imputabile alla minore crescita degli investimenti finanziari delle famiglie e delle società non finanziarie, mentre sono ulteriormente aumentati gli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche (cfr. figura 17). Il tasso annuo di crescita degli investimenti finanziari del settore delle famiglie ha continuato ad evidenziare una tendenza calante; questa è riscontrabile dalla prima metà del 2010 e va principalmente ricondotta al progressivo calo dei contributi forniti dagli investimenti in azioni e in riserve tecniche di assicurazione. Per contro, il rallentamento degli investimenti finanziari delle società non finanziarie osservato nel primo trimestre del 2011 fa seguito a una graduale ripresa nei quattro trimestri precedenti, alla quale avevano contribuito dapprima la crescita degli investimenti in altre attività (compresi prestiti, altri conti attivi e prodotti finanziari derivati) e successivamente quella delle azioni non quotate e di altre partecipazioni. La decelerazione del primo tipo di investimenti da parte delle società non finanziarie è stato il fattore principale dell'indebolimento della dinamica degli investimenti finanziari complessivi nel primo trimestre. Infine, la decisa accelerazione degli investimenti finanziari delle amministrazioni pubbliche registrata nel quarto trimestre del 2010 e nel primo trimestre del 2011 va ampiamente attribuita alla forte espansione dei titoli di debito a lungo termine (da mettere in parte in relazione, come detto sopra, ai trasferimenti delle attività dal settore delle IFM agli schemi di *bad bank*), ma anche alla robusta crescita di banconote e monete, depositi e altre attività. Per informazioni più dettagliate sull'andamento degli investimenti finanziari, cfr. le sezioni 2.6 e 2.7.

### INVESTITORI ISTITUZIONALI

L'afflusso annuo verso quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) è aumentato nel secondo trimestre a 281 miliardi di euro (264 miliardi nel primo trimestre), dopo essersi ridotto nei quattro trimestri precedenti. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente pertanto è aumentato lievemente, al 5,1 per cento dal 4,9 del primo trimestre. La scomposizione per strategia di investimento mostra che il maggiore afflusso annuo è ascrivibile principalmente al notevole incremento dei flussi a favore dei fondi azionari e, in misura minore, all'aumento dei flussi verso gli altri fondi, mentre i flussi verso i fondi obbligazionari e quelli misti sono diminuiti (cfr. figura 18). Ciò suggerisce che le accresciute tensioni in alcuni mercati del debito sovrano hanno continuato a frenare i flussi annui a favore dei fondi di investimento, anche se nel secondo trimestre la ripresa segnata dai fondi azionari ha più che compensato questo effetto. I fondi comuni monetari

Figura 17 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

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



Fonte: BCE.

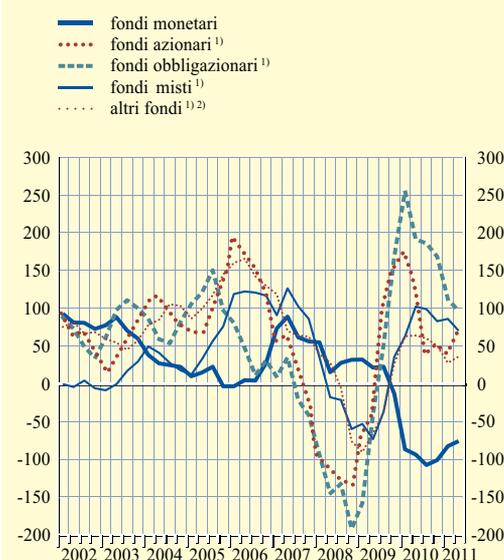
hanno nuovamente registrato deflussi annui nel secondo trimestre, anche se di entità leggermente minore che nel trimestre precedente. L'andamento va nuovamente ascritto al costo opportunità di detenere questi strumenti, dato il basso livello dei tassi di interesse a breve termine utilizzati come tassi di riferimento per questi fondi.

Per quanto riguarda gli andamenti di breve periodo, l'afflusso trimestrale a favore di quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) è ammontato a 60 miliardi di euro nel secondo trimestre (sulla base di dati non stagionalizzati). L'entità del flusso è stata solo lievemente superiore al trimestre precedente, mentre si è modificata la sua composizione (ossia la tipologia dei fondi di investimento interessati). Nel secondo trimestre è stato registrato un calo dei flussi verso i fondi obbligazionari, connesso con le rinnovate tensioni nei mercati del debito sovrano, e verso quelli misti, mentre sono aumentati i flussi a favore di altri fondi, in particolare quelli azionari.

Nel primo trimestre, il tasso di crescita degli investimenti finanziari complessivi da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione è diminuito per il quarto trimestre consecutivo, al 3,0 per cento dal 3,7 del periodo precedente (cfr. figura 19). Quest'ultimo calo va ricondotto principalmente alla riduzione dei contributi forniti dai titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) e, in misura minore, dalle quote di fondi comuni di investimento. I contributi di tutti gli altri strumenti sono rimasti sostanzialmente invariati. Il rallentamento degli investimenti finanziari complessivi delle società di assicurazione e dei fondi pensione ha rispecchiato la moderazione, riscontrabile dal lato del passivo del bilancio di questi intermediari finanziari, degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione da parte del settore detentore di moneta. A riguardo, rileva notare che il flusso tri-

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

(in miliardi di euro)



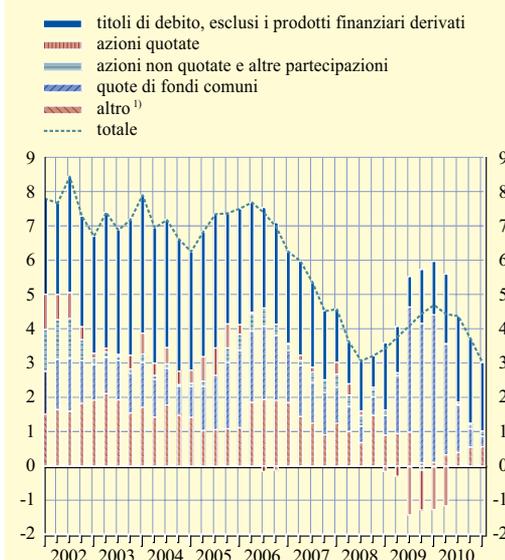
Fonti: BCE ed EFAMA.

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.

mestrale registrato nel secondo trimestre dalle riserve tecniche di assicurazione è aumentato, dopo essersi ridotto nei tre trimestri precedenti.

### 2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

*I tassi di interesse del mercato monetario sono diminuiti nella maggior parte dei segmenti tra il 9 giugno e il 7 settembre; il calo è imputabile alla revisione delle aspettative sui tassi di interesse nel breve periodo a seguito delle rinnovate tensioni emerse nei mercati finanziari. In precedenza, il 7 luglio, il Consiglio direttivo aveva deciso di innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, con effetto dall'operazione di rifinanziamento principale regolata il 13 luglio. Al contempo è aumentata la volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario.*

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono aumentati solo lievemente sulle scadenze più brevi nel periodo in esame, evidenziando quindi una sostanziale stabilizzazione dopo l'andamento crescente registrato dall'inizio di quest'anno. Il 7 settembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente a 1,34, 1,53, 1,73 e 2,07 per cento, ossia 8 e 7 punti base al di sopra e 1 e 9 punti base al di sotto dei livelli osservati il 9 giugno. Il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, ha registrato un sostanziale calo durante il periodo, per collocarsi a 73 punti base il 7 settembre (cfr. figura 20).

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con garanzia sono scesi nel complesso durante il periodo considerato, invertendo quindi in parte la generale tendenza al rialzo osservata da gennaio (cfr. figura 21). Il 7 settembre il tasso *swap* a tre mesi sull'indice *overnight* si

**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 Thomson Reuters.

è collocato allo 0,76 per cento, circa 51 punti base al di sotto di quello del 9 giugno. Il corrispondente tasso Euribor sui depositi privi di garanzia ha segnato un lieve aumento, così che il differenziale fra questi due tassi è salito da 20 punti base il 9 giugno a 77 punti base il 7 settembre. Questi andamenti sono da ascrivere alle rinnovate tensioni in taluni mercati finanziari dell'area dell'euro.

Il 7 settembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti future sull'Euribor a tre mesi con scadenza a settembre e dicembre 2011 e a marzo 2012 si collocavano rispettivamente all'1,47, 1,22 e 1,10 per cento, evidenziando cali di 24, 65 e 87 punti base rispetto ai livelli osservati il 9 giugno, in parte di riflesso a un ridimensionamento delle aspettative sui tassi di politica monetaria (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 aumentate, in particolare per le scadenze più brevi (cfr. figura 23).

Per quanto riguarda la scadenza *overnight*, l'Eonia è rimasto piuttosto volatile fino a metà luglio, superando in diverse occasioni il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali. Successivamente, la volatilità dell'Eonia si è ridotta significativamente quale conseguenza dell'accresciuto ricorso all'Eurosistema da parte delle banche a fronte di rinnovate tensioni nei mercati finanziari. Di conseguenza, l'ammontare della liquidità in eccesso nel sistema si è accresciuta, mantenendo pertanto l'Eonia su livelli più bassi. Il tasso è sceso da metà luglio, collocandosi su

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

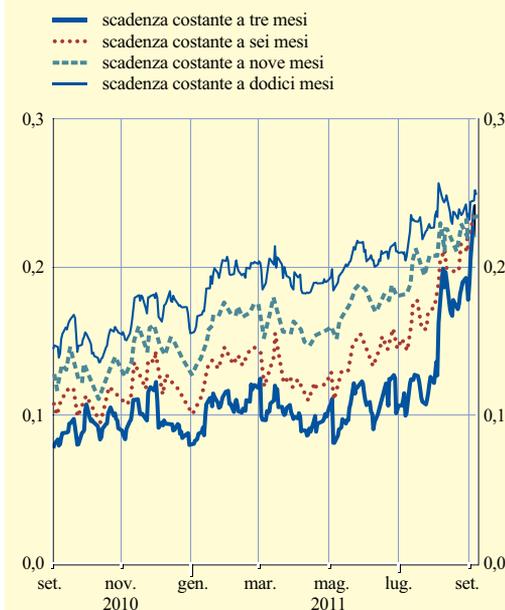
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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.

livelli superiori di 10 a 20 punti base rispetto al tasso sui depositi presso la banca centrale. Il 7 settembre l'Eonia si situava allo 0,87 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. Alla luce delle rinnovate tensioni in taluni mercati finanziari dell'area dell'euro, la BCE ha deciso di immettere liquidità tramite un'operazione di rifinanziamento a più lungo termine aggiuntiva con una scadenza di circa sei mesi, di attuare fattivamente il Programma relativo ai mercati dei titoli (Securities Markets Programme) e di estendere il periodo di offerta di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Scopo di queste misure è contribuire a ripristinare una migliore trasmissione delle decisioni di politica monetaria e assicurare così la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro.

Nel periodo considerato 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'1,25 per cento nel sesto e settimo periodo di mantenimento e all'1,50 per cento nell'ottavo. 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, che ammontava a 128,9 miliardi il 2 settembre. Il riquadro 3 fornisce informazioni più dettagliate sulle condizioni di liquidità e sulle operazioni di politica monetaria, mentre il riquadro 4 presenta un'analisi del bilancio dell'Eurosistema in presenza di tensione sui mercati finanziari.

**Riquadro 3**

**CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DALL'11 MAGGIO AL 9 AGOSTO 2011**

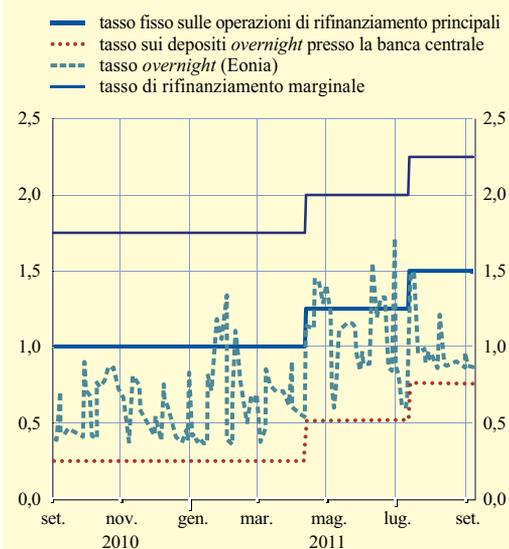
Il presente riquadro esamina la gestione della liquidità da parte della BCE durante i periodi di mantenimento delle riserve terminati il 14 giugno, il 12 luglio e il 9 agosto 2011. In questo periodo tutte le operazioni di rifinanziamento in euro hanno continuato a essere condotte con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi.

Il 7 luglio la BCE ha deciso di innalzare i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 luglio 2011.

Il 4 agosto il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di seguire a condurre mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti sia le operazioni di rifinanziamento principali

**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.

sia le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento, finché ciò sarà necessario e in ogni caso almeno fino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento del 2011 il 17 gennaio 2012. Il Consiglio direttivo ha altresì deciso di effettuare tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi tre operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a tre mesi e aggiudicazione il 26 ottobre, il 30 novembre e il 21 dicembre 2011.

Inoltre, a fronte delle rinnovate tensioni in alcuni mercati finanziari dell'area dell'euro, la BCE ha eseguito un'operazione supplementare di rifinanziamento, che non ha avuto alcun impatto sulle condizioni di liquidità nel periodo in esame. Il Consiglio direttivo ha deciso di condurre il 10 agosto un'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine a sei mesi finalizzata all'immissione di liquidità mediante asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

In aggiunta, il 7 agosto la BCE ha cominciato ad attuare di nuovo in maniera attiva il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme, SMP*), annunciato inizialmente il 10 maggio 2010, unitamente alle operazioni settimanali di assorbimento della liquidità con scadenza a una settimana finalizzate a sterilizzare l'offerta aggiuntiva di liquidità immessa tramite tale 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 482,4 miliardi di euro, un livello superiore di 5,4 miliardi rispetto alla media giornaliera dei tre periodi precedenti (compresi fra il 9 febbraio e il 10 maggio 2011).

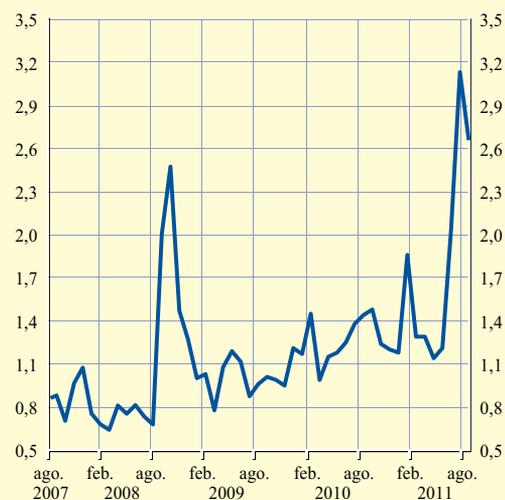
Tale andamento va principalmente ricondotto a un ulteriore aumento del valore medio dei fattori autonomi, salito di 7,4 miliardi di euro a 272,4 miliardi. Il livello medio della riserva obbligatoria è stato di 207,5 miliardi di euro, in diminuzione di 1,9 miliardi di euro. L'eccedenza giornaliera media delle riserve<sup>1)</sup> è ammontata a 2,5 miliardi di euro, in rialzo rispetto al livello di 1,2 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 516,2 miliardi di euro, pari a un aumento di 18,9 miliardi rispetto ai tre

**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.

1) Per informazioni sui fattori che influenzano le riserve in eccesso, cfr. il riquadro *Le riserve in eccesso e l'attuazione della politica monetaria della BCE* nel numero di ottobre 2005 di questo Bollettino.

periodi di mantenimento precedenti, con le operazioni d'asta<sup>2)</sup> che hanno fornito in media 381,5 miliardi di euro.

Rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, la liquidità media fornita dalle operazioni di rifinanziamento principali a una settimana è salita di 29,5 miliardi di euro a 141,8 miliardi, mentre la liquidità media offerta tramite operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento è diminuita di 3,8 miliardi di euro a 72,5 miliardi. Parallelamente, la liquidità media fornita dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi è calata di 5,5 miliardi di euro a 244,5 miliardi. La liquidità fornita con le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è stata in media pari a 317,0 miliardi di euro, a fronte di 326,4 miliardi dei tre periodi di mantenimento precedenti.

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 134,6 miliardi di euro di liquidità. Il CBPP, per il quale gli acquisti sono terminati il 30 giugno 2010, ha fornito 60,1 miliardi di euro, segnando una diminuzione marginale dai 60,6 miliardi di euro dei tre periodi di mantenimento precedenti. Il 5 agosto il valore netto degli acquisti regolati nell'ambito dell'SMP era pari a 74,0 miliardi di euro, in calo rispetto ai 76,1 miliardi del 6 maggio a causa degli importi in scadenza.

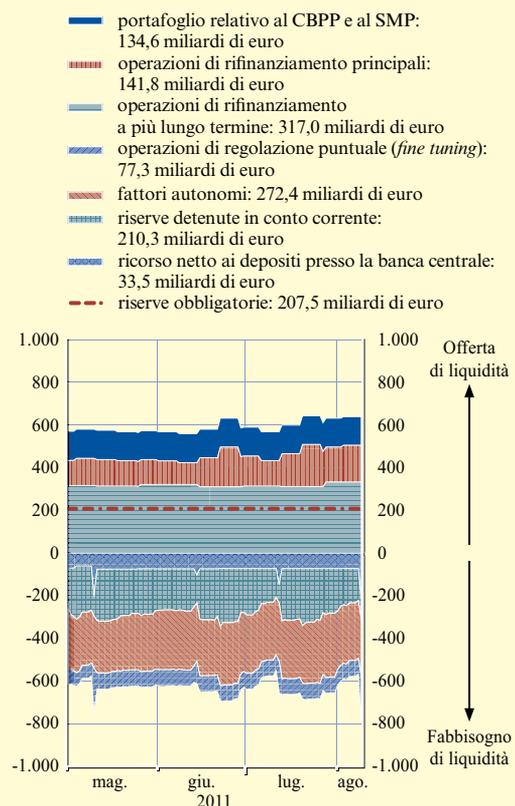
Nel contempo, le operazioni settimanali hanno neutralizzato tutta la liquidità fornita mediante l'SMP, ritirando in media dalla circolazione 74,6 miliardi di euro nel periodo in esame. La liquidità assorbita mediante operazioni di regolazione puntuale con scadenza *overnight* condotte l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento è stata pari in media a 77,3 miliardi di euro (cfr. figura B).

### Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Nel complesso, l'aumento dell'offerta di liquidità ha implicato un incremento dell'eccesso di liquidità medio a 36,0 miliardi di euro nel periodo in esame (contro 22,5 miliardi nei tre periodi di

**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)



Fonte: BCE.

2) 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 o di assorbimento di liquidità.

mantenimento precedenti). Ciò ha comportato un maggiore ricorso netto ai depositi presso la banca centrale <sup>3)</sup> ammontato in media a 33,5 miliardi di euro.

### Tassi di interesse

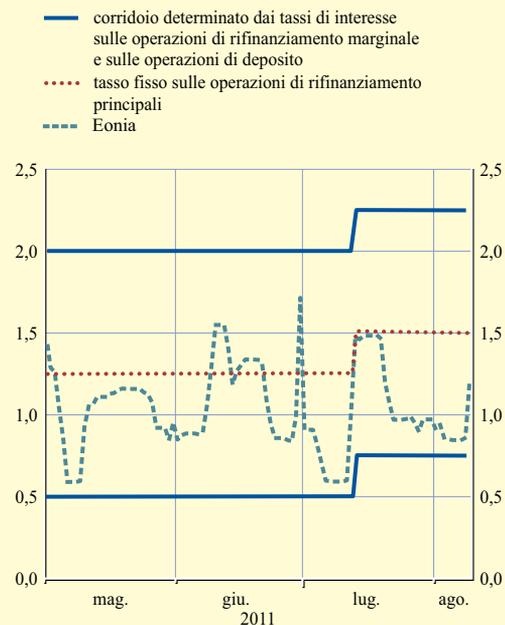
La BCE ha innalzato i tassi di interesse di riferimento di 25 punti base a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 luglio 2011. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono aumentati rispettivamente all'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

A fronte dell'abbondante liquidità nel periodo in esame, l'Eonia è in generale rimasto al di sotto del tasso di rifinanziamento principale, andando a ridursi come di consueto verso la fine del periodo di mantenimento quando l'adempimento dell'obbligo di riserva era prossimo a essere soddisfatto (cfr. figura C). 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 lo 0,59 e l'1,71 per cento (pari rispettivamente a 65 punti base al di sotto e 46 punti base al di sopra del tasso di rifinanziamento principale). Il massimo dell'1,71 per cento è stata toccata il 30 giugno, l'ultimo giorno di negoziazione della prima metà dell'anno.

3) 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 C L'Eonia e i tassi di interesse della BCE**

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

### Riquadro 4

#### IL BILANCIO DELL'EUROSISTEMA IN TEMPI DI TENSIONE DEI MERCATI FINANZIARI

In risposta alla crisi finanziaria la BCE ha introdotto un'ampia gamma di misure non convenzionali di politica monetaria. Esse hanno tutte come obiettivo quello di sostenere l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro, favorire il flusso di credito verso le famiglie e le imprese nell'area e facilitare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Tale obiettivo è stato in particolare perseguito mediante l'allentamento delle condizioni di provvista delle banche, al fine di favorire l'offerta di credito al settore privato, e il sostegno al funzionamento di particolari segmenti del mercato finanziario. Il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Market Programme, SMP*) e l'offerta di liquidità illimitata a varie scadenze e a tasso fisso in cambio di attività idonee sono i principali esempi di misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE in questo difficile frangente.

## Evoluzione del bilancio semplificato dell'Eurosistema

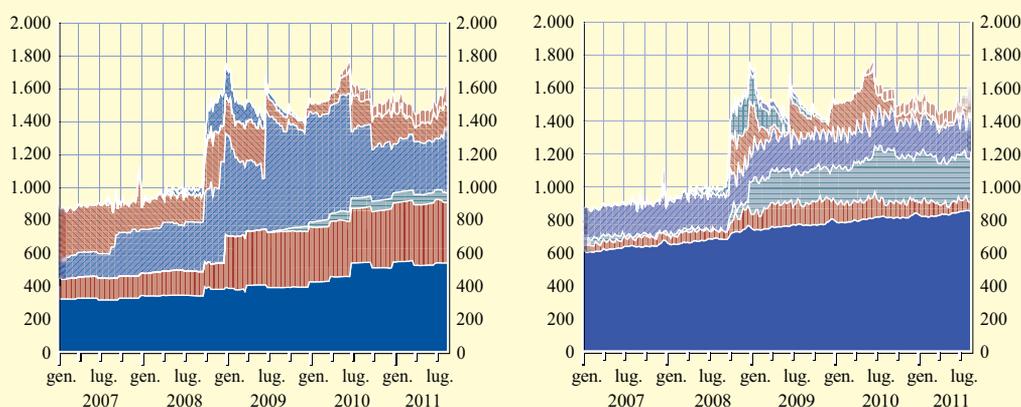
(milioni di euro)

### Attività

- attività nette sull'estero
- attività interne
- Programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP)
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine
- operazioni di rifinanziamento principali
- operazioni di rifinanziamento marginale + operazioni di regolazione puntuale
- operazioni pronti contro termine e *swap* in dollari USA
- Programma per il mercato dei titoli finanziari (SMP)

### Passività

- banconote
- depositi delle amministrazioni pubbliche
- altri fattori autonomi
- conti correnti
- operazioni di deposito presso la banca centrale
- crediti della Federal Reserve
- crediti della Banca Nazionale Svizzera
- operazioni di regolazione puntuale di assorbimento di liquidità



Fonte: BCE

te<sup>1)</sup>. Sostanzialmente, tutte queste misure sono state concepite come aventi natura temporanea e unicamente per servire il mandato della BCE di mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo nell'area dell'euro nel suo complesso.

Per effetto delle misure non convenzionali adottate in risposta alle gravi tensioni nei mercati finanziari, la composizione del bilancio dell'Eurosistema è cambiata e le sue dimensioni sono aumentate considerevolmente. Considerando una versione semplificata del bilancio, la sua dimensione è cresciuta da 913 miliardi di euro prima della crisi (il 29 giugno 2007) a 1.763 miliardi di euro nel momento del suo apice (il 25 giugno 2010), per poi calare nuovamente e collocarsi a 1.609 miliardi di euro il 26 agosto 2011 (cfr. figura)<sup>2)</sup>. Va sottolineato che il bilancio cui si fa qui riferimento è quello dell'intero Eurosistema e non della sola BCE. La struttura decentrata dell'Eurosistema implica che le operazioni di politica monetaria sono condotte sia dalla BCE sia dalle BCN partecipanti, per cui considerare il bilancio individuale della BCE o quelli delle singole BCN non sarebbe corretto.

- 1) Maggiori informazioni su queste misure e sul loro impatto sono contenute nel riquadro intitolato "I mercati finanziari agli inizi di agosto del 2011 e le misure di politica monetaria della BCE" in questo numero del Bollettino, nell'articolo intitolato "Impatto e graduale rientro dalle misure non convenzionali della BCE", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2011; nell'articolo intitolato "La risposta della BCE alla crisi finanziaria", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2010; e nell'articolo intitolato "L'attuazione della politica monetaria dall'agosto 2007", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2009.
- 2) Per un'illustrazione più dettagliata del bilancio semplificato dell'Eurosistema, cfr. l'articolo intitolato "Evoluzione recente dei bilanci dell'Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone", *Bollettino mensile*, BCE, ottobre 2009 (in particolare il riquadro ivi contenuto). Cfr. inoltre la figura 9 dell'articolo intitolato "Impatto e graduale rientro dalle misure non convenzionali della BCE", *Bollettino mensile*, BCE, luglio 2011.

Dal lato dell'attivo del bilancio semplificato dell'Eurosistema, le attività (sia interne sia estere) e le operazioni di immissione di liquidità rappresentano le poste più importanti. Le principali operazioni di immissione di liquidità sono le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, il Programma per i mercati dei titoli finanziari, il programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite, e le operazioni pronti contro termine e di *swap* in dollari USA. Dal lato del passivo, la voce di gran lunga maggiore è quella delle banconote. Altre poste del passivo includono le operazioni di regolazione puntuale per l'assorbimento della liquidità derivante dagli acquisti effettuati nell'ambito del SMP e i fondi che le banche collocano *overnight* attraverso le operazioni della BCE di deposito presso la banca centrale.

In linea con l'evoluzione del bilancio è aumentata anche l'esposizione al rischio. Le banche centrali sono sempre costrette ad assumersi qualche rischio finanziario nella conduzione delle operazioni di mercato necessarie all'attuazione delle decisioni di politica monetaria. Tipicamente, tali rischi aumentano in periodi di crisi finanziaria, poiché le circostanze straordinarie inducono le banche centrali a intraprendere misure eccezionali. Al tempo stesso, tali misure devono essere strutturate in modo che le decisioni di gestione del rischio della banca centrale non esacerbino la prociclicità dei sistemi finanziari.

Dal punto di vista del *policymaker*, il mantenimento (e persino l'aumento) dell'esposizione della banca centrale al rischio in epoca di tensione finanziaria è giustificata in ragione dei rischi ancora maggiori per la stabilità finanziaria e macroeconomica che potrebbero sorgere qualora la banca centrale rimanesse inattiva. Questa disponibilità di fondo ad assumersi rischi finanziari in tempi di crisi aiuta la banca centrale a preservare la propria capacità di assolvere al mandato di stabilità dei prezzi e alle responsabilità istituzionali derivanti dal suo ruolo di istituzione con poteri decisionali al servizio degli interessi della collettività.

In effetti, in qualità di fornitore monopolistico della base monetaria, l'istituto di emissione ha il compito di preservare la stabilità dei prezzi e contribuire in tal modo al benessere dei cittadini. Nel caso della BCE, il mandato di stabilità dei prezzi è sancito dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Ciò rispecchia il largo consenso presente in seno alla società sul fatto che la stabilità dei prezzi è il principale contributo che la politica monetaria deve fornire alla crescita economica, alla creazione di posti di lavoro e alla stabilità finanziaria. Tutte le azioni intraprese dalla BCE sono incentrate su questo obiettivo fondamentale. Pertanto la BCE, in qualità di istituzione pubblica avente un mandato pubblico, risulta molto diversa da una banca commerciale privata alla ricerca di profitto, le cui azioni sono ispirate principalmente da considerazioni collegate a redditività, liquidità e rischio. In questo senso, i criteri utilizzati per valutare le azioni di una banca centrale che persegue obiettivi pubblici devono essere diversi da quelli impiegati per giudicare il comportamento degli istituti finanziari privati. Ciò significa che una banca centrale cui è stato affidato un mandato pubblico deve basarsi su considerazioni di ben più ampio respiro.

L'assunzione di rischio da parte delle banche centrali deve pertanto essere soppesata alla luce dei benefici attesi che comporta per la società. La questione centrale, pertanto, è se l'assunzione di nuovi rischi finanziari sia accettabile e nell'interesse della collettività. Sotto questo aspetto il sistema attentamente concepito dell'Eurosistema per la gestione dei rischi consente alle banche centrali dell'area dell'euro di fornire un sostegno efficace all'economia ottimizzando la relazione fra efficienza delle politiche e assunzione di ri-

schio<sup>3)</sup>. I rischi sono costantemente monitorati e valutati a fronte delle riserve finanziarie disponibili a livello di Eurosystema. L'efficienza del sistema di gestione del rischio è anch'essa sottoposta a regolare valutazione.

Inoltre l'Eurosistema, essendo composto da banche centrali, finanzia un'ampia quota delle proprie attività per mezzo di banconote, capitale e riserve finanziarie<sup>4)</sup>. Tali passività sono considerevoli e forniscono di conseguenza un solido scudo protettivo. In aggiunta, l'emissione di banconote non comporta costi finanziari significativi e le attività nel bilancio dell'Eurosistema sono remunerate. Questa remunerazione genera periodicamente un reddito netto ("signoraggio") considerevole, che garantisce una solida posizione patrimoniale e la sostenibilità di lungo periodo delle banche centrali. Queste ultime presentano pertanto peculiarità derivanti, fra l'altro, dalla loro situazione privilegiata di emittenti di moneta con corso legale (ossia le banconote). Altre caratteristiche di nota comprendono la situazione privilegiata della banca centrale in qualità di istituzione priva di vincoli di liquidità e, nel caso particolare dell'Eurosistema, il ruolo preminente dei conti di rivalutazione quali riserve finanziarie.

Per quanto concerne le operazioni di politica monetaria di immissione di liquidità, il sistema di gestione e controllo del rischio finanziario assicura al bilancio dell'Eurosistema una protezione adeguata mediante l'accettazione delle sole controparti considerate finanziariamente solide. Inoltre, l'Eurosistema richiede alle proprie controparti di stanziare garanzie idonee. Queste vengono rivalutate con cadenza giornaliera utilizzando i prezzi di mercato osservabili od opportuni metodi teorici di determinazione dei prezzi laddove non siano disponibili prezzi di mercato giornalieri affidabili. Infine, vengono applicati margini di garanzia finalizzati a proteggere la BCE da perdite finanziarie in caso di bruschi cali del prezzo di un'attività. Il sistema descritto garantisce un elevato valore di recupero in caso di insolvenza di una controparte, per cui di norma possono verificarsi perdite solo qualora si rendano insolventi sia l'istituto controparte dell'Eurosistema sia l'emittente dell'attività stanziata in garanzia<sup>5)</sup>.

Quanto al Programma per il mercato dei titoli finanziari, introdotto in maggio del 2010 al fine di far fronte al malfunzionamento dei mercati mobiliari e sostenere così il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, i rischi per l'Eurosistema sono schermati da politiche prudenti di gestione del rischio. Gli interventi riguardano soltanto titoli che comportano un rischio di credito ritenuto tollerabile dall'Eurosistema. Nel caso dei paesi sottoposti a programmi congiunti dell'UE e del FMI, la valutazione del rischio di credito è accompagnata da una costante attività di monitoraggio e valutazione dei progressi compiuti nell'attuazione del programma. In tale contesto, va sottolineato come sia normale che molte voci del bilancio dell'Eurosistema comportino un qualche rischio, comprese le attività estere e interne dell'Eurosistema, nonché le operazioni di immissione di liquidità, come spiegato sopra.

Nel complesso l'Eurosistema gestisce l'esposizione e l'assunzione di rischio in modo da garantire l'assolvimento del suo mandato fondamentale, ossia il mantenimento della stabilità dei prezzi.

- 3) Maggiori dettagli sulle caratteristiche specifiche dei sistemi di gestione del rischio delle banche centrali sono forniti da Bindseil, U., Gonzalez, F. e Tabakis, E. (ed.), *Risk Management for Central Banks and Other Public Investors*, Cambridge University Press, 2009.
- 4) Il 26 agosto 2011 tali poste corrispondevano al 60 per cento delle attività totali, essendo le banconote in circolazione pari a 850,2 miliardi di euro, i conti di rivalutazione pari a 316,7 miliardi di euro, il capitale e le riserve dell'Eurosistema pari a 81,5 miliardi di euro e le attività totali dell'Eurosistema pari a 2.072 miliardi di euro.
- 5) Per maggiori dettagli sul sistema di gestione dei rischi applicato alle operazioni di prestito dell'Eurosistema, cfr. *The implementation of monetary policy in the euro area – general documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, BCE, febbraio 2011 (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/gendoc2011en.pdf>).

## 2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

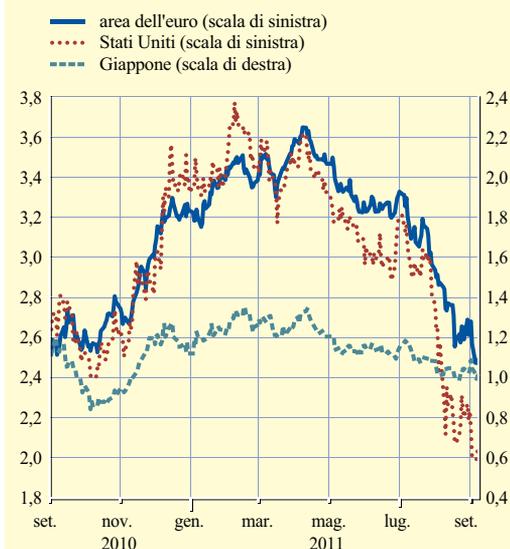
*Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA nell'area dell'euro hanno segnato un marcato calo, così come quelli dei titoli di Stato a lungo termine statunitensi. L'andamento ha rispecchiato una revisione al ribasso delle aspettative di crescita per le principali economie sviluppate, nonché l'accresciuta preferenza degli investitori per attività più sicure. Inoltre, il significativo acuirsi delle tensioni connesse alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, nonché l'abbassamento da parte di un'agenzia di rating del merito di credito del debito sovrano degli Stati Uniti hanno inciso sul clima di mercato. In entrambe le economie, infine, è aumentata l'incertezza relativa ai futuri andamenti del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita di quest'ultimo. I differenziali di rendimento fra titoli sovrani dell'area dell'euro si sono ampliati per la maggior parte dei paesi. Al tempo stesso, i dati relativi ai tassi di inflazione di pareggio a lungo termine dell'area dell'euro agli inizi di settembre hanno continuato ad indicare che le aspettative di inflazione restano saldamente ancorate.*

Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti di 78 punti base, collocandosi al 2,5 per cento il 7 settembre. I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti sono diminuiti di 103 punti base nello stesso periodo, portandosi al 2,1 per cento il 7 settembre (cfr. figura 25). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti è aumentato nel periodo considerato. Dalla fine di maggio il rendimento dei titoli di Stato decennali giapponesi è sceso di 15 punti base, collocandosi all'1 per cento il 7 settembre.

L'incertezza degli investitori riguardo gli andamenti a breve del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita ricavata dal prezzo delle opzioni, è aumentata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti nel periodo in esame. Nell'area dell'euro l'aumento della volatilità implicita è stato particolarmente pronunciato agli inizi di luglio e nei primi giorni di agosto. Agli inizi di luglio, la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro è entrata in una nuova fase, in cui i timori del mercato si sono propagati anche ad alcuni dei paesi più grandi. Di conseguenza, a fronte del significativo acuirsi delle tensioni sui mercati, i livelli di incertezza riguardo gli andamenti futuri del mercato obbligazionario hanno superato quelli osservati a maggio del 2010. Agli inizi di agosto del 2011 la forte reazione negativa dei mercati all'abbassamento del merito di credito del debito sovrano degli Stati Uniti ha determinato un ulteriore aumento della volatilità implicita, che ha raggiunto livelli superiori a quelli osservati dopo il fallimento di Lehman Brothers (cfr. anche il riquadro 5). Alla fine del periodo in esame la volatilità implicita restava

**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.

elevata, anche se minore rispetto al picco di metà agosto. Inoltre, i dati economici pubblicati di recente, risultati peggiori del previsto, hanno accresciuto l'incertezza del mercato riguardo le prospettive di crescita mondiale e, quindi, riguardo l'evoluzione futura del comparto obbligazionario.

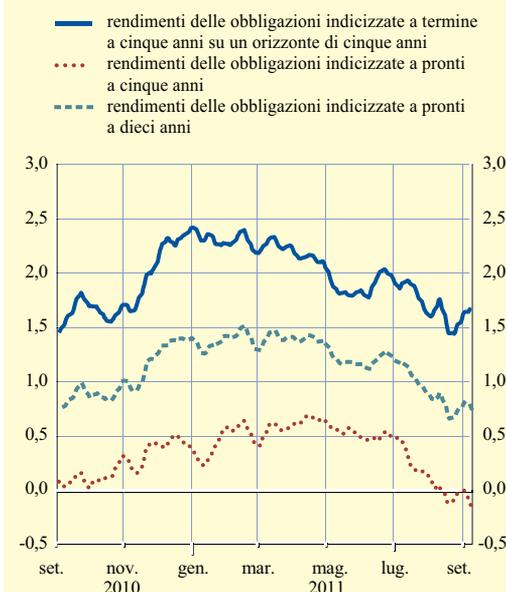
Gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA e dei titoli di Stato statunitensi hanno risentito soprattutto del deterioramento delle prospettive dell'economia mondiale e della revisione al ribasso del profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine, in particolare per gli Stati Uniti. Hanno altresì inciso negativamente il riacutizzarsi delle turbolenze legate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e al problema del debito sovrano statunitense. Queste fasi di tensione hanno altresì determinato un aumento significativo dell'avversione al rischio degli investitori e dei flussi a favore di investimenti "rifugio". Per quanto riguarda la valutazione delle prospettive dell'attività economica, la pubblicazione di una serie di dati economici più deboli del previsto ha indotto gli analisti a rivedere al ribasso le proprie aspettative di crescita del PIL per le principali economie. Inoltre, le tensioni connesse alla risoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sono rimaste forti, determinando un aumento significativo della domanda di titoli di Stato liquidi e con elevato merito di credito. Anche l'incertezza che ha accompagnato il dibattito sul massimale del debito pubblico negli Stati Uniti e l'abbassamento, da parte di una agenzia di *rating*, del merito di credito di quest'ultimo all'inizio di agosto hanno minato la fiducia dei mercati e ridotto la propensione al rischio degli investitori. Nel complesso, questi andamenti hanno inciso in maniera significativa sul clima nei mercati dei titoli di Stato e si sono ripercossi anche sui prezzi delle azioni e delle obbligazioni societarie.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani dell'area dell'euro e quelli tedeschi si sono ampliati per tutti i paesi eccetto l'Irlanda. Nel contempo, i flussi verso investimenti "rifugio" hanno continuato ad aumentare, specie nei periodi di accresciuta tensione agli inizi di luglio e nei primi giorni di agosto. All'origine di questi andamenti vi sono state prevalentemente le incertezze e le discussioni relative alla risoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, in particolare per quanto concerne la forma e la tempistica di un sostegno aggiuntivo alla Grecia. Sul clima di mercato hanno inoltre influito pesantemente i timori che la crisi potesse propagarsi ad altri paesi dell'area. In agosto, in seguito alla decisione della BCE di implementare nuovamente il Programma relativo al mercato dei titoli (*Securities Markets Programme*), le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area si sono in una certa misura attenuate e i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani dell'area dell'euro si sono ridotti.

I rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione a dieci anni sono diminuiti di 41 punti base nel periodo in rassegna; quelli a cinque anni sono scesi di 63 punti base (cfr. figura 26). Il 7 settembre i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si sono collocati ri-

**Figura 26 Rendimenti zero coupon, ricavati sulla base dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro**

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



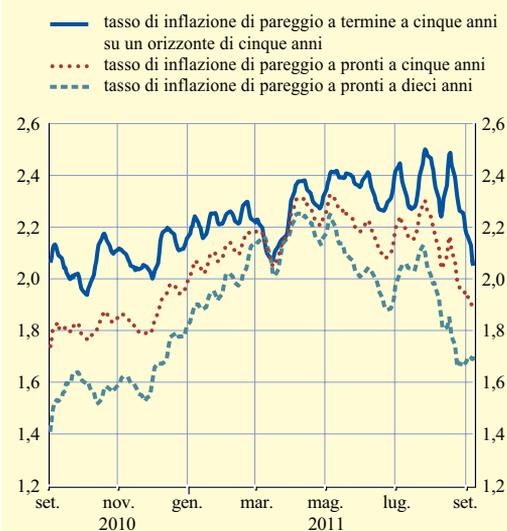
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

spettivamente al -0,1 e allo 0,8 per cento. All'origine del recente calo dei rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione vi sono l'elevato livello di incertezza sulle prospettive dell'attività economica mondiale e il suo aumento, nonché la revisione al ribasso del profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine, in particolare per gli Stati Uniti. Allo stesso tempo, i tassi di inflazione di pareggio a termine (i tassi a cinque anni cinque anni avanti) nell'area dell'euro sono diminuiti di circa 38 punti base, portandosi al 2,0 per cento il 7 settembre (cfr. figura 27). Anche i corrispondenti tassi *swap* sull'inflazione sono diminuiti, di circa 27 punti base, collocandosi intorno al 2,1 per cento alla stessa data. I tassi di inflazione di pareggio sono risultati variabili negli ultimi mesi, di riflesso all'elevata volatilità dei rendimenti obbligazionari nominali e reali in un contesto caratterizzato da tensioni sui mercati e da episodi di fuga verso titoli sicuri. Le stime delle aspettative di inflazione implicite nei tassi di inflazione di pareggio sono state pertanto leggermente più variabili rispetto ai segnali provenienti dai mercati degli *swap* sull'inflazione. Nel complesso, le misure ricavate dai sondaggi indicano che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato rimangono saldamente ancorate, con correzioni al ribasso dei premi per il rischio di inflazione.

Le variazioni 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 con *rating* AAA possa essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) a diversi orizzonti (cfr. figura 28). Nel periodo in esame la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo si è spostata verso il basso su tutti gli orizzonti di scadenza, soprattutto quelli compresi fra uno e tre anni, per i quali lo spostamento ha totalizzato circa 120 punti base. Questi andamenti hanno rispecchiato sia una revisione dei rendimenti attesi e dei pre-

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

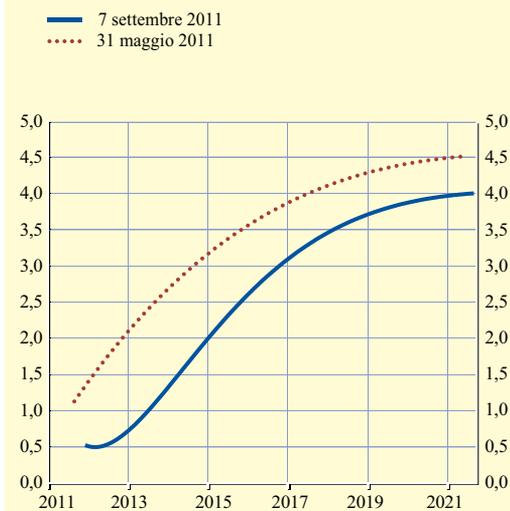
(valori percentuali in ragione d'anno; medie mobili di cinque giorni di dati giornalieri; dati destagionalizzati)



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.

mi al rischio a fronte delle incertezze e del deterioramento delle prospettive per l'attività economica globale, sia gli effetti della revisione al ribasso del profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono aumentati nel periodo in rassegna, specie per le categorie di *rating* inferiori. Gli aumenti più marcati sono stati osservati durante la settimana successiva all'abbassamento del merito di credito del debito sovrano statunitense, quando l'incertezza di mercato è aumentata e il clima di fiducia degli investitori è notevolmente deteriorato, facendo diminuire la loro propensione per le attività più rischiose. Sebbene gli indicatori superino i livelli del 2010, essi si collocano attualmente ben al di sotto dei valori elevati registrati all'apice della crisi finanziaria dopo il fallimento della Lehman Brothers. I differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata emesse da società finanziarie si sono ampliati in misura maggiore rispetto a quelli sulle obbligazioni emesse da società non finanziarie, soprattutto per quanto riguarda le categorie di *rating* inferiori. Questi andamenti hanno rispecchiato la maggiore sensibilità del settore bancario alle attuali turbolenze e all'incertezza degli investitori, come evidenziato sia dalla reazione dei corsi finanziari azionari, sia dal prezzo richiesto per i titoli di debito emessi dalle società finanziarie. I rendimenti delle obbligazioni emesse da società finanziarie tuttavia hanno continuato a collocarsi su livelli notevolmente inferiori a quelli del periodo successivo al crollo di Lehman Brothers.

#### Riquadro 5

### I MERCATI FINANZIARI AGLI INIZI DI AGOSTO DEL 2011 E LE MISURE DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Agli inizi di agosto del 2011 la BCE ha annunciato una serie di misure non convenzionali di politica monetaria in risposta al grave deterioramento osservato nei mercati finanziari internazionali nel corso di luglio e agli inizi di agosto. Sotto molti aspetti, la situazione era comparabile a quella della prima fase della crisi del debito sovrano agli inizi di maggio del 2010. Le rinnovate tensioni nei mercati finanziari erano principalmente collegate ai maggiori timori nutriti dagli operatori circa sulla sostenibilità delle finanze pubbliche sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti nonché sulle prospettive economiche globali.

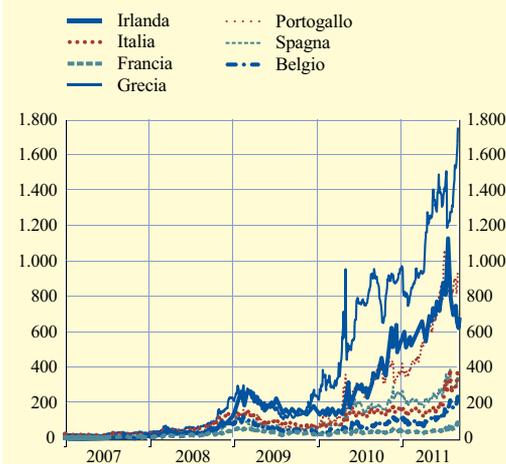
In particolare, i mercati finanziari erano diventati sempre più nervosi per la possibilità che si verificassero episodi di instabilità finanziaria, in un contesto in cui si era prossimi al raggiungimento del tetto del debito del governo statunitense e il Congresso e l'Amministrazione USA avevano concordato solo *in extremis* un piano di risanamento fiscale. Al tempo stesso, i mercati temevano che le agenzie di *rating* avrebbero declassato e/o assegnato un *outlook* negativo ai titoli emessi dal governo federale statunitense e dalle istituzioni finanziarie pubbliche. Il 5 agosto Standard & Poor's abbassava effettivamente la valutazione a lungo termine sul debito federale, portandola da "AAA" ad "AA+", con *outlook* negativo.

Nell'area dell'euro i timori per la crisi del debito sovrano erano nuovamente aumentati di fronte ai livelli ancora elevati di incertezza circa la sostenibilità delle finanze pubbliche in molti paesi dell'area. In aggiunta, l'attenzione degli operatori del mercato si era rivolta ai paesi non sottoposti

1) Per una descrizione degli andamenti nei mercati finanziari allo scoppio della crisi del debito sovrano (che hanno portato all'introduzione da parte della BCE del Programma per i mercati dei titoli finanziari), cfr. il riquadro intitolato "Andamenti dei mercati finanziari agli inizi di maggio", Bollettino mensile, BCE, giugno 2010.

**Figura A Differenziali di rendimento dei titoli di stato a dieci anni rispetto a quelli tedeschi**

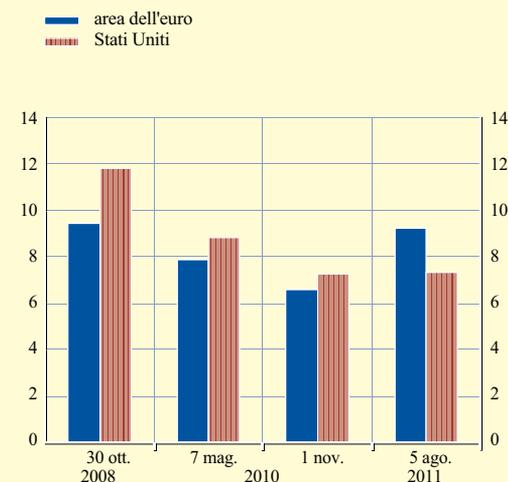
(punti base)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 7 settembre 2011.

**Figura B Volatilità implicita del mercato dei titoli di stato**

(variazioni percentuali in ragione d'anno; media mobile di tre giorni di dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

ai programmi congiunti di UE e FMI, ossia in particolare, ma non esclusivamente, all'Italia e alla Spagna. Sul clima dei mercati finanziari sembravano incidere anche il protrarsi delle discussioni sulle modalità del sostegno finanziario europeo ai paesi dell'area maggiormente colpiti dalla crisi del debito sovrano e sulla possibilità di coinvolgere il settore privato e di utilizzare i fondi della European Financial Stability Facility (EFSF).

Infine, i timori dei mercati finanziari sono stati accresciuti dal deteriorarsi delle prospettive della crescita economica mondiale che, a seguito di una serie di annunci di dati inferiori alle attese dei mercati, riflettevano in particolare il rischio che l'espansione dell'economia statunitense rallentasse significativamente (cfr. anche la Sezione 1).

Tutti questi fattori concorrevano a determinare una ricomposizione dei portafogli verso attività considerate meno rischiose, provocando gravi tensioni in vari segmenti dei mercati finanziari.

### Mercato dei titoli di Stato

Nella seconda metà di luglio e nella prima settimana di agosto i differenziali di rendimento rispetto alla Germania dei titoli di Stato degli altri paesi dell'area dell'euro si sono considerevolmente accresciuti. Le tensioni che in precedenza erano perlopiù confinate a Grecia, Irlanda e Portogallo si sono via via estese a Italia e Spagna. I differenziali di rendimento per i titoli di Stato belgi e, in misura minore, francesi hanno anch'essi registrato incrementi significativi (cfr. figura A). Il 5 agosto i differenziali sui titoli decennali hanno raggiunto livelli record per gran parte dei paesi dell'area dell'euro. La volatilità del mercato obbligazionario nell'area è aumentata significativamente rispetto al periodo di calma relativa di novembre del 2010, superando il livello osservato a maggio del 2010, in occasione dello scoppio della crisi europea del debito sovrano. La volatilità ha di fatto raggiunto livelli non più osservati dall'indomani del tracollo di Lehman Brothers a settembre del 2008 (cfr. figura B). Di conseguenza,

le condizioni di liquidità nei mercati dei titoli di Stato di vari paesi dell'area dell'euro si sono drasticamente deteriorate. Durante l'estate la volatilità è cresciuta anche nel mercato dei titoli del Tesoro statunitensi, soprattutto per effetto delle tensioni politiche riguardo al tetto del debito federale e dei deludenti dati macroeconomici pubblicati.

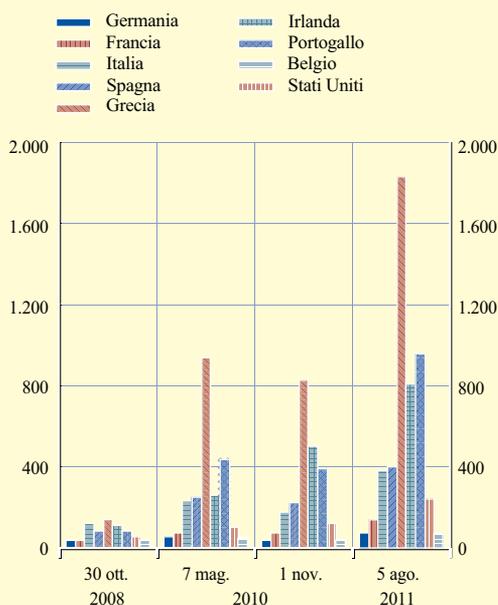
Le tensioni collegate al debito sovrano hanno trovato parimenti riflesso nel mercato dei *credit default swap* (CDS) dell'area dell'euro. I premi dei CDS sono saliti non soltanto per Grecia, Irlanda e Portogallo, ma anche per Spagna e Italia (e, in misura inferiore, Francia e Germania), e per tutti i paesi dell'area dell'euro hanno superato il 5 agosto i livelli registrati a maggio del 2010 (cfr. figura C).

### Mercati azionari

Sui mercati azionari si è registrata una tendenza al ribasso sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro ed in particolare nei paesi più colpiti dalle tensioni sul debito sovrano. Iniziata nella seconda metà dell'aprile 2011, tale tendenza ha riflesso principalmente la crescente incertezza per le prospettive mondiali di crescita economica, le protratte tensioni nei mercati dei titoli di Stato nell'area dell'euro e il teso dibattito negli Stati Uniti riguardo al tetto sul debito pubblico. Nell'area dell'euro le pressioni ribassiste sono state particolarmente marcate nella prima settimana di agosto. Gli indici sono scesi su livelli prossimi a quelli minimi di marzo del 2009, registrati pochi mesi dopo il fallimento di Lehman Brothers (cfr. figura D), e inferiori a quelli osservati nel maggio del 2010. Sono diminuiti anche i corsi azionari del settore bancario, non solo nei paesi

**Figura C Premi sui CDS a 5 anni nell'area dell'euro e negli Stati Uniti**

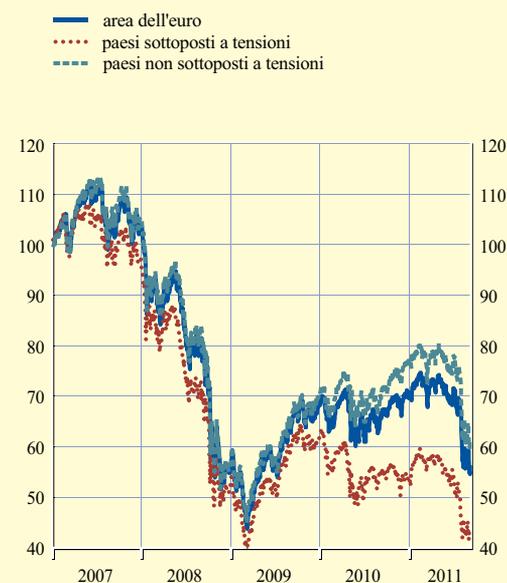
(punti base)



Fonte: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

**Figura D Corsi azionari: totale**

(indice: 1 gennaio 2007 = 100)

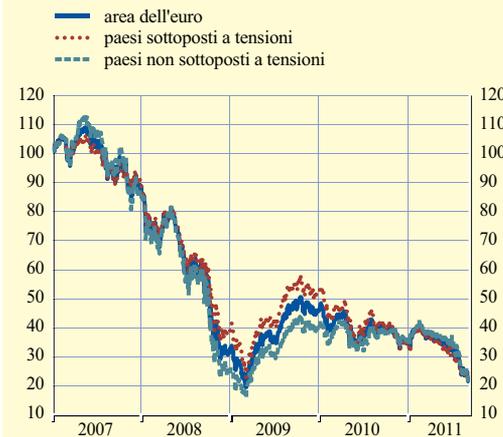


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Note: per "paesi sottoposti a tensioni" si intendono quei paesi in cui le tensioni sui mercati del debito sovrano sono più evidenti, ovvero Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia. L'ultima osservazione è relativa al 7 settembre 2011.

**Figura E Corsi azionari: banche**

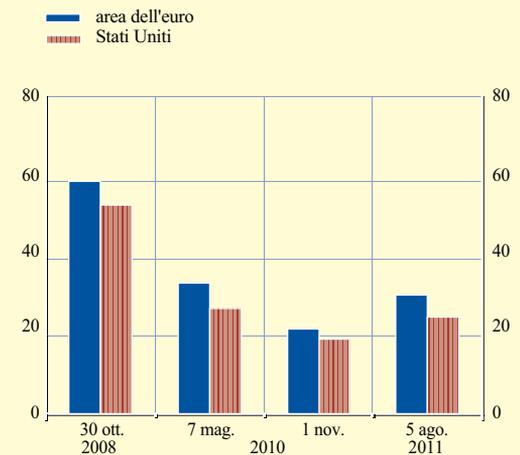
(indice: 1 gennaio 2007 = 100)



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.  
 Note: per "paesi sottoposti a tensioni" si intendono quei paesi in cui le tensioni sui mercati del debito sovrano sono più evidenti, ovvero Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia. L'ultima osservazione è relativa al 7 settembre 2011.

**Figura F Volatilità implicita dei mercati azionari**

(valori percentuali in ragione d'anno; media mobile di tre giorni di dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

dove le tensioni nei mercati del debito sovrano erano più tangibili, ma anche in quelli meno colpiti (cfr. figura E), di riflesso ai timori per l'esposizione delle banche al rischio sovrano.

La volatilità implicita del mercato azionario rispecchia la forte risalita dell'incertezza del mercato: il 5 agosto essa ha toccato infatti un massimo di circa il 30 per cento nell'area dell'euro e del 25 per cento negli Stati Uniti, valori prossimi a quelli osservati a maggio del 2010 (cfr. figura F). Nel contempo, diversamente da quanto osservato per il mercato obbligazionario, nel mercato azionario la volatilità è rimasta considerevolmente inferiore a quella del periodo immediatamente successivo all'insolvenza di Lehman Brothers.

**Mercati dei cambi**

Diversamente da quanto era accaduto a maggio del 2010, quando l'euro si era deprezzato piuttosto rapidamente nei confronti del dollaro USA sia in termini effettivi sia bilateralmente, la moneta europea ha dato prova di discreta tenuta durante i mesi di luglio e di agosto del 2011 (cfr. figura G).

**Figura G Tasso di cambio dollaro USA/euro e tasso di cambio effettivo nominale dell'euro**

(indice: 1° trim. 1999 = 100)



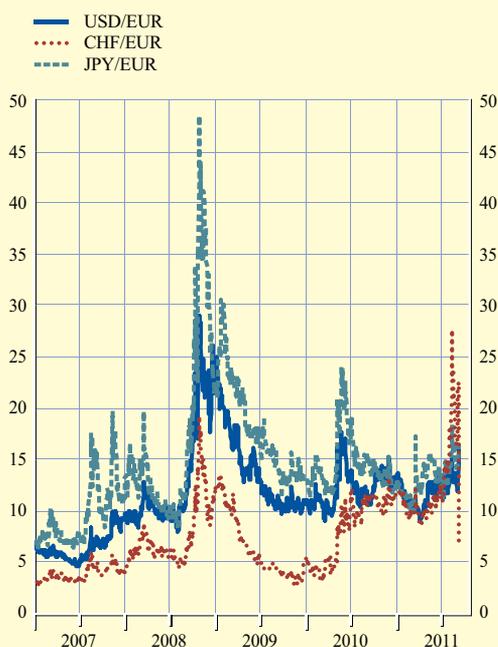
Fonte: BCE.  
 Note: il TCE-20 è calcolato nei confronti delle valute di 20 fra i più importanti partner commerciali dell'area dell'euro (inclusi tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro). L'ultima osservazione è relativa al 7 settembre 2011.

Tuttavia, sullo sfondo delle accresciute tensioni da entrambe le sponde dell'Atlantico agli inizi di agosto, la volatilità implicita è aumentata nella seconda metà di luglio e in agosto di quest'anno, pur rimanendo ben inferiore ai livelli di maggio del 2010 per i tassi EUR/USD e EUR/JPY. Per contro, la volatilità del tasso EUR/CHF è salita a livelli altissimi, prima di ridimensionarsi su valori sostanzialmente in linea con quelli osservati per il cambio nei confronti delle altre principali valute (cfr. figura H).

Agli inizi di agosto sono emerse evidenze di pressioni sulla raccolta in dollari USA, come testimonia l'aumento del differenziale sui *cross-currency basis swap*, specie per le scadenze più brevi (cfr. figura I). L'accresciuta apprensione degli investitori istituzionali statunitensi, compresi i fondi di mercato monetario, potrebbe aver contribuito all'emergere di pressioni sulla raccolta per varie banche. Nella figura I un valore negativo indica che le istituzioni desiderose di indebitarsi in dollari USA nel mercato monetario degli swap valutari dovevano pagare un premio in aggiunta al tasso Libor. Benché non siano nemmeno comparabili a quelli di ottobre del 2008, i livelli attuali del differenziale sui *cross-currency basis swap* a tre mesi risultano superiori a quelli registrati durante precedenti episodi di turbolenza del mercato, come quello di maggio del 2010. La possibilità di ricorrere all'accordo di *swap* fra la BCE e la Federal Reserve statunitense (non presente all'epoca del fallimento di Lehman Brothers) dovrebbe permettere alle banche dell'area dell'euro di attenuare le pressioni sulla raccolta in dollari USA, sebbene il suo utilizzo verso la fine di agosto sia stato soltanto pari a 500 milioni di dollari.

**Figura H** Volatilità implicita a un mese dei tassi di cambio bilaterali fra le principali valute

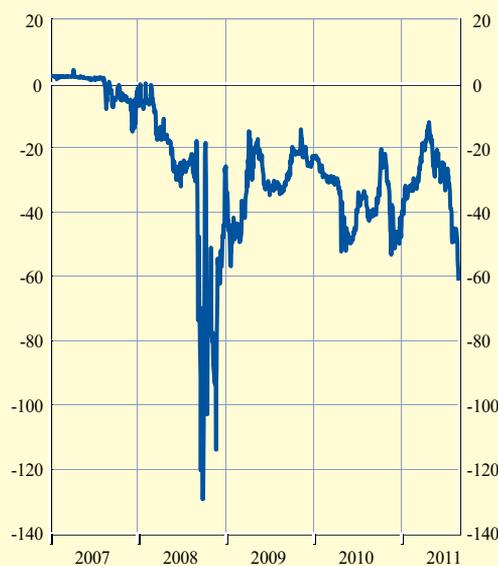
(dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.  
Note: l'ultima osservazione è relativa al 7 settembre 2011.

**Figura I** Tasso a tre mesi sui contratti *swap* tra valute euro/dollaro USA

(punti base; dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.  
Nota: un valore negativo indica che sul mercato valutario viene richiesto un premio per indebitarsi in dollari USA. L'ultima osservazione è relativa al 7 settembre 2011.

## Mercati monetari

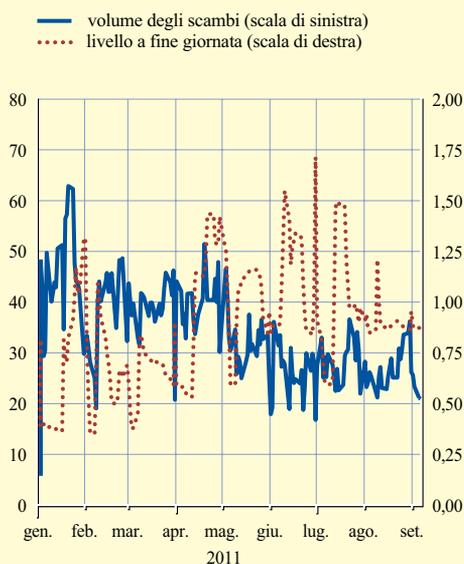
Le tensioni osservate nei mercati del debito sovrano agli inizi di agosto hanno impattato anche sul mercato monetario dell'area dell'euro, come indicano gli esigui volumi delle contrattazioni alla base del *fixing* del tasso Eonia *overnight* in quel periodo (cfr. figura J). Tali volumi riflettono la minore disponibilità delle banche a prestare ad altre banche liquidità a brevissimo termine al tasso Eonia, dovuta alla preferenza per la liquidità e alla ridotta fiducia nella capacità di rimborso delle controparti. I differenziali fra i tassi Euribor e quelli Overnight Indexed Swap (OIS), spesso utilizzati quale indicatore di tensioni, sono notevolmente aumentati agli inizi di agosto del 2011, portandosi su livelli prossimi o addirittura superiori a quelli registrati allo scoppio della crisi del debito sovrano agli inizi di maggio del 2010 (cfr. figura K).

## La risposta di politica monetaria della BCE

In considerazione di questi andamenti fortemente avversi nei mercati finanziari, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso in occasione della riunione del 4 agosto di intraprendere una serie di misure volte ad evitare che nei mercati finanziari si ripetessero andamenti comparabili a quelli osservati a seguito dell'insolvenza di Lehman Brothers a settembre del 2008 (quando vari mercati finanziari cessarono di funzionare allorché gli investitori persero fiducia nelle loro controparti). Le ripercussioni per l'economia reale e i rischi di contagio dovuti ai forti nensi finanziari all'interno dell'area dell'euro hanno ulteriormente aggravato le condizioni nei mercati finanziari. Nel complesso, sussisteva il pericolo che il normale funzionamento dei mercati si trovasse compromesso, danneggiando la trasmissione degli impulsi di politica mo-

Figura J EONIA: livello e volume degli scambi

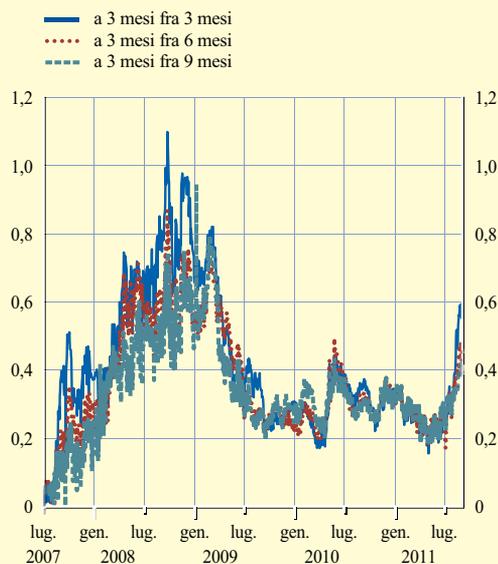
(miliardi di euro; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: BCE.  
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 6 settembre 2011.

Figura K Differenziali fra Euribor e swap sull'indice *overnight*

(punti percentuali)



Fonte: BCE.  
Nota: i differenziali a termine per le scadenze a tre mesi sono ottenuti dall'Euribor a tre, sei e nove mesi. L'ultima osservazione è relativa al 2 settembre 2011.

netaria, e quindi in ultima istanza si presentavano rischi a medio termine per il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel suo insieme.

Più specificamente, il 4 agosto 2011 il Consiglio direttivo ha dichiarato che l'offerta di liquidità alle banche mediante piena aggiudicazione degli importi a tassi fissi sarebbe proseguita almeno fino agli inizi del 2012. Ha inoltre annunciato un'ulteriore operazione di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza approssimativamente pari a sei mesi. Scopo di queste misure è sostenere la provvista bancaria, che dovrebbe a sua volta consentire alle banche di continuare a erogare credito alle famiglie e alle società non finanziarie. Si può ragionevolmente ipotizzare che, in assenza di siffatte misure, l'accesso delle banche al finanziamento sarebbe gravemente compromesso, con implicazioni negative per la crescita economica e la stabilità dei prezzi.

In aggiunta, il 7 agosto la BCE ha annunciato che avrebbe ricominciato a utilizzare attivamente il Programma per i mercati dei titoli finanziari (PMT). Esso era stato introdotto in maggio del 2010 per favorire la trasmissione delle decisioni di politica monetaria in un contesto di disfunzione di vari segmenti dei mercati finanziari, allo scopo di assicurare la stabilità dei prezzi per l'area dell'euro nel suo complesso. Di fatto, dopo la fine di marzo del 2011 non era stato effettuato alcun acquisto nell'ambito del programma. La decisione di riprendere gli acquisti di titoli era motivata dal rischio significativo che, in assenza di interventi, il funzionamento di alcuni mercati dei titoli di Stato venisse compromesso e le tensioni si propagassero ad altri mercati. Ove si fosse concretizzato, tale rischio avrebbe avuto un pesante impatto sull'accesso ai finanziamenti nell'economia dell'area dell'euro. Il ruolo fondamentale dei mercati mobiliari, e in particolare di quelli dei titoli di Stato, per la trasmissione dell'orientamento di politica monetaria all'economia reale (e in definitiva ai prezzi) deriva da una serie di ruoli specifici ricoperti da tali titoli.

- I tassi di interesse che le società finanziarie e non finanziarie devono corrispondere sulle proprie emissioni obbligazionarie si basano normalmente sul tasso di interesse dei rispettivi titoli di Stato (meccanismo noto con il nome di "canale dei prezzi"). Eventuali disfunzioni nei mercati obbligazionari creerebbero una situazione per cui i tassi di interesse ufficiali della BCE non sarebbero più correttamente rispecchiati dai tassi di interesse a più lungo termine, quelli che rilevano per le decisioni delle famiglie e delle imprese (e che rivestono di conseguenza particolare importanza per la stabilità dei prezzi).
- Un livello molto elevato dei tassi di interesse dovuto alla disfunzione dei mercati dei titoli di Stato comporterebbe una riduzione considerevole del prezzo di tali titoli, causando perdite significative per i portafogli di investimento dei settori finanziario e non finanziario. Nel caso delle banche commerciali, l'esigenza di ricapitalizzarsi ridurrebbe la capacità di erogare credito all'economia. Si tratta del cosiddetto "canale di bilancio".
- Livelli eccezionalmente bassi di liquidità nei mercati dei titoli di Stato restringono l'impiego di tali titoli a garanzia di operazioni di rifinanziamento, pregiudicando in questo modo anche l'offerta di prestiti all'economia reale da parte delle banche (un meccanismo noto come "canale di liquidità").

Per il tramite di questi canali il processo di trasmissione nell'area dell'euro verrebbe alterato negativamente. Vari mercati obbligazionari hanno risentito delle accresciute tensioni, in maniera diretta, o indirettamente attraverso i legami economici e finanziari fra i paesi dell'area dell'euro.

Con la decisione di ripristinare i propri interventi nel contesto del PMT, il Consiglio direttivo ha preso nota, fra l'altro, degli annunci di Italia e Spagna riguardo alle misure e alle riforme da adottare negli ambiti delle politiche fiscali e strutturali, nonché dell'impegno dei governi dell'area dell'euro a raggiungere i rispettivi obiettivi di bilancio<sup>2</sup>. La pronta attuazione di queste misure è necessaria per il superamento della crisi del debito sovrano.

Le modalità del PMT restano invariate. Gli acquisti di titoli di Stato da parte dell'Eurosistema sono rigorosamente confinati ai mercati secondari. Inoltre, l'effetto di immissione di liquidità prodotto dagli acquisti effettuati nel contesto del PMT continua a essere completamente sterilizzato mediante specifiche operazioni di assorbimento della liquidità, considerato che il programma non è inteso a immettere liquidità addizionale nel sistema bancario. Infine, il PMT, come tutte le altre misure non convenzionali di politica monetaria attuate dalla BCE in questo periodo di acute tensioni dei mercati finanziari, ha natura temporanea.

2) Cfr. la dichiarazione rilasciata dal Presidente della BCE il 7 agosto 2011 (pubblicata nel riquadro 1 del numero di agosto del 2011 di questo Bollettino) per quanto riguarda la motivazione all'origine della decisione di riprendere gli interventi nell'ambito del PMT.

## 2.5 MERCATI AZIONARI

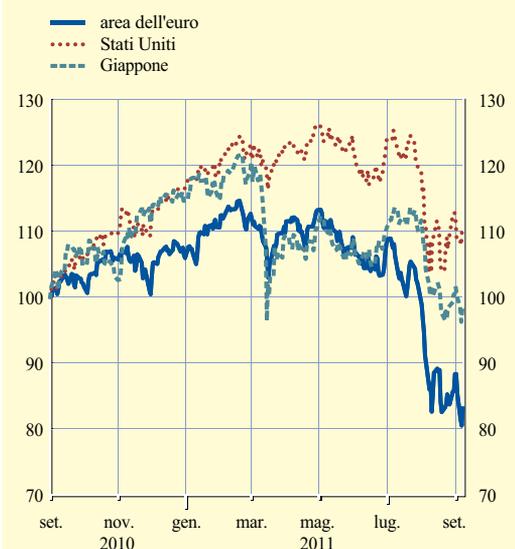
Tra la fine di maggio e gli inizi di settembre i corsi azionari sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Il calo è imputabile alla revisione al ribasso delle aspettative sulla crescita economica mondiale. Inoltre, le forti tensioni connesse alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e all'abbassamento del merito di credito statunitense hanno contribuito a ridurre la propensione al rischio degli investitori. Nel contempo, la crescita effettiva e attesa degli utili per azione è diminuita. Di riflesso a tali andamenti, l'incertezza dei mercati azionari è aumentata su entrambe le sponde dell'Atlantico.

I corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono diminuiti durante il periodo in esame, evidenziando il calo più marcato agli inizi di agosto. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono diminuite del 23,5 per cento tra la fine di maggio e il 7 settembre. Negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 è sceso del 10,9 per cento (cfr. figura 29). Nello stesso periodo, le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno segnato una flessione del 9,6 per cento.

L'incertezza prevalente nei mercati azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata nel periodo in rassegna (cfr. figura 30). Come per i mercati

Figura 29 Indici dei corsi azionari

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



Fonte: Thomson Reuters.

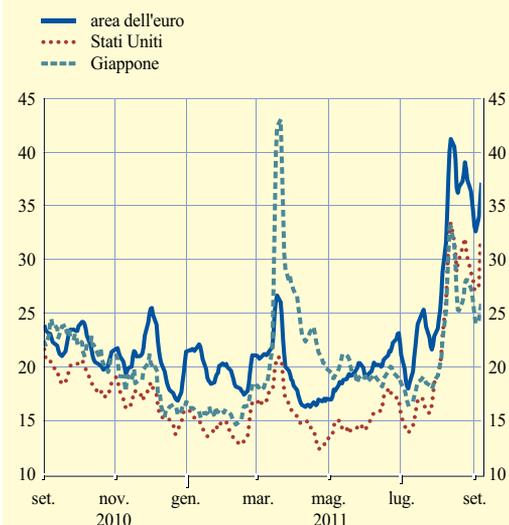
Note: indice ampio Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone.

obbligazionari, un aumento dell'avversione al rischio degli investitori, le forti tensioni in numerosi segmenti di mercato e l'incertezza riguardo la crescita economica mondiale hanno determinato un aumento del premio per l'incertezza riguardante futuri andamenti dei mercati azionari. Attualmente il livello della volatilità implicita dei mercati azionari è comparabile ai livelli registrati a maggio del 2010, ma, diversamente dai mercati obbligazionari, resta ancora significativamente al di sotto di quelli registrati nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers.

Nel periodo in rassegna il clima di fiducia degli investitori è stato considerevolmente minato dalle incertezze e dalle discussioni sulla forma da dare al sostegno aggiuntivo a favore della Grecia, nonché dal dibattito sul massimale del debito pubblico negli Stati Uniti. Il calo più marcato dei corsi azionari, registrato agli inizi di agosto, è imputabile alla reazione negativa dei mercati all'abbassamento del merito di credito del debito sovrano statunitense da parte di una agenzia di rating, nonché al significativo aumento dell'incertezza riguardo alla risoluzione della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. In aggiunta a questi fattori, la pubblicazione di dati macroeconomici più deboli del previsto ha ulteriormente minato la fiducia degli operatori, contribuendo a un aumento dell'incertezza. Di conseguenza, il deterioramento delle aspettative riguardo la crescita economica mondiale, insieme ai deludenti dati trimestrali sugli utili societari, ha fortemente inciso sul clima di mercato e ha spinto al rialzo i premi per il rischio.

**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.

**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
<b>Quota del settore nella capitalizzazione del mercato</b> (dati di fine periodo)	100,0	9,8	7,0	16,4	7,7	19,9	5,3	14,7	4,7	6,9	7,6
<b>Variazioni dei prezzi</b> (dati di fine periodo)											
2010 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
2° trimestre	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
luglio 2011	-6,0	-4,1	-6,0	-2,3	-5,1	-9,6	-0,7	-8,0	-5,9	-4,4	-6,6
agosto 2011	-12,9	-17,6	-7,4	-11,7	-10,2	-17,4	-6,8	-12,7	-8,0	-8,6	-13,9
31 maggio - 7 settembre 2011	-23,5	-26,6	-19,2	-15,5	-18,8	-33,6	-7,4	-25,1	-18,4	-17,9	-26,9

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nel periodo considerato il marcato calo degli indici azionari nell'area dell'euro ha interessato tutti i settori, che per la maggior parte hanno evidenziato diminuzioni nei prezzi notevolmente maggiori del - 10 per cento. In particolare, un deciso ribasso è stato registrato nel comparto finanziario dell'area, a causa degli andamenti connessi alla crisi del debito sovrano, all'avverso clima di mercato e all'incertezza circa il vigore della crescita economica mondiale. Alla fine del periodo in esame, le azioni del settore finanziario si collocavano su un livello inferiore del 34 per cento a quello di fine maggio. Anche nei settori industriale, delle materie prime e dei servizi di pubblica utilità i corsi azionari hanno evidenziato un notevole calo, mentre nel comparto dei servizi sanitari le quotazioni hanno risentito relativamente meno del contesto. Negli Stati Uniti, fra i comparti che hanno registrato risultati inferiori all'indice vi sono quello finanziario e quello industriale, mentre nel complesso le quotazioni azionarie del settore dei servizi di pubblica utilità sono calate in misura marginale.

Agli andamenti negativi dei corsi azionari hanno altresì contribuito i dati deludenti sugli utili societari. L'incremento sui dodici mesi degli utili effettivi per azione delle società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx è diminuito dal 32 per cento in maggio al 19 per cento in agosto. Anche la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi è diminuita, portandosi dal 12 per cento in maggio al 10 per cento in agosto (cfr. figura 31). Un lieve calo è stato altresì evidenziato dalla crescita degli utili per azione attesa nel lungo periodo, scesa dall'11 al 10 per cento tra maggio e agosto.

## 2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

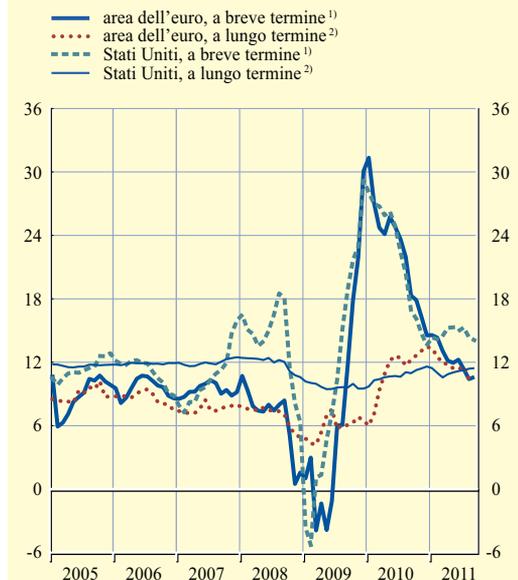
*Il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è aumentato tra aprile e luglio 2011. L'incremento complessivo cela andamenti divergenti tra le principali componenti. Quanto ai flussi finanziari, la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie ha registrato un ulteriore aumento, collocandosi all'1,5 per cento nel secondo trimestre del 2011. La dinamica dei prestiti sarebbe sostanzialmente in linea con il profilo di crescita dell'area dell'euro. L'emissione di titoli di debito da parte delle società non finanziarie ha evidenziato una nuova moderazione nel secondo 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

**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).

corrette per le variazioni di valore, è aumentato di 17 punti base tra aprile e luglio, quando si è portato attorno al 3,9 per cento (cfr. figura 32).

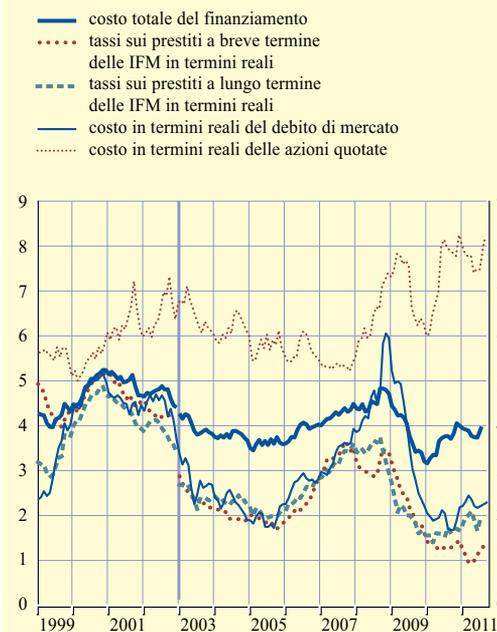
L'incremento del costo complessivo del finanziamento cela andamenti divergenti tra le principali componenti. Più specificatamente, il costo reale delle azioni quotate è salito di 39 punti base circa nei mesi da aprile a luglio, mentre quello del debito di mercato è sceso approssimativamente di 14 punti base nello stesso periodo, collocandosi al 2,2 per cento. I tassi sui prestiti a breve termine sono aumentati di 22 punti base circa sempre tra aprile e luglio, in linea con le variazioni del tasso di politica monetaria, mentre i tassi a lungo termine sono diminuiti di 18 punti base nello stesso periodo. I dati più recenti indicano un ulteriore incremento del costo reale delle azioni di 113 punti base circa in agosto per effetto della flessione dei corsi azionari e di una minor crescita degli utili attesi. Per contro, in luglio il costo reale del debito di mercato ha evidenziato una moderata riduzione di 5 punti base. In una prospettiva di più lungo termine, il costo reale del finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro in termini di tassi di interesse reali delle IFM è superiore di 30 punti base rispetto ai livelli più bassi registrati dal 1999, mentre il costo reale delle azioni quotate rimane su valori storicamente elevati. Il costo reale del debito di mercato è diminuito in qualche misura e resta inferiore alla media di lungo periodo.

Nel periodo compreso tra aprile e luglio i tassi di interesse nominali praticati dalle IFM sui nuovi prestiti a breve scadenza alle società non finanziarie sono aumentati, mentre alcuni di quelli a lunga scadenza sono diminuiti (cfr. tavola 5). L'incremento dei tassi sui prestiti a breve scadenza è in linea con il recente andamento dei tassi del mercato monetario. L'Euribor a tre mesi è salito di 27 punti base circa nel periodo in esame, mentre i tassi di interesse a breve termine delle IFM sui prestiti alle società non finanziarie sono aumentati di 19-31 punti base. I tassi di interesse a lungo termine delle IFM sui prestiti di importo considerevole (superiore a 1 milione di euro) sono scesi di 56 punti base, mentre i tassi sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) si sono accresciuti di 17 punti base nello stesso periodo. I rendimenti dei titoli di Stato a sette anni sono calati di 63 punti base nel periodo in esame.

I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e quelli sui titoli di Stato si sono costantemente ampliati da maggio 2010 sia per i titoli con *rating* più elevato sia per quelli con merito di credito più basso (cfr. figura 33). Mentre i differenziali tra le obbligazioni

**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 a luglio 2011 <sup>1)</sup>		
	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 giu.	2011 lug.	2010 apr.	2011 apr.	2011 giu.
<b>Tassi di interesse delle IFM sui prestiti</b>									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,69	3,79	3,86	4,01	4,27	4,29	31	16	2
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	3,35	3,50	3,70	3,94	4,09	90	31	15
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,80	3,79	3,86	4,19	4,39	4,45	55	17	6
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,17	2,26	2,59	2,63	2,92	2,99	99	19	7
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,34	3,51	3,50	3,84	3,29	3,71	26	-56	42
<b>Per memoria</b>									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,77	0,89	1,01	1,24	1,55	1,61	95	22	6
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	1,99	1,89	2,25	2,91	3,61	4,32	220	74	71
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	2,35	2,14	2,71	3,19	2,89	2,50	-21	-63	-39

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

societarie con *rating* AA sono aumentati di circa 20 punti base tra maggio e luglio 2011, quelli riguardanti le obbligazioni a elevato rendimento sono cresciuti di oltre 300 punti base. Questi andamenti dei mercati delle obbligazioni societarie sono riconducibili a dati economici deludenti e all'accresciuta incertezza alimentata dal declassamento del debito sovrano statunitense da parte di un'agenzia di *rating* e dalle tensioni legate alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, che continua a deprimere il clima di mercato.

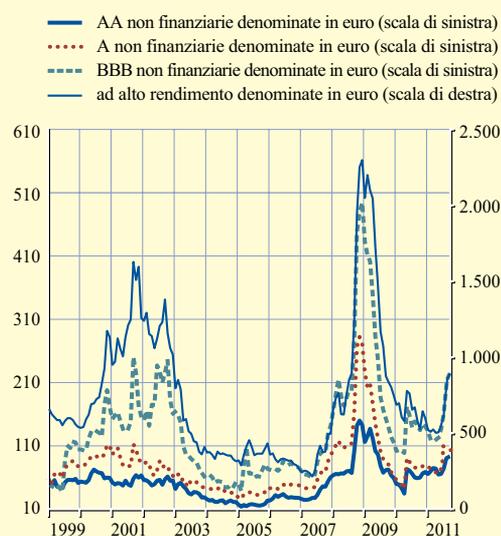
### FLUSSI FINANZIARI

La maggior parte degli indicatori della redditività delle società non finanziarie dell'area dell'euro segnala un ulteriore andamento positivo nel secondo 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, sebbene sia diminuito al 20 per cento in agosto, in linea con la correzione segnalata nel primo trimestre (cfr. figura 34). In prospettiva, gli operatori di mercato si attendono che la variazione al ribasso prosegua nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda il finanziamento esterno, i dati per il secondo trimestre confermano un'ulteriore espansione dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie. La normalizzazione della domanda di prestiti bancari potrebbe in parte spiegare la moderazione dell'emissione di titoli

**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.

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

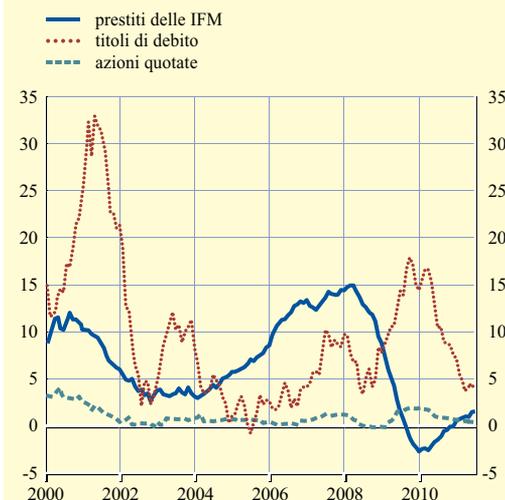
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



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.

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 è rimasto negativo, come nell'anno passato, mentre le emissioni di titoli di debito a lungo termine hanno evidenziato un recupero nel

**Tavola 6 Finanziamento delle società non finanziarie**

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.
<b>Prestiti delle IFM</b>					
fino a un anno	-1,7	-0,5	-0,1	0,9	1,5
da uno a cinque anni	-9,6	-6,0	-3,2	0,1	4,2
oltre cinque anni	-4,4	-2,5	-2,8	-2,3	-3,7
	3,4	2,8	2,4	2,4	2,1
<b>Emissioni di obbligazioni</b>	<b>12,6</b>	<b>8,9</b>	<b>7,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>
a breve termine	-14,3	-12,3	-6,2	-4,9	0,6
a lungo termine, di cui: <sup>1)</sup>	16,1	11,4	9,0	5,8	4,3
a tasso fisso	19,1	14,0	11,0	7,3	5,3
a tasso variabile	-1,5	-1,4	-0,6	-1,0	-1,6
<b>Emissioni di azioni quotate</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
<b>Per memoria <sup>2)</sup></b>					
Finanziamento totale	1,5	2,0	2,2	2,1	-
Prestiti a società non finanziarie	0,5	1,9	1,8	2,2	-
Riserve tecniche di assicurazione <sup>3)</sup>	0,5	0,3	1,1	1,0	-

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 che non sono riportate nella 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) Include le riserve dei fondi pensione.

secondo trimestre del 2011. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato su livelli molto bassi.

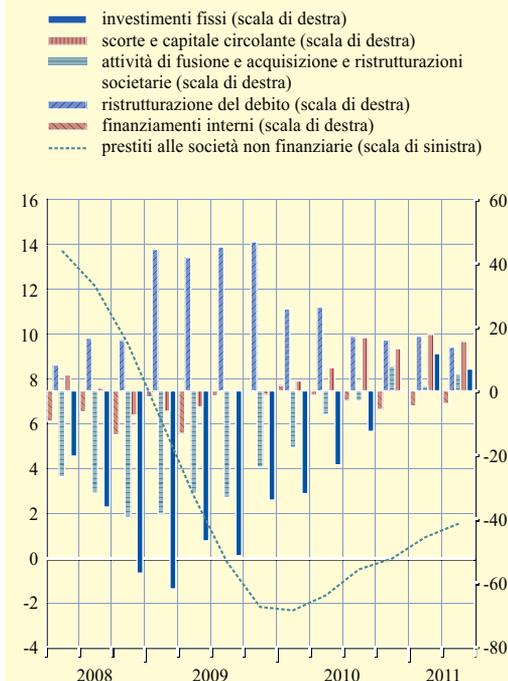
Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti bancari alle società non finanziarie si è collocato all'1,5 per cento nel secondo trimestre del 2011, registrando un valore positivo per due trimestri consecutivi per la prima volta dall'agosto del 2009 (cfr. tavola 6). La ripresa della dinamica dei prestiti riflette principalmente una vigorosa espansione dei prestiti a breve termine alle società non finanziarie (con scadenze fino a un anno). Il tasso di crescita dei prestiti con scadenza superiore a cinque anni è rimasto sostanzialmente stabile durante il periodo in esame, mentre quello dei prestiti con scadenze intermedie (comprese tra uno e cinque anni) è sceso ulteriormente. L'accelerazione dei prestiti alle società non finanziarie è sostanzialmente in linea con il profilo di crescita dell'area dell'euro. Al contempo, i criteri restrittivi per la concessione del credito bancario unitamente a una maggiore disponibilità di fondi interni e a una vivace emissione di debito negli ultimi due anni potrebbero aver avuto un effetto frenante sulla ripresa della domanda di prestiti bancari alle società non finanziarie.

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il secondo trimestre mostrano un rallentamento della domanda netta di prestiti rispetto al primo trimestre (cfr. figura 36). Il minore aumento netto della domanda di prestiti va ascritto principalmente a un minore fabbisogno di finanziamento sia per gli investimenti fissi sia per scorte e capitale circolante. Per contro, l'aumento del finanziamento di fusioni e acquisizioni ha avuto un impatto favorevole sulla domanda. Secondo i dati dell'indagine, le banche dell'area dell'euro hanno in generale irrigidito i criteri per la concessione dei prestiti alle società non finanziarie nel secondo trimestre del 2011, ma in misura inferiore rispetto al periodo precedente. In prospettiva, tuttavia, gli istituti si attendono un lieve incremento dell'irrigidimento netto, in concomitanza con un lieve incremento netto della domanda.

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 primo trimestre del 2011. 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 ulteriormente nel primo trimestre in base a somme mobili di quattro trimestri, pur rimanendo elevato in termini storici. Come mostra la figura, è stato ancora possibile per le imprese autofinanziare in prevalenza gli investimenti reali (investimenti fissi lordi); quindi il finanziamento esterno, seppure in lieve rialzo, è rimasto per queste una fonte marginale di fondi.

**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)



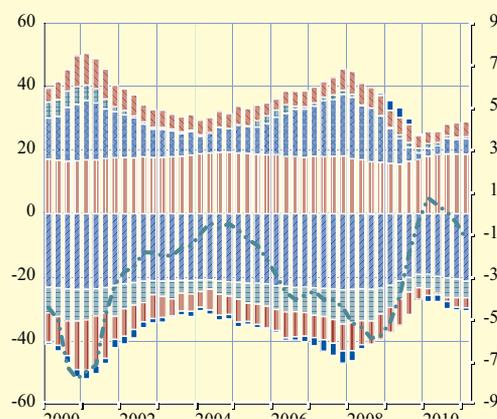
Fonte: BCE.

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)



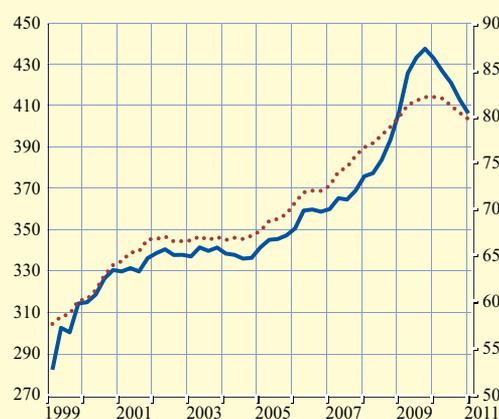
Fonte: Conti dell'area dell'euro.

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.

**Figura 38 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie**

(valori percentuali)

- rapporto fra debito e margine operativo lordo (scala di sinistra)
- rapporto fra debito e PIL (scala di destra)



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.

Nel contempo, le acquisizioni nette di attività finanziarie, comprese le azioni, hanno evidenziato un moderato calo nel primo trimestre del 2011.

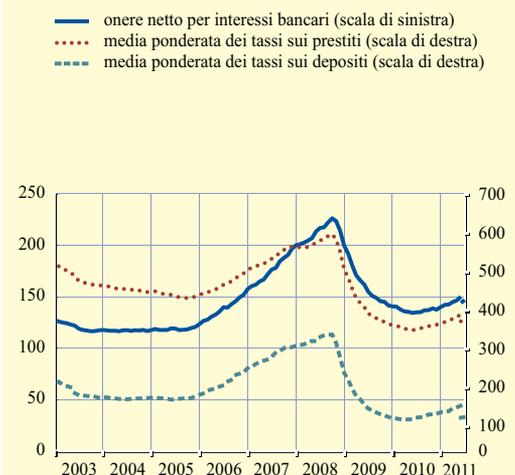
### POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati di contabilità dell'area dell'euro, il ridimensionamento della leva finanziaria è continuato nel primo trimestre del 2011, 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 406 per cento, dal 413 per cento del periodo precedente (cfr. figura 38). Dopo la brusca flessione registrata nel periodo tra la fine del 2008 e gli inizi del 2010, gli oneri per interessi delle società non finanziarie hanno iniziato ad aumentare nella seconda metà del 2010 (cfr. figura 39). Tale tendenza al rialzo si è protratta nel secondo trimestre del 2011, registrando un livello superiore alla media di lungo periodo.

Il processo di riduzione della leva finanziaria iniziato alla fine del 2009, pur avendo contribuito a migliorare le posizioni finanziarie delle imprese, potrebbe perdere slancio a fronte del peggioramento della crescita degli utili attesi e dell'aumento del costo del capitale di rischio. Il livello dell'indebitamento e l'aumento degli oneri per interessi continuano a suggerire che vi sia ulteriore margine per la ristrutturazione dei bilanci.

**Figura 39 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie**

(punti base)

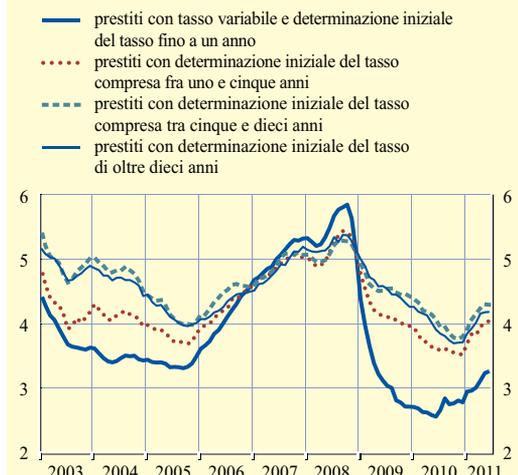


Fonte: BCE.

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.

**Figura 40 Tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni**

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



Fonte: BCE.

## 2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

*Nel secondo trimestre del 2011, le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono state caratterizzate da un lieve incremento dei tassi sui prestiti bancari. Inoltre, nello stesso periodo si sono irrigiditi i criteri per la concessione di prestiti alle famiglie a fini di consumo e per l'acquisto di abitazioni, anche se in quest'ultimo caso in misura inferiore rispetto al trimestre precedente. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie si è stabilizzato recentemente attorno al 3 per cento. Il livello di indebitamento del settore in relazione al reddito è sceso ulteriormente nel secondo trimestre, mentre il rapporto fra debito e PIL e l'onere per interessi sono rimasti sostanzialmente invariati.*

### CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel secondo trimestre del 2011, i costi complessivi di finanziamento per le famiglie dell'area dell'euro hanno registrato un lieve incremento, per il secondo trimestre consecutivo, mentre sono rimasti sostanzialmente invariati in luglio. Questo andamento è stato generalizzato tra le categorie di prestito. Quanto ai tassi delle IFM sui nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni, nel periodo in esame si è osservato un incremento per tutte le categorie di prestito, al pari del trimestre precedente, mentre in luglio i tassi sono rimasti invariati nella maggior parte dei casi (cfr. figura 40). Nel secondo trimestre del 2011, i tassi di interesse sui prestiti con periodi lunghi (superiori a cinque anni) di determinazione iniziale del tasso hanno evidenziato gli incrementi più marcati, lievemente superiori a quelli dei tassi di interesse sui prestiti a tasso variabile o periodi di determinazione iniziale del tasso brevi (fino a un anno) e medi (compresi tra uno e cinque anni). In luglio, si è registrato un incremento marginale unicamente per i tassi di interesse applicati sui prestiti a tasso variabile o con un periodo breve di determinazione iniziale del tasso.

I tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo con periodi di determinazione iniziale del tasso lunghi e medi hanno registrato ulteriori aumenti nel trimestre in esame, nonché in luglio. Per contro, i tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo con periodi brevi di determinazione del tasso (prestiti a tasso variabile e con un periodo di determinazione iniziale fino a un anno) sono diminuiti lievemente sia nel secondo trimestre sia in luglio. Nel complesso, i tassi sul credito al consumo sono lievemente aumentati in generale nel secondo trimestre, ma hanno evidenziato un marginale calo in luglio.

I tassi di interesse su altre tipologie di prestiti alle famiglie con periodi di determinazione iniziale del tasso brevi e medi sono saliti lievemente nel secondo trimestre del 2011, mentre per i prestiti corrispondenti a lunga scadenza si è osservato un moderato calo. I tassi di interesse per tutte queste sottocategorie sono invece rimasti sostanzialmente invariati in luglio.

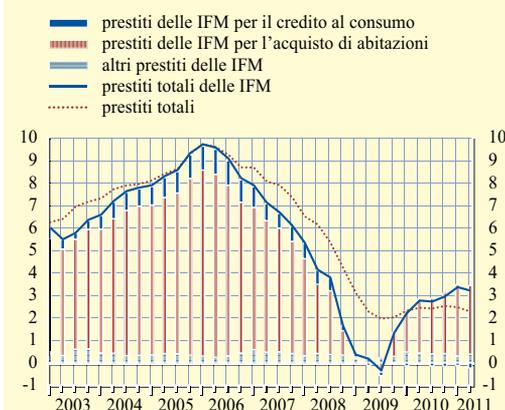
In base ai risultati dell'indagine di luglio sul credito bancario, nel secondo trimestre del 2011 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato una lieve diminuzione del grado di irrigidimento netto dei criteri applicati alla concessione di mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. L'andamento è riconducibile soprattutto alle aspettative meno negative per quanto riguarda l'attività economica in generale. Per contro, il grado di irrigidimento netto dei criteri per l'erogazione del credito al consumo e di altre tipologie di prestiti alle famiglie sarebbe rimasto invariato nello stesso periodo. In prospettiva, nel terzo trimestre le banche dell'area dell'euro si attendono che il grado di irrigidimento netto dei criteri per la concessione sia dei mutui per l'acquisto di abitazioni sia del credito al consumo resti pressoché invariato.

## FLUSSI FINANZIARI

Nel primo trimestre del 2011 (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 invariato al 2,5 per cento. Questa crescita sostanzialmente stabile ha riflesso andamenti divergenti delle relative componenti. Mentre il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie (non corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni dei prestiti) è aumentato nel primo trimestre al 3,4 per cento, dal 3,0 del quarto trimestre del 2010, quello dei prestiti alle famiglie da istituzioni diverse dalle IFM è diminuito al -2,4 per cento dallo 0,3 del periodo precedente. Ciò è riconducibile principalmente a un riassorbimento delle operazioni di autocartolarizzazione nel primo trimestre del 2011. Pertanto, i prestiti erogati da istituzioni diverse dalle IFM continuerebbero il significativo calo osservato dalla metà del 2009. Di fatto, le stime per il secondo trimestre indicano un perdurare di questa tendenza, determinata in larga misura da un ulteriore riassorbimento delle operazioni di autocartolarizzazione. Inoltre, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali alle famiglie, secondo le stime, sarebbe diminuito al 2,3 per cento nel secondo trimestre a causa di un'espansione più contenuta dei prestiti delle IFM alle famiglie (cfr. figura 41).

**Figura 41 Prestiti totali concessi alle famiglie**

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



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 secondo 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.

In luglio, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie (corretto per le cessioni e la cartolarizzazione dei prestiti) è diminuito marginalmente al 2,8 per cento (cfr. la sezione 2.1 per maggiori dettagli), seguendo quindi a oscillare attorno al 3 per cento. L'andamento dei flussi mensili per i prestiti alle famiglie risente in misura significativa delle operazioni di cartolarizzazione. Infatti, i dati non corretti per queste ultime indicano nel secondo trimestre un marcato calo dei flussi mensili rispetto al primo trimestre, dinamica che si è protratta in luglio quando i flussi sono addirittura diventati negativi. Tuttavia, una volta corretti per tali operazioni, i flussi mensili risultano in aumento nel secondo trimestre e in luglio rispetto al trimestre precedente.

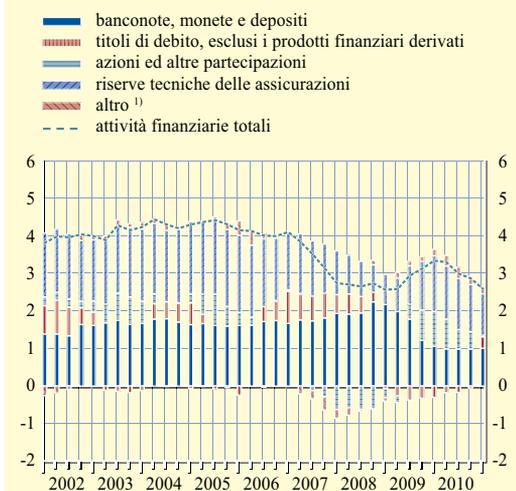
Per quanto riguarda le componenti dei prestiti delle IFM alle famiglie, l'indebitamento del settore ha continuato a essere sospinto dai prestiti per l'acquisto di abitazioni, il cui tasso di crescita è sceso in luglio al 3,9 per cento dal 4,4 di giugno, dopo il graduale aumento durante la prima metà dell'anno (secondo i dati non corretti per le operazioni di cartolarizzazione). Il tasso di variazione del credito al consumo ha continuato a diminuire in luglio, portandosi al -2,1 per cento dal -1,8 di giugno. Infine, il tasso di crescita delle altre tipologie di prestiti alle famiglie, riflettendo ampiamente i prestiti a imprese individuali e ad altre imprese senza personalità giuridica, è aumentato in luglio al 2,7 per cento dal 2,5 di giugno, dopo essere sceso gradualmente durante la prima metà del 2011.

In base all'ultima indagine sul credito bancario, la domanda netta delle famiglie di prestiti per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo ha continuato a diminuire nel secondo trimestre del 2011. Nel primo dei due casi, tuttavia, il calo segnalato è stato decisamente inferiore a quello del trimestre precedente, per effetto di prospettive considerevolmente meno negative per il mercato degli immobili residenziali. Il ritmo di contrazione della domanda di credito al consumo è ulteriormente aumentato, soprattutto a causa di una minor spesa per beni di consumo durevoli. Guardando al futuro, le banche si attendono nel terzo trimestre un'ulteriore flessione della domanda netta sia di mutui per l'acquisto di abitazioni sia di credito al consumo. Pertanto, considerando anche il perdurare di un debito delle famiglie elevato e di criteri restrittivi per la concessione del credito, è probabile che la crescita dei prestiti alle famiglie rimanga moderata nel terzo trimestre.

Quanto al lato delle attività nel bilancio delle famiglie, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali da parte di questo settore è diminuito ulteriormente, portandosi al 2,6 per cento nel primo trimestre (dal 2,9 del periodo precedente) e registrando un calo per il terzo trimestre consecutivo (cfr. figura 42). Per quanto riguarda le sottocomponenti, la flessione di questo tasso osservata a partire dalla metà del 2010 è ascrivibile a una graduale riduzione dei contributi degli investimenti in azioni e altre partecipazioni, in riserve tecniche di assicurazione e in altre attività, che sono tutti scesi anche nel primo trimestre del 2011. Per contro, il contributo delle consistenze in banconote e monete e in depositi è ri-

**Figura 42 Investimenti finanziari delle famiglie**

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



Fonti: BCE ed Eurostat.

1) Comprende prestiti e altri conti attivi.

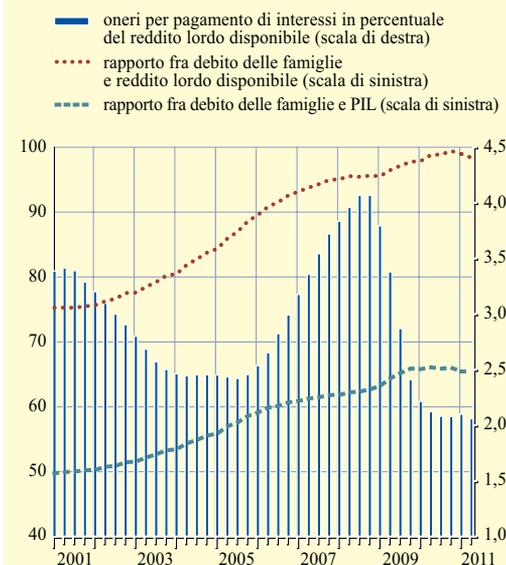
masto sostanzialmente invariato dagli inizi del 2010, mentre quello dei titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) ha continuato ad aumentare e si è riportato su tassi positivi nel primo trimestre. Nel complesso, sembra che la perdurante incertezza relativa agli andamenti economici e dei conti pubblici e le continue tensioni nei mercati del debito sovrano seguitino a influire sulle decisioni di investimento delle famiglie, ad esempio accrescendone l'avversione nei confronti delle attività più rischiose come le azioni e le altre partecipazioni.

#### POSIZIONE FINANZIARIA

Nel secondo trimestre del 2011, il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie sarebbe diminuito, secondo le stime, al 98,4 per cento dal 98,9 del periodo precedente (cfr. figura 43). Si tratta del secondo calo consecutivo, dopo gli aumenti osservati per tutto il 2009 e il 2010. Analogamente agli andamenti del primo trimestre del 2011, la flessione osservata durante il secondo trimestre rispecchia un notevole miglioramento del reddito disponibile delle famiglie, superiore all'ulteriore incremento dell'indebitamento complessivo del settore. Nonostante una riduzione marginale, si stima che l'onere per interessi del settore delle famiglie sia rimasto al 2,1 per cento del reddito disponibile nel secondo trimestre, un livello attorno al quale si colloca dal secondo trimestre del 2010. Infine, anche il rapporto fra debito delle famiglie e PIL sarebbe rimasto praticamente stabile nel secondo trimestre del 2011 (portandosi al 65,4 per cento dal 65,5 del primo trimestre).

Figura 43 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)



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.

## 3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC si è collocata al 2,5 per cento, invariata rispetto a luglio. Dalla fine dello scorso anno i tassi di inflazione si sono mantenuti su livelli relativamente elevati, trainati principalmente dai rincari dei beni energetici e delle materie prime. In prospettiva, ci si attende che nei prossimi mesi i tassi di inflazione restino decisamente al di sopra del 2 per cento. Successivamente, in base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti future per il petrolio, l'inflazione dovrebbe scendere al di sotto del 2 per cento nel 2012. Tale andamento rispecchia l'aspettativa che la dinamica salariale si mantenga relativamente stabile in un contesto caratterizzato da una modesta crescita economica. Le proiezioni macroeconomiche di settembre formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro incorporano tali considerazioni e collocano l'inflazione tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,2 e il 2,2 per cento nel 2012. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi sono sostanzialmente bilanciati.

### 3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat in agosto l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata al 2,5 per cento, invariata rispetto al mese precedente (cfr. tavola 7). Nel corso del 2010 il tasso di inflazione complessivo è notevolmente aumentato, dall'1 per cento circa di gennaio a oltre il 2 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 dei rincari delle materie prime energetiche e non energetiche e, in misura minore, per l'impatto superiore alla media degli incrementi di imposte indirette e prezzi amministrati. Negli ultimi mesi tuttavia l'inflazione misurata sullo IAPC si è gradualmente moderata, soprattutto per effetto della stabilizzazione dei corsi petroliferi, che dovrebbe concorrere a ridurre le spinte inflazionistiche negli stadi iniziali della catena produttiva.

In luglio, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, la variazione sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC è rimasta a doppia cifra per l'ottavo mese conse-

**Tavola 7 Andamenti dei prezzi**

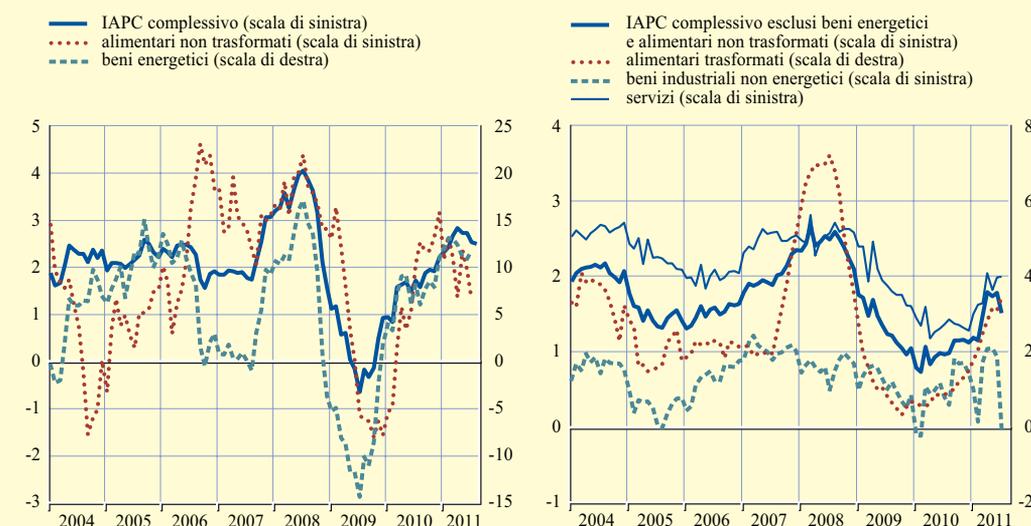
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2011 mar.	2011 apr.	2011 mag.	2011 giu.	2011 lug.	2011 ago.
<b>Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti</b>								
Indice complessivo <sup>1)</sup>	0,3	1,6	2,7	2,8	2,7	2,7	2,5	2,5
Beni energetici	-8,1	7,4	13,0	12,5	11,1	10,9	11,8	.
Alimentari non trasformati	0,2	1,3	2,2	1,4	2,4	2,0	1,3	.
Alimentari trasformati	1,1	0,9	2,5	2,8	3,2	3,1	3,4	.
Beni industriali non energetici	0,6	0,5	0,9	1,0	1,0	0,9	0,0	.
Servizi	2,0	1,4	1,6	2,0	1,8	2,0	2,0	.
<b>Altri indicatori di prezzi</b>								
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	2,9	6,8	6,8	6,2	5,9	6,1	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	82,1	85,1	79,8	79,1	81,7	76,7
Prezzi delle materie prime non energetiche	-18,5	44,7	35,7	15,1	11,1	8,7	7,7	2,6

Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni della BCE basate su dati Thomson Reuters.  
1) Il dato sullo IAPC di agosto 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.

cutivo. Benché le quotazioni del greggio, in dollari e in euro, siano diminuite rispetto ai livelli raggiunti in aprile e maggio di quest'anno, la variazione tendenziale dei prezzi dei beni energetici è rimasta elevata: in luglio si è collocata all'11,8 per cento, dopo aver oscillato intorno a questo tasso medio dal dicembre 2010. I tassi di inflazione più elevati sono stati registrati nelle voci più direttamente legate al petrolio, in particolare i carburanti per trasporto e i combustibili per riscaldamento, rispettivamente al 13,3 e al 23,7 per cento. I prezzi delle altre principali sottocomponenti dell'energia, come il gas e l'elettricità, seguono gli andamenti delle quotazioni petrolifere con un certo ritardo. Pertanto, nonostante le recenti flessioni dei corsi petroliferi, permangono le pressioni al rialzo sui prezzi di queste voci. In luglio i prezzi del gas naturale sono aumentati dell'8,2 per cento sui dodici mesi. Le variazioni dei prezzi del gas naturale nell'area dell'euro tendono a concentrarsi in quattro mesi dell'anno (gennaio, aprile, luglio e ottobre). Il rapporto tra i corsi petroliferi e i prezzi al consumo dell'elettricità è più prolungato e meno evidente rispetto ad altre sottocomponenti dell'energia. Comunque, la variazione tendenziale dei prezzi dell'elettricità è aumentata nettamente dalla fine del 2010, dal 2,7 per cento in dicembre all'8,1 nel luglio 2011. I dati attualmente disponibili suggeriscono che queste componenti potrebbero registrare ulteriori aumenti.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari (inclusi alcolici e tabacchi) è aumentato costantemente nella prima parte del 2011, riflettendo gli andamenti dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari. Dopo aver toccato il valore massimo del 2,8 per cento in maggio, è poi lievemente calato in giugno e luglio. L'aumento complessivo nella prima parte dell'anno è imputabile a un insieme di fattori, inclusi gli effetti base al rialzo derivanti dall'evoluzione dei prezzi degli alimentari un anno prima, la trasmissione dei rincari delle materie prime alimentari nei mercati mondiali dalla metà del 2010, nonché le condizioni meteorologiche avverse che hanno influito sui prezzi di alcuni alimentari freschi, in particolare frutta e verdura. Per contro, la riduzione in giugno e luglio è stata determinata principalmente da un rallentamento della crescita dei prezzi degli alimentari freschi, riconducibile in parte all'impatto delle variazioni metodologiche

nel trattamento dei prodotti stagionali <sup>1)</sup>. Pertanto, questo rallentamento della componente alimentare dell'indice, essendo riconducibile soprattutto a fattori transitori, non può essere considerato un segnale dell'esaurirsi degli effetti dello shock ai prezzi delle materie prime. Di fatto, a conferma della valutazione secondo cui persiste un forte sostegno di fondo derivante dal rialzo delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari, il tasso di inflazione della componente degli alimentari trasformati ha continuato ad aumentare di recente, sospinto dall'andamento dei beni ad alto contenuto di materie prime, come il pane, i cereali e i prodotti caseari. Anche l'andamento dei prezzi alla produzione corrobora la valutazione secondo cui persistono spinte inflazionistiche nella catena produttiva alimentare, considerando che nel luglio 2011 i prezzi alla produzione dei beni alimentari sono aumentati del 7,6 per cento in ragione d'anno, rispetto alla media storica dell'1,7 per cento dal 1999.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è diminuita dall'1,6 all'1,2 per cento tra giugno e luglio del 2011. 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, che hanno seguito andamenti molto diversi.

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 una parziale trasmissione di passati deprezzamenti dei tassi di cambio e rincari delle materie prime, nonché a incrementi delle imposte, alla debolezza della domanda, seppure in crescita, e a una moderata dinamica salariale. Sebbene le pressioni al rialzo esercitate da tali fattori siano continuate nel 2011, i tassi di variazione della componente dei beni industriali non energetici sono stati alquanto più volatili dall'inizio dell'anno, a causa del nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali <sup>2)</sup>. L'inflazione di questa componente è scesa allo 0,5 per cento nel gennaio 2011 e allo 0,1 in febbraio, quindi è risalita intorno all'1 per cento nel periodo tra marzo e giugno, per poi ridiscendere allo 0,0 per cento in luglio. Tale volatilità è riconducibile in ampia misura alla sottocomponente dei beni semidurevoli. Di fatto, i beni industriali non energetici possono essere scomposti in tre sottocomponenti: beni durevoli (autovetture, mobili, apparecchiature elettroniche, ecc.), beni non durevoli (fornitura di acqua, prodotti farmaceutici, giornali, ecc.) e beni semidurevoli (materiali per abbigliamento, tessili, libri, ecc.), che richiedono tutti un esame specifico.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni durevoli è rimasto prossimo allo zero nell'estate del 2010. Dal settembre 2010 al giugno 2011 ha poi oscillato intorno allo 0,3 per cento, prima di calare a -0,1 per cento in luglio. La dinamica di questa sottocomponente è ampiamente influenzata dal tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi delle autovetture, che nel luglio 2010 è divenuto positivo per la prima volta dalla primavera del 2009 e nel giugno 2011 è salito all'1,3 per cento, per poi diminuire lievemente in luglio. Tuttavia, l'ulteriore contrazione dei prezzi di alcuni prodotti elettronici di consumo ha compensato l'impatto dei rincari delle autovetture sull'inflazione dei beni durevoli. L'inflazione dei beni non durevoli, dopo essere rimasta relativamente stabile intorno all'1,1 per cento per tutto il 2010, è aumentata gradualmente nel 2011, attestandosi all'1,6 per cento in luglio.

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

2) Ibid.

Gli andamenti dei prezzi dei beni semidurevoli sono normalmente determinati dalle vendite stagionali semestrali (in inverno ed estate). Nel terzo trimestre del 2010 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni semidurevoli è sceso, dato che i prezzi dell'abbigliamento hanno risentito dei maggiori ribassi stagionali. Tuttavia, nel quarto trimestre dello stesso anno l'inflazione dei beni semidurevoli è aumentata allo 0,9 per cento, alimentata dai rincari di alcune voci, come il vestiario e le calzature, nonché dei pezzi di ricambio per autovetture. Nel 2011 i prezzi dei beni semidurevoli sono stati molto volatili, a seguito dell'introduzione del nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali, che ha determinato una distorsione verso il basso della variazione tendenziale dei prezzi di abbigliamento e calzature in gennaio, febbraio e luglio. In particolare, la dinamica dei prezzi dei beni semidurevoli è diminuita a -1,2 per cento in febbraio, quindi è risalita all'1,5 in maggio per poi ridiscendere a -1,3 in luglio. È probabile che gli effetti del nuovo regolamento saranno avvertiti anche in agosto, dato che i saldi estivi si tengono anche in questo mese.

Nel secondo trimestre del 2011 l'inflazione dei prezzi dei servizi è aumentata considerevolmente all'1,9 per cento, dall'1,6 nel primo trimestre, per poi salire ancora al 2,0 per cento in luglio. Se da un lato una tendenza al rialzo dei tassi di variazione sui dodici mesi si riscontra in tutte le principali sottocomponenti dei servizi, ad eccezione dei servizi di comunicazione, questo notevole aumento dell'inflazione nei servizi e l'ulteriore incremento in luglio rispetto al secondo trimestre sono imputabili soprattutto all'accelerazione dei prezzi dei servizi ricreativi e personali e dei servizi di trasporto. I primi sono aumentati considerevolmente dall'1,5 al 2,0 per cento tra il primo e il secondo trimestre di quest'anno, collocandosi al 2,2 per cento in luglio. Tale andamento è riconducibile alla forte accelerazione dei prezzi, in particolare delle vacanze organizzate e dei servizi alberghieri nel secondo trimestre e in luglio dei servizi alberghieri. Anche il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi di trasporto è salito dal 2,0 al 3,2 per cento tra il primo e il secondo trimestre, collocandosi al 3,4 per cento in luglio. Questi aumenti hanno interessato tutte le sottocomponenti nel secondo trimestre, con ogni probabilità di riflesso alla trasmissione dei rincari petroliferi. Tuttavia, diverse sottocomponenti, come i trasporti aerei, hanno risentito anche di temporanei effetti al rialzo imputabili alla diversa collocazione nel calendario delle festività di Pasqua e Pentecoste rispetto allo scorso anno. Nel secondo trimestre la variazione tendenziale della sottocomponente servizi vari, che ad esempio include i prezzi di sanità e istruzione, è salita al 2,1 per cento, con un incremento di 0,2 punti percentuali sul periodo precedente, e in luglio si è collocata al 2,0 per cento. L'incremento nel secondo trimestre dovrebbe essere connesso a ulteriori rialzi dei prezzi amministrati nello stesso periodo. L'inflazione tendenziale della componente degli alloggi, composta in gran parte dalle locazioni, è aumentata solo lievemente di 0,1 punti percentuali tra il primo trimestre e luglio, quando si è collocata all'1,9 per cento. Infine, il tasso di variazione dei prezzi dei servizi di comunicazione è calato da -0,4 per cento nel primo trimestre a -1,6 in luglio, a seguito della brusca contrazione dei prezzi delle apparecchiature e dei servizi di telecomunicazione.

In prospettiva, e considerando le attuali quotazioni del greggio, che per gran parte di agosto hanno oscillato tra 75 e 80 euro al barile, nonché i prezzi dei contratti *future* sul petrolio, ci si attende che il tasso di crescita sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC diminuisca sensibilmente dal settembre 2011, man mano che gli effetti dei forti incrementi dei prezzi registrati un anno prima cominceranno a essere esclusi dal raffronto sui dodici mesi (effetti base). Comunque, la misura in cui tali effetti base saranno di fatto evidenti nel profilo della componente energetica dello IAPC dipenderà dalla misura in cui si realizzeranno le aspettative attualmente incorporate nei prezzi dei contratti *future* sul petrolio (ossia nessun ulteriore incremento delle quotazioni del greggio).

Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* per le materie prime alimentari, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari dovrebbe aumentare ulteriormente e rimanere al di sopra

dell'inflazione complessiva misurata sullo IAPC nei prossimi mesi. Esiste tuttavia un elevato grado di incertezza in merito alle prospettive dei prezzi delle materie prime. Inoltre, la misura della trasmissione dei rincari delle materie prime dipende dalla robustezza della domanda al consumo e dal comportamento di produttori e dettaglianti, che potrebbero reagire ai rialzi dei prezzi modificando i margini di profitto.

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 segnalano un lieve contenimento delle pressioni inflazionistiche negli ultimi mesi. Tuttavia, la misura della trasmissione di questi andamenti dei prezzi all'inflazione dei beni industriali non energetici è incerta, in quanto potrebbe essere limitata da una riduzione dei beni importati direttamente e dall'assorbimento nei margini dei dettaglianti. Nel complesso, nello scorcio del 2011 l'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe rimanere prossima alla sua media (dal 1999) dello 0,7 per cento, pur mostrando una maggiore volatilità.

Infine, nei prossimi mesi l'inflazione nei servizi dovrebbe mantenersi sostanzialmente stabile sui livelli attuali, per effetto dell'andamento moderato della domanda interna e dell'ampio contenimento delle pressioni salariali.

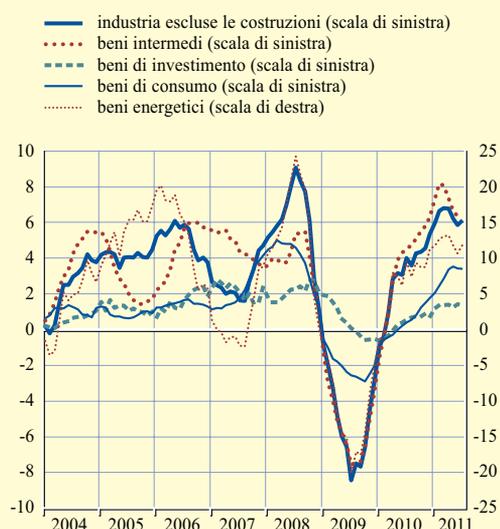
### 3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

Le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono aumentate costantemente dal livello minimo nell'estate del 2009 (cfr. tavola 7 e figura 45). Nella prima metà del 2011 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha oscillato intorno al 6 per cento, raggiungendo il 6,8 per cento in marzo per poi moderarsi al 5,9 in giugno. In luglio questo calo si è interrotto, poiché il tasso di variazione è salito leggermente al 6,1 per cento. Tale incremento è stato determinato principalmente dall'aumento dell'inflazione dei beni energetici successivo ai rincari petroliferi in luglio. L'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria, al netto delle costruzioni e dell'energia, è rimasta stabile in luglio al 4,1 per cento sul periodo corrispondente.

Esaminando più in dettaglio le componenti principali dell'indice, ossia i beni intermedi, di investimento, di consumo ed energetici, appare che la tendenza al rialzo dell'inflazione alla produzione nell'industria è stata spinta prevalentemente dalle componenti dei beni energetici e intermedi, a riflesso dei rincari del petrolio e di altre materie prime. Forti rialzi dei prezzi sono stati osservati, oltre che per le materie prime alimentari e agricole, anche per

**Figura 45 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria**

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

quelle industriali e i metalli, in parte a seguito di una ripresa della domanda mondiale. Nella prima metà del 2011 i tassi di variazione sui dodici mesi delle componenti dei beni energetici e intermedi sono stati rispettivamente 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 dello stesso anno. 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 nel maggio 2010. Nel luglio 2011 è salito al 3,4 per cento, per effetto dell'aumento dei prezzi alla produzione dei generi alimentari seguito a un rincaro delle materie prime alimentari, pur rimanendo quasi allo stesso livello registrato nei tre mesi precedenti. I recenti incrementi dei prezzi alla produzione degli alimentari, pur essendo consistenti, hanno mostrato una variazione meno marcata rispetto a quella osservata nel 2008. I prezzi alla produzione dei beni di consumo al netto di alimentari e tabacchi sono entrati in territorio positivo nell'autunno 2010 e da allora continuano ad aumentare. Nel luglio 2011 il tasso di variazione sui dodici mesi si è situato all'1,7 per cento, il livello più elevato dal 2001, a indicazione del protrarsi delle pressioni all'origine sulla componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

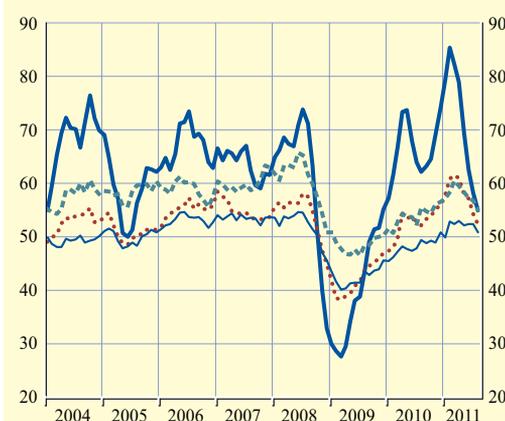
I risultati delle indagini sui prezzi alla produzione disponibili fino ad agosto indicano che le pressioni lungo la filiera produttiva si stanno attenuando leggermente. I dati sui prezzi ricavati dall'indice dei responsabili degli acquisti mostrano che tutti gli indici sono diminuiti, portandosi verso le rispettive medie storiche (cfr. figura 46), a causa del ristagno della domanda e dell'ulteriore rallentamento dei prezzi degli *input* nei settori manifatturiero e dei servizi. Nel settore manifatturiero, l'indice dei prezzi di vendita è calato per il quinto mese consecutivo da 54,3 in luglio a 52,1 in agosto, nettamente al di sotto del massimo di 61,5 registrato in marzo. La diminuzione è molto probabilmente collegata all'ulteriore calo dell'indice dei prezzi degli *input*, sceso da 58,2 in luglio a 54,6 in agosto, che è il livello più basso dal gennaio 2010 e segnala un ulteriore allentamento delle pressioni sui prezzi nella catena di approvvigionamento. Nel settore dei servizi, l'indice dei prezzi di vendita è sceso a 50,7 in agosto, mentre in luglio era rimasto invariato e in giugno aveva registrato un lieve incremento. L'indice dei prezzi degli *input*, tuttavia, è diminuito per il quinto mese consecutivo a 55,0, da 56,7 in luglio.

Nel complesso, i livelli elevati di inflazione alla produzione riflettono perduranti pressioni all'origine. In prospettiva, l'inflazione alla produzione nell'industria dovrebbe mantenere la tendenza al ribasso, rispecchiando la moderazione generale della dinamica dei prezzi delle materie prime.

**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.

### 3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

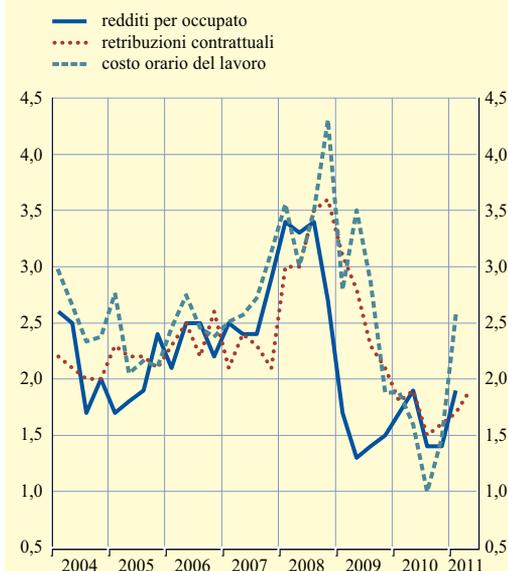
A causa dello sfasamento temporale con cui il mercato del lavoro risponde alle variazioni dell'attività economica, la dinamica del costo del lavoro nell'area dell'euro è rimasta relativamente sostenuta durante la recessione. Gli indicatori del costo del lavoro sono diventati negativi solo dal terzo trimestre del 2009, ossia circa un anno dopo che il tasso di crescita trimestrale del PIL nell'area dell'euro era entrato in territorio negativo. L'andamento del costo del lavoro è rimasto contenuto per tutto il 2010. Ciò è dovuto anche al fatto che gli accordi salariali hanno una durata media di circa un anno e mezzo (che si rispecchia nell'andamento delle retribuzioni contrattuali). Inoltre, per effetto dell'entrata in vigore dei programmi di riduzione delle ore lavorate sostenuti dai governi in alcuni paesi dell'area, in particolare in Germania, le ore lavorate totali sono diminuite sensibilmente, compensando un calo altrimenti inevitabile dell'occupazione, specie nell'industria. Quando l'attività economica ha mostrato i primi segni di ripresa, tali misure di politica economica sono state sospese. Successivamente, la variazione tendenziale delle ore lavorate totali è entrata in territorio positivo nel primo trimestre del 2010 e da allora è stata superiore a quella dell'occupazione.

Negli ultimi trimestri il miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro si è tradotto solo in un moderato aumento degli indicatori del costo del lavoro (cfr. figura 47 e tavola 8). Nel primo trimestre del 2011 il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato nell'area dell'euro è salito all'1,9 per cento, dall'1,4 nello scorcio del 2010. Tale incremento è attribuibile a un'accelerazione dei redditi per ora lavorata, nonché a un calo delle ore lavorate per addetto, connesso a sua volta probabilmente alle avverse condizioni meteorologiche negli ultimi mesi del 2010. L'accelerazione dei salari è stata generalizzata a tutti i settori, ma più elevata in quelli delle costruzioni e dei servizi (cfr. figura 48). Nel primo trimestre del 2011 il tasso di variazione annuale del costo orario del lavoro nell'area dell'euro è aumentato sensibilmente, al 2,6 per cento, dall'1,5 nel quarto trimestre del 2010. Anche questo incremento ha interessato sostanzialmente tutti i settori. Nel complesso, i costi non salariali hanno continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro.

Nel secondo 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'1,7 nel trimestre precedente, lo stesso tasso di crescita registrato nella media del 2010. In prospettiva, è probabile che l'accelerazione dei salari, seppur ancora moderata, continui nel 2011. Al momento non è chiaro in che misura gli elevati tassi di inflazione armonizzata registrati negli ultimi mesi possano indurre un'accelerazione dei salari, dopo i modesti aumenti negoziati negli scorsi anni. In alcuni paesi i sistemi di indicizzazione che legano le revisioni salariali all'inflazione passata deter-

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

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

mineranno con tutta probabilità maggiori incrementi salariali. Più in generale, tuttavia, ci sono scarse possibilità di un aumento della crescita dei salari, alla luce della perdurante debolezza del mercato del lavoro.

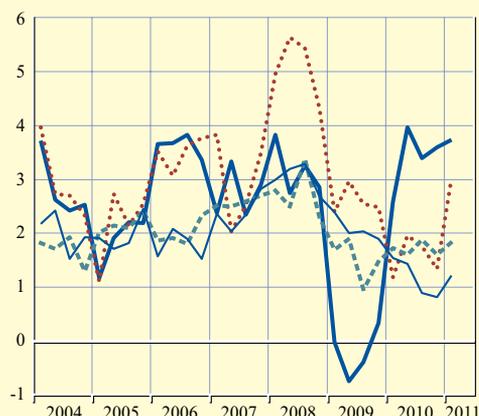
Infine, la produttività del lavoro, misurata su base pro capite, è cresciuta del 2,2 per cento in media nel 2010. Ciò rappresenta una significativa ripresa dalla media registrata nel 2009, quando era diminuita in totale del 2,3 per cento. La crescita della produttività, dopo un marcato calo alla fine del 2010 dovuto al graduale aumento dell'occupazione, si è rafforzata di nuovo, collocandosi al 2,1 per cento nel primo trimestre del 2011. Ciò nondimeno, la dinamica della produttività del lavoro ha superato quella dei redditi per addetto per il quinto trimestre consecutivo. Per questa ragione il tasso di variazione tendenziale del costo del lavoro per unità di prodotto è risultato nuovamente negativo (-0,2 per cento) nel primo trimestre del 2011, seppure in misura minore rispetto ai precedenti quattro trimestri. Sull'insieme del 2010 la crescita del costo unitario del lavoro è diminuita

**Figura 48 Andamenti del costo del lavoro per settore**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)

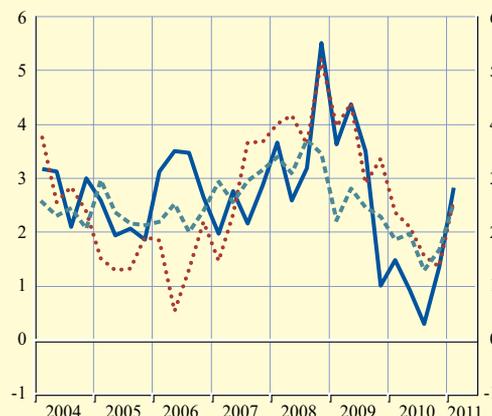
**Redditi per occupato**

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



**Indice del costo orario del lavoro**

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

dello 0,6 per cento. Ciò ha consentito il ripristino dei margini di profitto delle imprese, che avevano risentito fortemente della recessione nel 2009.

In prospettiva, e in linea con il perdurante miglioramento dell'occupazione, ci si attende che la produttività del lavoro cresca ulteriormente, ma a un ritmo più contenuto che in precedenza. 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.

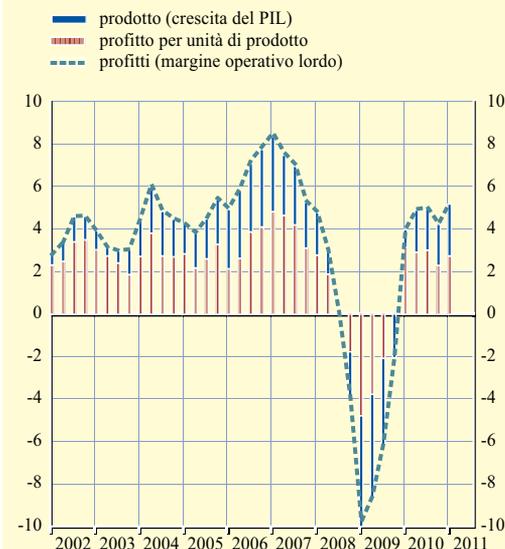
### 3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Nel primo trimestre del 2011 la crescita dei profitti societari (misurati in termini di margine operativo lordo) è aumentata ulteriormente, al 5,2 per cento sul periodo corrispondente (cfr. figura 49). I profitti societari, benché non siano tornati ancora sui livelli antecedenti alla recessione, hanno recuperato al primo trimestre del 2011 quasi il 90 per cento delle perdite accumulate durante la recessione. La crescita più sostenuta dei profitti nel primo trimestre è riconducibile a un rafforzamento dell'attività (volume) e dei profitti unitari (margine per unità di prodotto), questi ultimi favoriti ancora dalla crescita negativa del costo del lavoro per unità di prodotto.

Gli andamenti nei grandi settori economici mostrano che il miglioramento della crescita dei profitti societari nel primo trimestre del 2011 è stato determinato da un incremento del livello dei profitti nei servizi di mercato (3,3 per cento sul periodo corrispondente, a fronte del 2,5 nel quarto trimestre del 2010), mentre i profitti nel settore industriale hanno continuato a decelerare marcatamente, portandosi al 10,5 per cento su base annua, dal 13,7 nel trimestre precedente (cfr. figura 50). Esistono

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

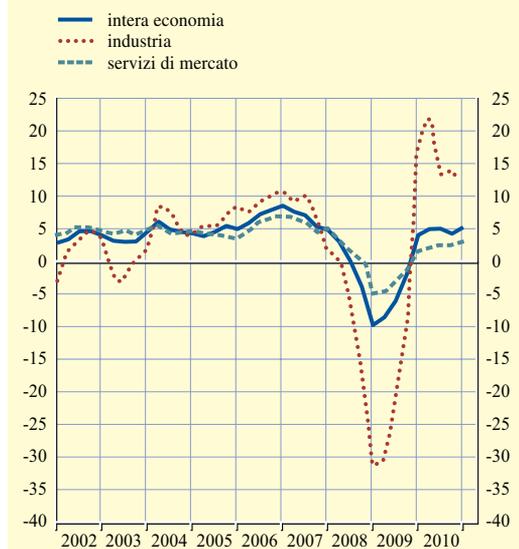
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



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.

marcate differenze tra i due settori riguardo alla misura in cui i profitti societari hanno recuperato le perdite subite durante la recessione fino al primo trimestre del 2011. I profitti nei servizi di mercato hanno recuperato il 94 per cento del calo del 5 per cento registrato durante la recessione. Nel settore industriale, tuttavia, a causa della contrazione molto più consistente (33 per cento) e malgrado la crescita nettamente superiore dopo la recessione, i profitti hanno recuperato solo il 63 per cento delle perdite subite durante la recessione.

In prospettiva, la crescita dei profitti societari dovrebbe moderarsi nel 2011, per effetto sia dell'atteso rallentamento dell'attività economica sia del calo della crescita dei margini di profitto, che riflette la moderazione della domanda e l'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

### 3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero collocarsi decisamente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi. Successivamente, in base al profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* per il petrolio, l'inflazione dovrebbe scendere al di sotto del 2 per cento nel 2012. Tale andamento rispecchia l'aspettativa che la dinamica salariale si mantenga relativamente stabile in un contesto caratterizzato da una modesta crescita economica.

Le proiezioni macroeconomiche di settembre formulate dagli esperti della BCE per l'area dell'euro incorporano tali considerazioni e collocano il tasso annuo di inflazione armonizzata tra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011 e tra l'1,2 e il 2,2 per cento nel 2012. Rispetto alle proiezioni dello scorso giugno, elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, l'intervallo di valori per il 2011 è rimasto invariato, mentre quello per il 2012 risulta lievemente più ristretto. È opportuno ricordare che le proiezioni sono soggette per costruzione a una serie di ipotesi puramente tecniche.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi sono sostanzialmente bilanciati. I rischi verso l'alto sono principalmente riconducibili alla possibilità che i rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere siano più elevati di quanto ipotizzato e che gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati siano superiori al previsto, data l'esigenza di risanare i conti pubblici nei prossimi anni. I principali rischi verso il basso sono connessi all'impatto di una crescita inferiore alle attese nell'area dell'euro e a livello internazionale.

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

Nel secondo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita allo 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,8 del primo trimestre. Come previsto, i fattori temporanei che avevano sospinto la crescita nella prima parte dell'anno sono venuti meno ed effetti avversi sono stati esercitati dal terremoto che ha colpito il Giappone e dall'impatto ritardato dei passati rincari del petrolio. In prospettiva, vari andamenti sembrano frenare la dinamica di fondo dell'area dell'euro, tra cui la moderazione del ritmo dell'espansione mondiale, i connessi cali delle quotazioni azionarie e della fiducia delle imprese, nonché le ripercussioni delle tensioni in atto in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Di conseguenza, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe aumentare molto moderatamente nella seconda metà dell'anno. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe trarre vantaggio dalla persistente espansione dell'economia mondiale, dall'orientamento di politica monetaria accomodante e dalle varie misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario. Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE, che indicano una crescita annua del PIL in termini reali compresa tra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2011 e tra lo 0,4 e il 2,2 per cento nel 2012. Rispetto alle proiezioni di giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli del tasso di crescita del PIL in termini reali nel 2011 e 2012 sono stati rivisti al ribasso. I rischi per le prospettive economiche dell'area sono orientati verso il basso, in un contesto di incertezza particolarmente elevata.

### 4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

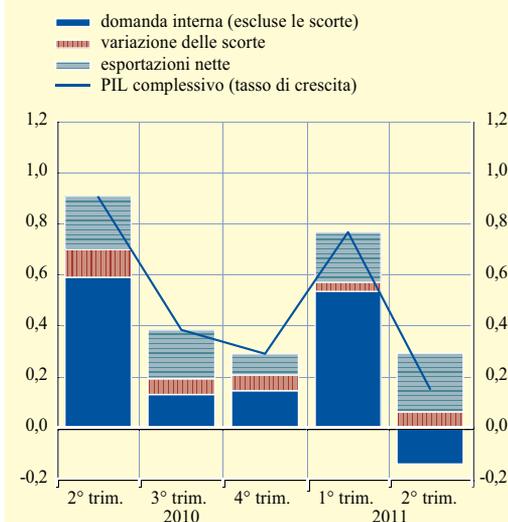
In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel secondo trimestre del 2011 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente (cfr. figura 51). Una pronunciata decelerazione del ritmo della ripresa era previsto dopo la crescita eccezionalmente robusta del primo trimestre, durante il quale il PIL era aumentato dello 0,8 per cento, in parte per effetto di fattori specifici. Il rallentamento dell'espansione economica va ricondotto principalmente alle più deboli dinamiche della domanda interna. Malgrado dall'inizio della ripresa nel secondo trimestre del 2009 la crescita del PIL sul trimestre precedente sia stata pari allo 0,5 per cento in media, nel secondo trimestre del 2011 il livello del prodotto rimaneva ancora inferiore del 2,0 per cento al suo ultimo massimo, registrato nel primo trimestre del 2008. Gli indicatori disponibili segnalano una moderata espansione della crescita dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. In tale contesto, il riquadro 6 esamina i probabili fattori all'origine del rallentamento e valuta le prospettive di crescita dell'area dell'euro.

#### CONSUMI PRIVATI

Dopo sei trimestri consecutivi di crescita positiva, nel secondo trimestre i consumi privati nell'area dell'euro sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo precedente. Attualmente i consumi si collocano su un livello superiore dell'1,2 per cento rispetto al più recente minimo

**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.

registrato nel terzo trimestre del 2009, ma inferiore dello 0,5 per cento rispetto all'ultimo valore massimo raggiunto nel primo trimestre del 2008. La debolezza dei consumi nel secondo trimestre riflette la crescita negativa delle vendite al dettaglio e delle immatricolazioni di nuove autovetture. Tra i paesi maggiori dell'area, la crescita trimestrale dei consumi è stata negativa in Germania, Francia e Paesi Bassi. I recenti andamenti degli indicatori di breve periodo e delle indagini segnalano una perdurante debolezza della spesa per consumi nell'area dell'euro nel prossimo futuro.

#### Riquadro 6

### IL RECENTE INDEBOLIMENTO DELLA CRESCITA ECONOMICA NELL'AREA DELL'EURO

Dopo la vigorosa espansione osservata nel primo trimestre del 2011, la crescita del PIL sul periodo precedente nell'area dell'euro è notevolmente diminuita allo 0,2 per cento nel secondo trimestre e, stando agli indicatori congiunturali, in luglio e agosto avrebbe perso ulteriore slancio. A fronte di questi andamenti, il presente riquadro esamina i fattori che sono probabilmente alla base del rallentamento e valuta le prospettive per la crescita economica nell'area dell'euro.

#### Andamenti recenti dei dati ricavati dalle indagini

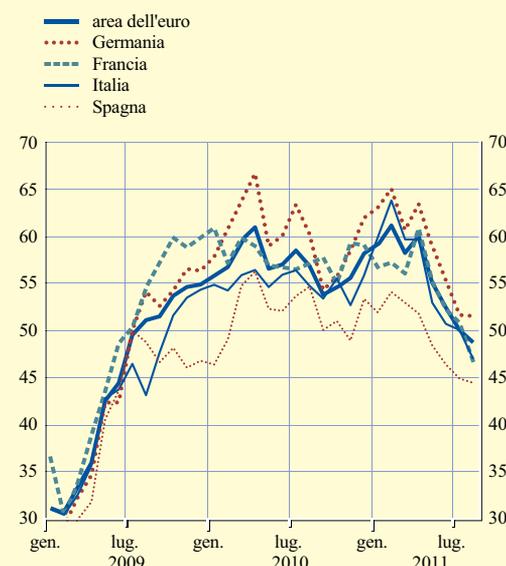
Le indagini segnalano una notevole perdita di slancio nella crescita dell'area dell'euro durante gli ultimi mesi, un fenomeno che interessa tutti i settori e tutte le principali economie dell'area dell'euro. L'indice del prodotto per il settore manifatturiero dell'area dell'euro ricavato dall'indagine presso i responsabili degli acquisti (*Purchasing Managers' Index*, PMI) ha registrato da aprile una brusca flessione, scendendo da un livello pari circa a 60 (prossimo al massimo degli ultimi dieci anni) a uno lievemente inferiore a 50, e indica una crescita industriale pressoché stagnante nei primi due mesi del terzo trimestre (cfr. figura A). Andamenti simili, ancorché leggermente meno pronunciati, si osservano per il PMI relativo all'attività nei servizi (cfr. figura B). Quest'ultimo è diminuito dall'elevato livello di marzo pari a 57, collocandosi in agosto soltanto a 1 punto e ½ dalla soglia teorica della crescita nulla pari a 50. La dinamica in altre indagini presso le imprese, come quelle della Commissione europea, è in linea con l'indagine PMI e l'evoluzione a livello aggregato dell'area dell'euro è sostanzialmente condivisa dai maggiori paesi che vi appartengono.

#### Determinanti del rallentamento

Prima di esaminare le cause specifiche dell'attuale rallentamento dell'attività dell'area dell'euro, è utile considerare due fattori generali che in genere concorrono a una moderazione della crescita nel corso di una ripresa. Il primo è il venire meno dell'“effetto di rimbal-

Figura A Indici PMI del prodotto del settore manifatturiero per l'area dell'euro e per i maggiori paesi dell'area

(livello dell'indice)



Fonte: Markit.

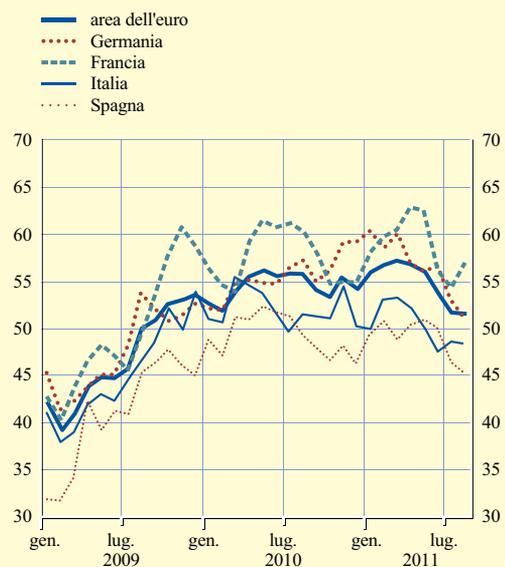
zo". Nelle fasi iniziali di una ripresa la crescita è in genere sostenuta dal riassorbimento della domanda arretrata di consumatori e produttori (poiché durante la recessione la spesa era stata rinviata a causa delle prospettive incerte), cui si accompagna una ricostituzione delle scorte, che erano state ridotte nel corso della contrazione. Nell'attuale ripresa l'impatto di questo fenomeno potrebbe essersi già esaurito.

Il secondo fattore che, prevedibilmente, contribuisce a una diminuzione della crescita è il ripresentarsi di vincoli nella capacità produttiva, una volta ripristinato un grado più elevato del suo utilizzo. Per l'economia dell'area dell'euro, il tasso di utilizzo della capacità produttiva si è riportato nell'aprile scorso su un livello prossimo alla media di lungo periodo (81,6 per cento). Di recente, tuttavia, i vincoli di capacità sarebbero nuovamente diminuiti in qualche misura. Ciò emerge chiaramente anche da un recente calo dei limiti alla produzione industriale dal lato dell'offerta derivanti da una mancanza di attrezzature, circostanza che mette in risalto il fatto che con ogni probabilità il rallentamento dell'attività economica segnalato ultimamente dalle indagini non è connesso in misura significativa a vincoli dal lato dell'offerta. Di fatto, la recente flessione dei dati delle indagini sembra essere legata a una crescente scarsità della domanda quale fattore di limitazione della produzione, come mostra anche il brusco calo degli indici dei responsabili degli acquisti relativi ai nuovi ordinativi, compresi quelli dall'estero, a livelli nettamente inferiori a 50.

Un fattore importante alla base della moderazione della crescita nell'area dell'euro e della crescente debolezza della domanda rilevata nelle indagini a partire dal primo trimestre dell'anno consiste negli effetti di propagazione degli andamenti dell'economia mondiale. Gli indici mondiali dei responsabili degli acquisti mostrano negli ultimi mesi una flessione con un profilo simile a quello relativo all'area dell'euro, con la notevole differenza che le marcate contrazioni sarebbero iniziate con un certo anticipo rispetto all'area. A livello mondiale, vari fattori hanno contribuito alla recente moderazione della crescita. In particolare, il terremoto in Giappone ha esercitato un forte impatto negativo sull'economia interna del paese così come sulle filiere produttive mondiali. Poiché le turbative in queste ultime sono in fase di graduale attenuazione e le imprese recuperano la produzione persa, uno dei principali fattori che frenava l'espansione nel secondo trimestre è ora in via di diminuzione ed è prevedibile che la produzione giapponese evidenzierà un certo recupero nel terzo trimestre. Un altro fattore che grava sulla crescita mondiale nonché su quella dell'area dell'euro è il mercato rincarato del petrolio nell'ultimo anno. Dopo aver toccato il valore minimo nel dicembre 2008, i corsi petroliferi hanno registrato un aumento, in euro, del 150 per cento circa fino ad agosto 2011 e sono superiori di quasi il 30 per cento rispetto al livello medio del 2010. Allo stesso tempo i problemi strutturali frenano le prospettive di crescita a medio termine, specie nelle economie avanzate. L'attuale esigenza di un risanamento dei bilanci pubblici e privati nonché la perdurante debolezza dei mercati del lavoro e degli immobili residenziali indicano una ripresa

**Figura B Indici PMI dell'attività nei servizi per l'area dell'euro e per i maggiori paesi dell'area**

(livello dell'indice)



Fonte: Markit.

mondiale piuttosto modesta. Infine, il dibattito politico negli Stati Uniti sul massimale per il debito e l'adozione di un piano di riequilibrio delle finanze pubbliche potrebbero aver contribuito nei mesi recenti a indebolire la fiducia dei consumatori e delle imprese statunitensi. Ciò, a sua volta, potrebbe aver incrementato l'incertezza che ultimamente ha caratterizzato le prospettive economiche mondiali, come rispecchia l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari.

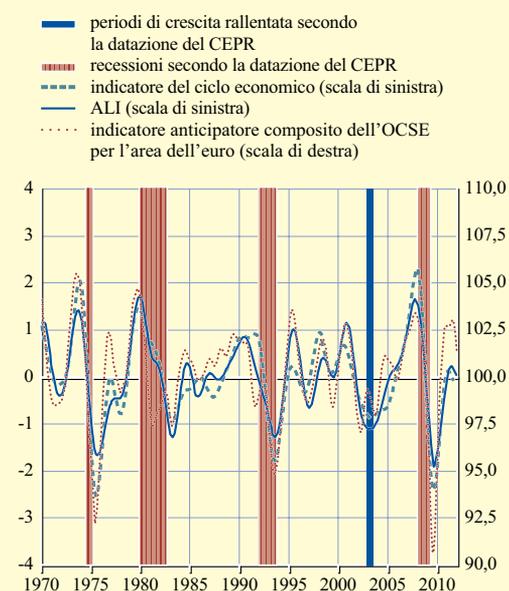
Nell'area dell'euro, oltre alle cause sul piano internazionale appena descritte, una serie di fattori interni avrebbe favorito il calo della crescita rispetto al primo trimestre dell'anno. Innanzitutto, la vigorosa espansione in quel trimestre era riconducibile in parte a un fattore temporaneo, vale a dire la marcata ripresa dell'attività nel settore delle costruzioni dopo il freno posto dalle condizioni meteorologiche insolitamente avverse del periodo precedente. Ciò si è riflesso anche nella debole dinamica del valore aggiunto del medesimo comparto nel secondo trimestre. È probabile inoltre che anche le misure di risanamento delle finanze pubbliche attuate nei paesi dell'area dell'euro frenino la crescita economica. Peraltro, in alcuni paesi dell'area potrebbe aver influito la conclusione di varie misure di stimolo fiscale. In Francia, ad esempio, sono venuti meno gli effetti degli incentivi alla rottamazione degli autoveicoli. Infine, è probabile che il livello elevato di incertezza derivante dalle crisi del debito sovrano in taluni paesi dell'area abbia avuto ripercussioni sull'attività economica nel suo complesso, attraverso effetti avversi sul clima di fiducia e un'accresciuta incertezza economica.

### Prospettive per l'attività economica dell'area dell'euro

Guardando al futuro, gli indicatori anticipatori del ciclo economico dell'area dell'euro sono peggiorati negli ultimi mesi, indicando un indebolimento in atto nella seconda metà dell'anno degli andamenti congiunturali dell'area (cfr. figura C). Nonostante tale evoluzione, gli attuali livelli sono in linea con il protrarsi di una crescita moderata.

Le più recenti rilevazioni dell'indicatore anticipatore del ciclo economico per il complesso dell'area dell'euro (ALI) <sup>1)</sup> indicano una flessione del ciclo di crescita nel suo orizzonte temporale fino al prossimo dicembre. Tali segnali trovano conferma nell'indicatore anticipatore composito dell'OCSE per l'area

**Figura C Area dell'euro: indicatore del ciclo economico, indicatore anticipatore (euro area-wide leading indicators, ALI) indicatore anticipatore composito dell'OCSE (deviazione percentuale standardizzata dal trend; dati mensili)**



Fonti: Thomson Reuters, BCE, Commissione europea, Eurostat, Ifo Institute for Economic Research, Markit, US Department of Labor, OCSE, CEPR ed elaborazioni della BCE.  
Note: l'indicatore del ciclo economico è basato sui dati della produzione industriale escluse le costruzioni fino a giugno 2011. L'ALI si muove con un anticipo pari fino a sei mesi (ovvero, attualmente si estende fino a dicembre 2011) e anche l'anticipo dell'indicatore composito dell'OCSE è pari a circa sei mesi. Tali indicatori sono pertanto traslati in avanti di sei mesi, anticipo con il quale precedono il ciclo economico.

1) Cfr. De Bondt, G. ed E. Hahn, *Predicting recessions and recoveries in real time: the euro area-wide leading indicator (ALI)*, Working Paper della BCE, n. 1246, Francoforte sul Meno, settembre 2010, nonché il riquadro *La misurazione e le previsioni relative al ciclo economico dell'area dell'euro* nel numero di maggio 2011 di questo Bollettino.

dell'euro. Quest'ultimo, caratterizzato anch'esso da un anticipo di circa sei mesi rispetto ai punti di svolta dell'attività economica, ha mostrato una costante flessione negli ultimi mesi, pur rimanendo su un livello più elevato dell'ALI. Il terzo indicatore anticipatore per l'area dell'euro pubblicato periodicamente, il Conference Board Leading Economic Index (non riportato nella figura), è aumentato in luglio, dopo essere diminuito nei due mesi precedenti, indicando il perdurare di una modesta espansione dell'attività economica nella seconda metà dell'anno. Anche altri indicatori, come M1 e i prestiti delle IFM alle famiglie, segnalano un'ulteriore crescita del prodotto nell'area dell'euro, ancorché a tassi modesti (cfr. riquadro 1).

Nel complesso, pertanto, le informazioni attualmente disponibili suggeriscono che, nonostante il recente calo significativo degli indicatori congiunturali, è prevedibile un perdurare dell'espansione dell'attività nell'area dell'euro, seppure a tassi contenuti (cfr. anche il riquadro 9). Sulla scorta degli indicatori più recenti, sembra piuttosto improbabile una ricaduta in recessione nell'area dell'euro sotto forma di due o più trimestri consecutivi di crescita negativa.

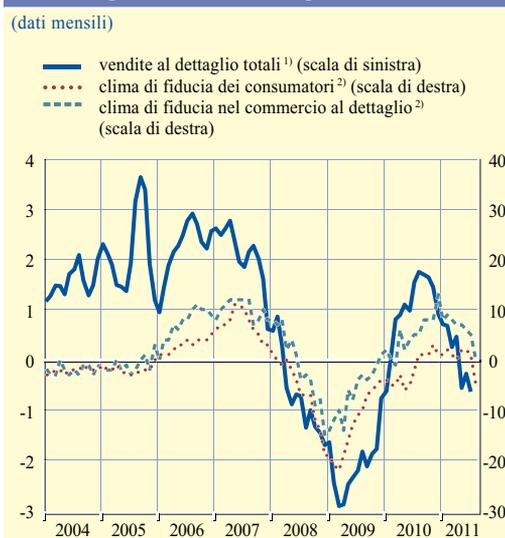
Da una prospettiva di più lungo periodo, l'evoluzione negativa del reddito reale aggregato è stata la principale determinante della debolezza dei consumi privati. Il tasso di variazione sul periodo corrispondente delle retribuzioni reali dei lavoratori è stato negativo sin dal secondo trimestre del 2009 e si è collocato al -0,6 per cento nel primo trimestre del 2011. L'elevata inflazione, alimentata dai rincari di alimentari e materie prime, è stata la principale ragione della diminuzione del potere d'acquisto dei consumatori. Nelle fasi iniziali della ripresa (cominciata nel terzo trimestre del 2009), tuttavia, le deboli condizioni del mercato del lavoro, caratterizzato da una più bassa crescita dell'occupazione, hanno altresì esercitato un effetto frenante sull'aumento del reddito complessivo. Sebbene i mercati del lavoro abbiano nuovamente iniziato a migliorare, l'inflazione continuerà a pesare sul reddito disponibile reale nei prossimi mesi (cfr. sezione 3).

Anche la forte contrazione della ricchezza finanziaria e immobiliare nel 2008 e nel 2009 spiega in parte la moderata crescita dei consumi durante la fase di ripresa. Più di recente, tuttavia, dall'ultima parte del 2009 fino al primo trimestre del 2011, il tasso di crescita sul periodo corrispondente della ricchezza finanziaria è stato positivo, mentre nel primo trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono aumentati sul periodo corrispondente per il quinto trimestre consecutivo. Queste evoluzioni potrebbero aiutare a spiegare perché il saggio di risparmio delle famiglie ha fatto registrare un andamento calante, a indicazione che le famiglie sono state disposte a ridurre il proprio risparmio precauzionale per finanziare i consumi. Di fatto, nel primo trimestre del 2011 il saggio di risparmio si è collocato in prossimità del basso livello dell'ultimo trimestre del 2010.

Per quanto riguarda l'andamento più recente dei dati quantitativi, in luglio le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,2 per cento sul mese precedente, segnando un inizio misuratamente positivo per il terzo trimestre (cfr. figura 52). Tale indicatore, che ha mostrato una considerevole debolezza negli ultimi trimestri, è diminuito dello 0,3 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre (cfr. riquadro 7 per ulteriori dettagli sul nesso tra il commercio al dettaglio e i consumi privati). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio si è collocato a 48,1 nella media di luglio e agosto, suggerendo un calo delle vendite nel terzo trimestre. Secondo le indagini della Commissione europea, in questi due mesi il livello medio del clima di fiducia nel commercio al dettaglio è stato leggermente superiore alla sua media di lungo periodo, ma inferiore al livello del secondo trimestre. Le immatricolazioni di nuove autovetture, che nel primo trimestre sono aumentate sul periodo precedente, sono diminuite del 4,0 per cento nel secondo. Non sono ancora

disponibili dati per il terzo trimestre, ma l'indicatore della Commissione europea delle attese sugli acquisti rilevanti rimane basso ed è calato ulteriormente in agosto, a indicazione che i consumatori restano cauti nel decidere se acquistare beni durevoli. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia dei consumatori, che fornisce un'indicazione piuttosto affidabile sull'andamento dei consumi, ha registrato una netta diminuzione in agosto e ha ora raggiunto lo stesso livello della metà del 2010. Quest'ultima flessione è in contrasto con la ripresa registrata tra inizio 2009 e fine 2010 e con il successivo periodo di stabilità. Le principali determinanti di questi andamenti di più lungo periodo, sia il precedente aumento che il calo dell'agosto 2011, sono le aspettative sugli andamenti del mercato del lavoro e sulla situazione economica generale; le attese circa il tasso di risparmio e la posizione finanziaria delle famiglie sono mutate meno. Nel complesso, queste informazioni segnalano una perdurante debolezza della spesa per consumi nel periodo a venire.

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



Fonti: indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese ed Eurostat.  
 1) Variazioni percentuali sul periodo corrispondente; medie mobili di tre mesi; dati corretti per il numero di giornate lavorative al netto dei carburanti.  
 2) Saldi percentuali; dati destagionalizzati e al netto della media.

**Riquadro 7**

**GLI INDICATORI DEI CONSUMI PRIVATI NELL'AREA DELL'EURO: SITUAZIONE ATTUALE E INDIRIZZI DI STUDIO**

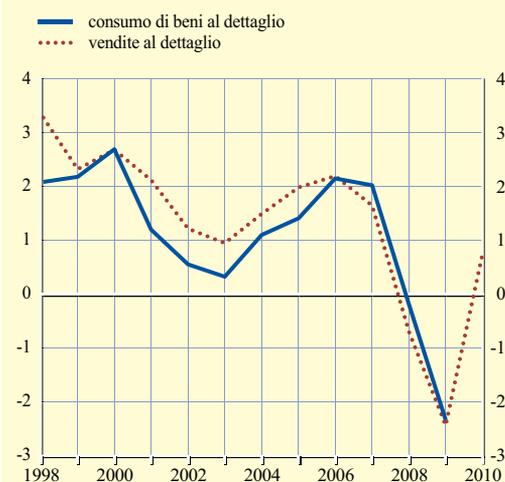
I consumi privati costituiscono una variabile importante da tenere sotto osservazione poiché rappresentano quasi il 60 per cento del PIL nell'area dell'euro. In questo contesto, il presente riquadro passa in rassegna gli indicatori attualmente disponibili per stimare e valutare la dinamica più recente dei consumi privati. Mette in evidenza poi i settori in cui non si dispone di indicatori a elevata frequenza (e tempestivi). Infine, si citano indicatori alternativi non compresi nelle statistiche ufficiali, che potrebbero aiutare a colmare le attuali lacune informative.

**Gli indicatori congiunturali disponibili sui consumi privati: il commercio al dettaglio e gli acquisti di autoveicoli**

Per essere utili ai fini dell'analisi dei consumi, gli indicatori congiunturali mensili devono essere tempestivi e mostrare un ragionevole comovimento con i consumi privati (o con una componente di essi). Gli unici indicatori che attualmente sembrano soddisfare questi criteri sono le serie mensili sul volume di fatturato del commercio al dettaglio (pubblicate dall'Eurostat) e il numero delle immatricolazioni di nuove autovetture (diffuse dalla European Automobile Manufacturers' Association, ACEA, e destagionalizzate a cura della BCE). A livello dell'area dell'euro, il commercio al dettaglio costituisce quasi il 45 per cento dei consumi complessivi, mentre gli acquisti di autoveicoli rappresentano poco meno del 5 per cento. Ciò significa che, grazie alla tempestività dei dati relativi al commercio al dettaglio e alle immatricolazioni di autovetture, per quasi il 50

**Figura A Consumo e commercio al dettaglio nell'area dell'euro**

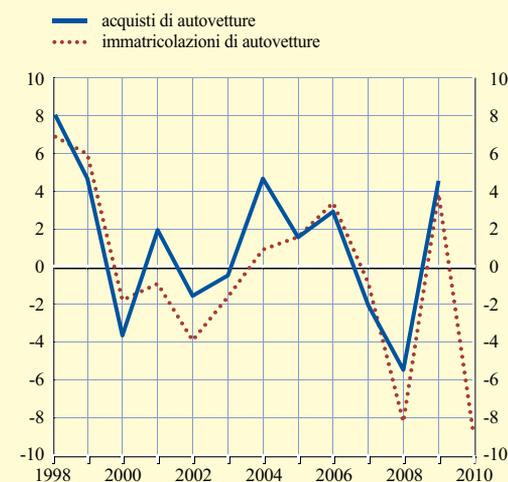
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura B Acquisti e immatricolazioni di autovetture nell'area dell'euro**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati annuali)



Fonti: ACEA, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

per cento dei consumi privati è possibile farsi un'idea degli andamenti prima della pubblicazione della scomposizione della spesa quale parte dei conti nazionali trimestrali, disponibili in genere circa due mesi dopo la fine del periodo di riferimento.

Un modo di valutare il contenuto informativo di questi due indicatori anticipatori è ricorrere alla scomposizione dei consumi privati secondo la COICOP<sup>1)</sup> e di costruire aggregati che corrispondano agli indicatori congiunturali del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di autovetture. Tuttavia, la scomposizione dei consumi contemplata dalla COICOP è disponibile solo con frequenza annuale ed è pubblicata con un ritardo significativo. La figura A mostra il tasso di variazione sul periodo corrispondente dei consumi al dettaglio nell'area dell'euro, costruito in base a tale scomposizione, unitamente alla serie riguardante il commercio al dettaglio, mentre la figura B riporta gli acquisti di autoveicoli insieme alle immatricolazioni di nuove autovetture (a fini di comparabilità, in entrambi i casi le serie mensili sono state convertite in termini annuali). I comovimenti tra le rispettive serie indicano effettivamente la fondatezza dell'impiego dei dati concernenti il commercio al dettaglio e le immatricolazioni delle autovetture per formulare un parere in merito ai recenti andamenti delle sottocomponenti dei consumi privati nell'area dell'euro. Nonostante l'approssimazione relativamente buona dei dati annuali, le variazioni trimestrali ottenute dai dati mensili mostrano tuttavia un'incertezza più elevata. Ciò potrebbe essere dovuto a differenze nella destagionalizzazione e nella correzione per il numero di giornate lavorative, nonché all'applicazione di diverse politiche di revisione in merito ai dati nazionali. La serie mensile del commercio al dettaglio, ad esempio, è sottoposta a revisioni frequenti e talvolta considerevoli.

1) "Classificazione dei consumi individuali secondo la funzione" (cfr. Regolamento (CE) n. 113/2002 della Commissione, del 23 gennaio 2002). La classificazione della spesa per consumi delle famiglie in base alla finalità è utilizzata nel Sistema europeo dei conti (SEC95) e nell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC).

### Indicatori per altri elementi dei consumi (prevalentemente servizi)

Il restante 53 per cento dei consumi privati totali dell'area dell'euro, in base alla definizione nella contabilità nazionale, è costituito soprattutto da servizi, di cui le quote più elevate sono rappresentate dai servizi abitativi (compresa l'energia) e da quelli alberghieri e di ristorazione (cfr. la tavola). La figura C illustra il contributo trimestrale degli altri consumi unitamente ai contributi del commercio al dettaglio e delle immatricolazioni di autovetture<sup>2)</sup>. Per gli altri consumi, non ci sono indicatori attendibili e a elevata frequenza degli andamenti a livello dell'area dell'euro; tutti quelli disponibili presentano alcuni svantaggi.

L'Eurostat pubblica statistiche armonizzate sul fatturato nel settore dei servizi. La copertura e il livello di dettaglio concernenti i comparti che ne fanno parte sono aumentati dopo la recente migrazione delle statistiche sulle imprese alla nuova classificazione delle attività economiche (NACE Rev. 2)<sup>3)</sup>. Tuttavia, gli aggregati dell'area dell'euro sono ancora disponibili solo in parte. Altri svantaggi significativi di questi dati sono la loro tempestività e frequenza. Sebbene le serie temporali dell'area dell'euro siano disponibili su base mensile, i dati sono aggiornati solo una volta a trimestre: pertanto, tutti e tre i mesi di un trimestre sono pubblicati contemporaneamente, solitamente in coincidenza con la diffusione dei conti nazionali trimestrali. Inoltre, la loro correlazione con la crescita sul trimestre precedente dei consumi di servizi, rilevati nei conti nazionali, non è particolarmente elevata al momento. Ciò nonostante, ci si attende che la qualità di questi indicatori del fatturato nel settore dei servizi migliorino nel tempo con l'allungarsi delle serie temporali e con il superamento di alcuni problemi di dati iniziali causati dall'introduzione della nuova classificazione economica.

- 2) Il contributo degli "altri" consumi viene calcolato come valore residuo sottraendo i contributi di commercio al dettaglio e immatricolazioni di autovetture dalla crescita effettiva sul trimestre precedente dei consumi privati totali.
- 3) Per maggiori dettagli sulla nuova versione della classificazione NACE, cfr. il riquadro *Recenti modifiche alle statistiche congiunturali* nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

### Composizione di altri consumi (principalmente servizi)

(peso espresso in percentuale)

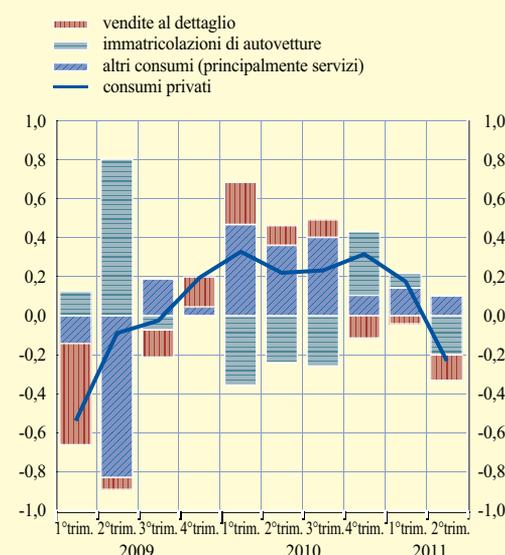
Abitazioni, acqua, elettricità, gas e altri combustibili	21,1
Servizi per la manutenzione domestica ordinaria	0,9
Sanità	2,4
Trasporti	2,1
Comunicazioni	3,0
Servizi ricreativi e culturali	3,1
Vacanze organizzate	0,6
Istruzione	0,8
Ristoranti e alberghi	8,8
Cura personale	2,2
Protezione sociale	1,1
Assicurazioni	3,0
Servizi finanziari	3,9
<b>Totale</b>	<b>53,0</b>

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le quote sono calcolate con riferimento al periodo 2006-2009.

### Figura C Crescita dei consumi privati e relativi contributi

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



Fonti: ACEA, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Una potenziale fonte di indicatori è costituita dai dati delle indagini congiunturali. Sia le indagini della Commissione europea sulle imprese sia quelle condotte presso i responsabili degli acquisti (indagini PMI) forniscono varie serie relative al settore dei servizi. Alcune di queste mostrano un certo comovimento con gli andamenti tendenziali dei consumi per servizi (ad esempio la crescita sul periodo corrispondente). Tuttavia, spesso non riescono a cogliere le dinamiche di breve periodo, che sono essenziali quando si cerca di formulare un parere sul dato più recente relativo alla crescita dei consumi sul trimestre precedente. Ciò potrebbe riflettere in parte il fatto che, in molti casi, i dati delle indagini congiunturali coprono anche i servizi alle imprese e non solo i servizi attribuiti ai consumi privati. L'indagine della Commissione europea presso i consumatori fornisce informazioni su tematiche quali le intenzioni delle famiglie di effettuare acquisti di importo elevato nel prossimo futuro. L'indicatore del clima di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione spesso fornisce segnali in linea nel complesso con la tendenza generale dei consumi privati. Questi sono però meno attendibili quando si tratta di cogliere le variazioni della spesa per consumi nel breve periodo (come la crescita sul trimestre precedente).

Una terza fonte di dati potenziale consiste nelle informazioni sulle operazioni di pagamento. Il ricorso alle statistiche sui pagamenti per un'analisi congiunturale è una relativa novità e si possono individuare due approcci distinti. Il primo è quello di considerare le operazioni effettuate mediante carta di credito provenienti dai principali emittenti nazionali e internazionali. Questi dati potrebbero essere potenzialmente interessanti ai fini dell'analisi dei consumi, quanto meno per i comparti dei servizi che fanno largo impiego dei pagamenti con carta, come il trasporto aereo, il settore alberghiero e la ristorazione. Il secondo approccio consiste nell'utilizzare i dati sui prelievi di contante da distributori automatici e sui pagamenti con carta presso i punti di vendita (operazioni ATM/POS), che vengono raccolti dalle BCN europee nell'ambito delle statistiche sui pagamenti. La copertura è più adatta ai fini dell'analisi dei consumi, in quanto vi rientrano tutte le operazioni nazionali. Permangono tuttavia problemi relativi all'attuale frequenza dei dati (annuale) e al notevole ritardo di segnalazione (circa nove mesi).

Un nuovo ambito di studio da approfondire potrebbe discendere dall'impiego di dati ricavati da Internet (ad esempio mediante i motori di ricerca). Poiché si può osservare anche in Europa un aumento dell'incidenza del commercio elettronico e dei tassi di penetrazione di apparecchiature per la navigazione in Internet presso le famiglie, ciò potrebbe diventare una potenziale fonte di informazioni molto rapida e a elevata frequenza sui comportamenti di consumo.

Infine, un altro ambito di sviluppo statistico potrebbe riguardare la copertura dei consumi energetici da parte delle famiglie sotto forma di statistiche attendibili e a elevata frequenza provenienti, in particolare, dai maggiori produttori di beni energetici.

In sintesi, i consumi privati costituiscono una variabile importante da seguire con attenzione. A tale riguardo, le statistiche sulle vendite al dettaglio e sulle immatricolazioni di nuove autovetture forniscono indicatori utili che coprono insieme circa metà della spesa per consumi. Per il resto della spesa per consumi, costituito principalmente da servizi, esistono tuttavia solo pochi indicatori affidabili a elevata frequenza relativi agli andamenti a livello dell'area dell'euro e tutti presentano alcuni svantaggi. Per questo occorre studiare nuovi ambiti di raccolta dei dati. Tali informazioni aggiuntive, a elevata frequenza, potrebbero aiutare a colmare le lacune delle statistiche ufficiali allo scopo di ampliare la base informativa sui più recenti andamenti dei consumi privati.

## INVESTIMENTI

La progressione degli investimenti fissi lordi è stata debole durante la ripresa, tranne nel secondo trimestre del 2010 quando la crescita degli investimenti era stata particolarmente vigorosa. Nel secondo trimestre del 2011 gli investimenti sono aumentati dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo aver fatto registrare un incremento dell'1,8 per cento nel primo trimestre.

Non è ancora disponibile una scomposizione dettagliata degli investimenti nel secondo trimestre. Sulla base dei dati nazionali, sembra che la crescita degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni (che rappresentano la metà degli investimenti totali) sia diminuita nel secondo trimestre, in linea con la più debole attività economica complessiva, malgrado le condizioni relativamente favorevoli a livello di utili societari e di finanziamento. Mentre per il secondo trimestre le indagini della Commissione europea indicano un ulteriore lieve aumento del grado di utilizzo della capacità produttiva, nel terzo trimestre sia l'indicatore PMI che le indagini della Commissione segnalano una diminuzione della fiducia delle imprese manifatturiere.

È probabile che anche la crescita delle componenti sia residenziale sia non residenziale degli investimenti in costruzioni sia diminuita nel secondo trimestre, come suggerisce l'incremento molto modesto della produzione nel settore delle costruzioni. Una certa normalizzazione era attesa dopo l'elevata volatilità dei precedenti trimestri, che era stata connessa alle inconsuete condizioni meteorologiche in alcuni paesi. Inoltre, la debolezza del settore delle costruzioni si è protratta nei paesi in cui si erano osservati incrementi sostanziali dell'attività di costruzione prima dello scoppio della recente recessione.

Per quanto concerne il terzo trimestre del 2011, i pochi indicatori anticipatori disponibili segnalano una forte incertezza associata alle prospettive della crescita degli investimenti fissi nell'area dell'euro. I tassi di utilizzo della capacità produttiva sembrano essersi stabilizzati, a indicazione di una minore necessità di incrementare ulteriormente la capacità produttiva nel breve termine. In alcuni paesi le condizioni di finanziamento si sono deteriorate, e ciò potrebbe altresì frenare gli investimenti fissi produttivi. Anche il clima di fiducia nell'industria, misurato dalla Commissione europea e dalle indagini nazionali, segnala una crescita modesta degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni nel terzo trimestre. L'indagine PMI per il settore manifatturiero e la sua componente dei nuovi ordini mostrano un forte ridimensionamento su livelli che indicano contrazione in tale settore nel terzo trimestre. Per contro, i dati pubblicati sui nuovi ordini nell'industria, disponibili fino al giugno 2011, rivelano un aumento degli ordinativi nel settore dei beni d'investimento.

La crescita degli investimenti in costruzioni dovrebbe essere più vigorosa nel terzo trimestre rispetto al secondo, ma gli andamenti dovrebbero comunque mantenersi moderati, a causa del protrarsi della correzione nelle regioni in cui l'attività aveva fatto registrare una straordinaria espansione prima della crisi.

In una prospettiva più lunga e al netto della volatilità a breve termine, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni dovrebbero rafforzarsi leggermente nei prossimi trimestri. Quanto agli investimenti in costruzioni, la componente residenziale in particolare dovrebbe essere favorita da una ripresa dei mercati immobiliari, come indicato dalla normalizzazione del numero delle concessioni edilizie rilasciate.

## CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

La tendenza alla crescita dei consumi delle amministrazioni pubbliche si è moderata di recente, in conseguenza delle iniziative di risanamento delle finanze pubbliche in atto in vari paesi. Tuttavia, i dati trimestrali di finanza pubblica tendono a essere piuttosto volatili. Di fatto, l'aumento dei consumi pubblici reali registrato nel primo trimestre del 2011 è stato riconducibile a fattori di natura temporanea. Nel secondo trimestre i consumi pubblici sono leggermente diminuiti, dello 0,2 per cento.

La riduzione in termini reali del secondo trimestre riflette un andamento invariato dei consumi pubblici in termini nominali rispetto al primo trimestre. Riguardo alle singole voci, il contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che contribuiscono per quasi la metà dei consumi totali delle amministrazioni pubbliche, ha esercitato un sostanziale effetto frenante sui consumi nominali totali. Tale contenimento delle retribuzioni è una conseguenza di riduzioni sia dei salari che del numero di occupati in alcuni paesi. La spesa per consumi intermedi, pari a poco meno di un quarto della spesa totale, è anch'essa andata calando, a causa dei perduranti sforzi di risanamento fiscale messi in campo dai governi. I trasferimenti sociali in natura, pari anch'essi a quasi un quarto dei consumi pubblici, sono andati crescendo più in linea con le medie storiche, per effetto anche dell'evoluzione di voci quali la spesa sanitaria, che seguono dinamiche per certi versi autonome. L'impatto delle restanti componenti dei consumi delle amministrazioni pubbliche, come il consumo di capitale fisso, sull'andamento complessivo è relativamente esiguo.

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

Gli andamenti delle scorte sono stati sostanzialmente in linea con l'attività complessiva durante il rallentamento congiunturale e la successiva ripresa. Nella fase di pronunciato calo della crescita del PIL, dal secondo trimestre del 2008 al secondo del 2009, le scorte hanno contribuito per -0,2 punti percentuali in media alla crescita trimestrale del PIL. Ciò ha rispecchiato il rapido deterioramento delle prospettive della domanda, nonché le condizioni di finanziamento molto restrittive.

Per contro, dal terzo trimestre del 2009, quando la ripresa è iniziata, il graduale miglioramento delle attese sulla domanda e le condizioni di finanziamento più favorevoli hanno determinato un contributo medio positivo delle scorte alla crescita del PIL. Nel secondo trimestre del 2011 le scorte hanno apportato un contributo di 0,1 punti percentuali alla crescita del PIL sul trimestre precedente, dopo aver fornito un contributo più modesto, ma comunque positivo, nel primo trimestre. È difficile valutare quanto l'ultimo risultato sia stato influenzato dal disastro naturale che ha colpito il Giappone a metà marzo (cfr. anche il riquadro 8 *Il grado di dipendenza dell'area dell'euro dalle catene di approvvigionamento internazionali*). 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.

La percezione generale è che il livello delle scorte sia piuttosto basso, per cui si avverte la necessità di ricostituire in maniera selettiva in futuro. Ciò è in linea con la più recente indagine sul credito bancario, che indica un ulteriore aumento del fabbisogno di finanziamento per il capitale circolante. Tuttavia, il recente rallentamento della crescita del PIL e l'accresciuta incertezza in merito alle prospettive della domanda potrebbero rallentare questo processo. I più recenti andamenti dei dati delle indagini, con effetto sul terzo trimestre, segnalano un modesto contributo alla crescita trimestrale del PIL da parte della variazione delle scorte.

#### Riquadro 8

### IL GRADO DI DIPENDENZA DELL'AREA DELL'EURO DALLE CATENE DI APPROVVIGIONAMENTO INTERNAZIONALI

Gli shock di offerta provocati dal terremoto in Giappone hanno avuto gravi ripercussioni sulle catene di approvvigionamento internazionali e sui paesi la cui produzione dipende in misura rile-

vante da *input* giapponesi. Il settore più colpito è stato quello automobilistico, dal momento che oltre la metà della produzione globale di autoveicoli nipponici avviene al di fuori del Giappone. Ad esempio, negli Stati Uniti il conseguente calo della produzione di autoveicoli nel secondo trimestre del 2011 rispetto al primo trimestre (5,5 miliardi di dollari) ha rappresentato un contributo negativo stimato alla crescita del PIL di almeno 0,15 punti percentuali (su base trimestrale annualizzata). Sebbene l'episodio in questione abbia avuto un impatto più contenuto sulla produzione dell'area dell'euro, ha comunque sollevato preoccupazioni di ordine generale riguardo ai rischi di una trasmissione internazionale degli shock di offerta attraverso i legami commerciali <sup>1)</sup>.

Le catene di approvvigionamento internazionali sono una caratteristica saliente dell'odierna economia mondiale, e il commercio degli *input* intermedi rappresenta oggi oltre la metà dei beni importati dalle economie dell'OCSE e circa i tre quarti delle importazioni delle maggiori economie in via di sviluppo <sup>2)</sup>. La specializzazione verticale e il commercio intrasettoriale hanno accresciuto l'interconnessione fra le economie e sottolineano l'importanza delle catene di valore aggiunto quali determinanti degli shock di offerta. Fatte queste premesse, il presente riquadro delinea i potenziali rischi derivanti per l'area dell'euro dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento internazionali che si verificano nei suoi principali partner commerciali. Al riguardo, il grado di rischiosità dipende sia dalle condizioni correnti di dipendenza dai fornitori di importazioni sia dal loro grado di sostituibilità mediante il ricorso a fornitori alternativi.

### Dinamiche generali delle importazioni nell'area dell'euro

L'area dell'euro riceve dai suoi dieci principali partner commerciali il 60% delle importazioni totali di beni provenienti da paesi esterni all'area. Nel 2010 i principali fornitori dell'area erano la Cina (13,5 per cento), il Regno Unito (9,6 per cento), gli Stati Uniti (8,3 per cento) e la Federazione russa (7,2 per cento) <sup>3)</sup>. La quota di beni intermedi sul totale delle importazioni provenienti dall'esterno dell'area è considerevolmente aumentata fra il 1999 e il 2001, e ancora fra il 2004 e il 2008, quando ha raggiunto il livello massimo pre-crisi del 65% (cfr. figura). A livello settoriale aggregato, i prodotti maggiormente rappresentati all'interno delle importazioni erano i combustibili minerali, gli oli minerali e i prodotti collegati all'energia (20 per cento), seguiti da macchinari e computer (12 per cento) e macchinari elettrici (11 per cento) (cfr. tavola A). Stando all'indice di Balassa, l'area dell'euro

#### Quota dei beni intermedi sul totale delle esportazioni all'esterno dell'area dell'euro

(punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.  
Note: i beni intermedi seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories*) delle Nazioni Unite.  
L'ultima osservazione è relativa a maggio 2011.

- 1) Esaminando l'industria automobilistica, nel 2009 lo share di veicoli giapponesi sul totale della produzione interna era pari al 50 per cento nel Regno Unito e al 35 negli Stati Uniti contro solo il 3 per cento nell'area dell'euro. La quota di veicoli nipponici importati sul totale delle vendite nel 2010 era pari al 13 per cento negli Stati Uniti, al 5 per cento nel Regno Unito e al 4 per cento nell'area dell'euro. I dati sono tratti da Reserve Bank of Australia, *Statement on Monetary Policy*, agosto 2011.
- 2) Cfr. Miroudot, S., Lanz, R. e Ragoussis, A., "Trade in Intermediate Goods and Services", *OECD Trade Policy Working Paper Series*, n.93, 2009.
- 3) Gli altri fornitori erano Svizzera, Repubblica Ceca, Polonia, Giappone, Svezia e Norvegia.

## Tavola A Quote delle importazioni dell'area dell'euro per settore industriale e indici di Balassa

(quote delle importazioni in punti percentuali)

Settore industriale	Quote delle importazioni	Indice di Balassa
Combustibili minerali, oli, cere	19,89	1,16
Reattori nucleari, caldaie, macchine e computer	11,63	0,91
Macchinari ed apparati elettrici e componenti	11,07	0,81
Veicoli diversi da treni e tram	6,02	0,97
Prodotti farmaceutici, esclusi i farmaci	4,27	1,48
Ottica, strumenti fotografici di precisione e accessori	3,43	1,05
Prodotti chimici organici	3,04	1,17
Articoli di abbigliamento e vestiti - non a maglia	2,31	1,73
Materie plastiche e articoli in plastica	2,15	0,74
Articoli di abbigliamento e vestiti - a maglia	2,11	1,67
Perle, pietre, metalli preziosi	1,93	0,64
Prodotti dell'industria aerospaziale e loro componenti	1,77	1,28
Ferro e acciaio	1,56	0,74
Mobili	1,48	1,27

Fonti: banca dati BACI e CEPIL.

Nota: i settori industriali riportati in questa tavola sono classificati in base a un livello di aggregazione a 2 cifre.

tende a importare in misura maggiore rispetto alla media mondiale combustibili minerali, oli minerali e prodotti collegati all'energia, prodotti farmaceutici, prodotti chimici organici, abbigliamento, aeromobili, prodotti dell'industria aerospaziale e prodotti di arredamento<sup>4)</sup>.

### Grado complessivo di dipendenza dell'area dell'euro dalle importazioni

Il grado complessivo di dipendenza dell'area dell'euro dalle importazioni attraverso le catene di approvvigionamento internazionali può essere valutato in termini di grado corrente di dipendenza dai fornitori e di grado di sostituibilità di tali fornitori con fonti alternative. L'analisi si fonda su una serie di indicatori elaborati a partire dai dati sui flussi commerciali bilaterali dell'area dell'euro relativi a oltre 5000 settori<sup>5)</sup>. Sulla base di questi indicatori, si individuano i flussi di importazioni caratterizzati da un'elevata dipendenza corrente e una bassa sostituibilità quali quelli che rappresentano gli anelli deboli della catena di approvvigionamento internazionale dell'area dell'euro<sup>6)</sup>. In particolare, l'interruzione dei flussi di importazione di beni intermedi di questo tipo rappresenterebbe una minaccia per i produttori dell'area dell'euro, nonché un canale di propagazione internazionale degli shock di offerta.

4) L'indice di Balassa è calcolato in base alla formula  $\frac{M_{i,EA}/M_{EA}}{M_i/M}$ , dove  $M_{i,EA}$  sono le importazioni del settore  $i$  nell'area dell'euro,  $M_{EA}$  le importazioni totali dell'area dell'euro,  $M_i$  le importazioni totali a livello mondiale del settore  $i$  e  $M$  le importazioni totali mondiali. Un valore superiore a uno indica che, con riferimento al settore considerato, l'area dell'euro importa in misura relativamente maggiore rispetto alla quota media di importazioni mondiali aggregate, a indicare che, per l'offerta di beni di quel settore, l'area dell'euro presenta una dipendenza dalle esportazioni maggiori di quella media mondiale.

5) Gli indicatori utilizzati per rilevare un'elevata dipendenza corrente sono: la quota di ciascun partner sul totale delle esportazioni provenienti dall'esterno dell'area dell'euro per ogni singolo settore (concentrandosi sui settori dove la quota delle importazioni dell'area supera il 20 per cento) e l'indice di Balassa per le importazioni dell'area dell'euro (concentrandosi sui settori per i quali tale indice risulta superiore all'unità). Al fine di valutare il grado di sostituibilità, si calcolano: la quota di ciascun partner nel mercato mondiale per ogni singolo settore (considerando unicamente i settori con una quota di mercato superiore al 30%) e il numero totale di paesi esportatori esterni all'area per ciascun settore in rapporto ai 234 paesi della base dati (c.d. indice di "ubiquità", per cui si considerano rilevanti i valori inferiori al 30 per cento). Infine, viene calcolata per ciascun settore la quota delle importazioni interne all'area. Ove essa sia elevata, si ritiene che la produzione interna possa supplire a un'eventuale mancanza di fornitori esteri.

6) Benché assai disaggregati, i dati utilizzati nell'analisi non permettono di rilevare appieno le differenze qualitative fra le diverse varietà appartenenti a una medesima categoria di prodotto, il che implica probabilmente una sopravvalutazione del grado di sostituibilità.

**Tavola B Importazioni dell'area dell'euro con elevata dipendenza corrente e bassa sostituibilità: selezione di settori per partner commerciale**

Partner commerciale	Numero dei settori <sup>1)</sup>	Numero di settori intermedi	Quota delle importazioni totali bilaterali <sup>2)</sup> (valori percentuali)
Cina	94	65	1,20
Stati Uniti	44	31	7,80
Regno Unito	14	10	1,10
Giappone	13	8	0,70
Svizzera	9	8	0,40
Federazione Russa	6	6	3,20
Repubblica Ceca	5	4	0,30
Svezia	4	4	1,60
Norvegia	3	1	2,20
Polonia	2	1	0,80

Fonti: CEPPI ed elaborazioni della BCE.

1) I settori sono selezionati in base ai seguenti criteri: quota del principale partner all'importazione superiore al 30 per cento; quota delle importazioni dell'area dell'euro superiore al 20 per cento; indice di Balassa superiore a 1; quota di ubiquità inferiore al 30 per cento.

2) Per ciascuno dei partner commerciali i dati forniscono il valore delle importazioni del settore selezionato come quota delle importazioni totali bilaterali dell'area dell'euro.

La dipendenza complessiva dell'area dell'euro dalle importazioni varia considerevolmente a seconda dei partner commerciali (cfr. tavola B). Stilando una graduatoria in termini di numero di settori per i quali l'area dell'euro presenta un'elevata dipendenza corrente e una bassa sostituibilità dei fornitori, la Cina si trova al primo posto (94 settori, di cui 65 beni intermedi), seguita dagli Stati Uniti (44 settori, 31 beni intermedi), il Regno Unito (14 settori, 10 beni intermedi) e il Giappone (13 settori, 8 beni intermedi). Sebbene solo nel caso degli Stati Uniti questi settori rappresentino una quota considerevole (7,8 per cento) dell'interscambio bilaterale totale con l'area dell'euro<sup>7)</sup>, i beni importati dagli altri paesi elencati potrebbero anch'essi rivelarsi determinanti, poiché la loro mancanza potrebbe ostacolare la produzione di numerosi beni finali e danneggiare specifici settori o imprese dell'area dell'euro.

Al fine di individuare quali settori siano effettivamente maggiormente esposti, è importante prendere in considerazione anche la dimensione settoriale dell'analisi<sup>8)</sup>. Essa evidenzia che l'area dell'euro presenta un'elevata dipendenza complessiva dalle importazioni nei confronti di gran parte dei suoi partner commerciali relativamente ai prodotti chimici organici utilizzati nella produzione dei settori farmaceutico, cosmetico e di altri settori chimici a valle della catena (plastica, gomma, vernici, ecc.). Inoltre, la dipendenza dalle esportazioni risulta notevole per alcuni prodotti chimici non organici e prodotti tessili intermedi importati dalla Cina, per i prodotti chimici non organici e la polpa e altri prodotti collegati alla fabbricazione della carta importati dagli Stati Uniti, nonché per i prodotti tessili sintetici e piccole apparecchiature importati dal Giappone. I beni intermedi importati dal Regno Unito e dalla Svizzera, invece, sono di norma contraddistinti da un elevato grado di sostituibilità con i produttori interni, anche laddove il grado di sostituibilità con altri fornitori esteri risulti basso. Tale caratteristica è probabilmente ascrivibile alla maggiore somiglianza della specializzazione commerciale di questi paesi e quella dell'area dell'euro.

I risultati dell'analisi indicano primariamente che l'impatto di uno shock di offerta originato in uno dei principali partner commerciali dell'area dell'euro sarebbe probabilmente circoscritto ad

7) Un'altra eccezione proviene dalla Russia, la cui quota era pari al 3,2 per cento. Tale valore dipende principalmente dalle importazioni di prodotti collegati all'energia.

8) Considerato l'elevato dettaglio dei settori considerati, quella che segue è soltanto una presentazione sintetica dei risultati.

alcuni settori interni specifici, in particolare tessili e chimici. Ad esempio, le ripercussioni complessive del terremoto giapponese sulla produzione dell'area dell'euro si sono rivelate inferiori alle aspettative. Le importazioni dal Giappone rappresentano una quota relativamente esigua (3 per cento) delle importazioni totali dell'area dell'euro e il grado di dipendenza dalle importazioni dal Giappone non sembra essere concentrato nei settori maggiormente colpiti dal sisma (autoveicoli, loro componenti e accessori informatici). Nondimeno, come indicato dall'evidenza aneddotica, laddove la sostituibilità è molto bassa (ad esempio nei casi di collegamenti fra casa madre e affiliate estere) uno shock di offerta relativo a *input* fondamentali può avere effetti gravi, anche se solo su alcune imprese specifiche.

## COMMERCIO ESTERO

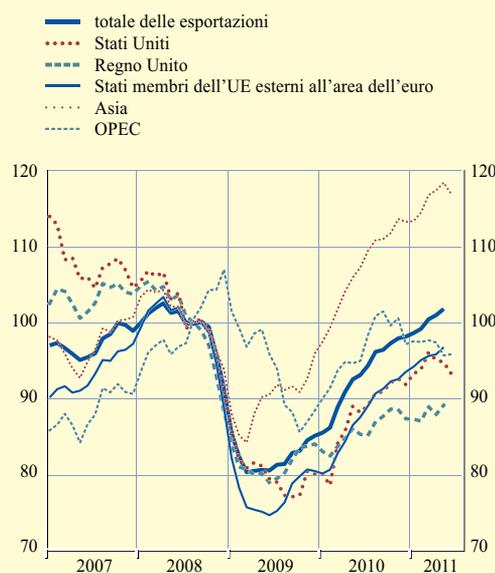
Dopo una ripresa del commercio dell'area dell'euro verso la fine del 2010 e nel primo trimestre del 2011, la crescita sul periodo precedente sia delle importazioni che delle esportazioni in volume ha fatto segnare un rallentamento nel secondo trimestre, rispettivamente allo 0,5 e all'1,0 per cento. La crescita delle esportazioni è tuttavia rimasta superiore a quella delle importazioni, determinando un contributo positivo dell'interscambio netto all'espansione del PIL. Il rallentamento dei volumi di commercio è stato più pronunciato con l'esterno dell'area che al suo interno in tale periodo.

I dati di commercio estero in valore per i beni e servizi, disponibili fino a giugno, indicano che i tassi di crescita dell'interscambio verso l'esterno dell'area dell'euro hanno registrato un considerevole rallentamento nel secondo trimestre dell'anno. In base ai dati di bilancia dei pagamenti, in termini di valore il tasso di crescita sul periodo precedente delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi è diminuito rispettivamente allo 0,9 e 0,0 per cento nel secondo trimestre del 2011, a fronte del 4,7 e del 5,4 per cento nel trimestre precedente. Nel complesso, la moderazione delle esportazioni verso l'esterno dell'area registrata nel secondo trimestre è stata in linea con un rallentamento generalizzato della domanda estera, in provenienza sia dalle economie avanzate sia da quelle emergenti, in particolare da Stati Uniti e Cina (cfr. figura 53). La scomposizione nelle categorie di prodotti indica che la crescita dei volumi delle esportazioni verso l'esterno dell'area dell'euro è diminuita più per i beni intermedi e di consumo che per i beni di investimento.

Nel contempo, anche le importazioni dell'area dell'euro sono state deboli nel secondo trimestre. Gli andamenti delle importazioni dall'esterno dell'area in termini di valore sono principalmente riconducibili alla debolezza della domanda interna e sono stati inoltre in linea con una moderazione della crescita della produzione industriale nell'area nel corso del secondo trimestre. Tra le principali categorie di prodotti, le impor-

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

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le osservazioni più recenti si riferiscono a giugno 2011, tranne che per i paesi membri UE esterni all'area dell'euro e il Regno Unito (maggio 2011). L'aggregato relativo agli Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro non comprende Danimarca, Svezia e Regno Unito.

tazioni di beni intermedi hanno rallentato più di quelle di beni di investimento e di consumo. Inoltre, le importazioni di beni energetici dai paesi dell'OPEC sono calate sostanzialmente a causa delle interruzioni dell'offerta dalla Libia.

Passando all'interscambio di servizi, in base ai dati di bilancia dei pagamenti, in termini di valore le esportazioni e le importazioni di servizi sono diminuite rispettivamente dell'1,4 e dello 0,9 per cento nel secondo trimestre rispetto al periodo precedente. La debolezza delle esportazioni di servizi è riconducibile alla modesta domanda di servizi in provenienza dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, che sono i maggiori partner commerciali dell'area dell'euro per i servizi.

Infine, nei dodici mesi fino a giugno il disavanzo corrente dell'area dell'euro è aumentato leggermente rispetto allo stesso periodo di un anno prima, portandosi a 59,9 miliardi di euro (circa lo 0,6 per cento del PIL dell'area dell'euro). Tale aumento è principalmente ascrivibile a un saldo dei beni meno positivo e, in misura minore, a un deterioramento del saldo dei redditi.

Nel contesto di una modesta espansione dell'attività mondiale, di perduranti tensioni sui mercati finanziari e di elevata incertezza, le esportazioni dell'area dovrebbero continuare a crescere a un ritmo contenuto nel breve periodo. Le informazioni disponibili provenienti dalle indagini sono in linea con una moderazione dell'interscambio commerciale nell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. L'indicatore PMI per i nuovi ordini esteri ricevuti dal settore manifatturiero dell'area dell'euro, tuttavia, è rimasto al di sotto della soglia di espansione/contrazione di 50 in luglio e agosto, a indicazione di sviluppi contenuti per le esportazioni verso l'esterno dell'area nel breve periodo.

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

Esaminando il lato dell'offerta della contabilità nazionale, dopo la fine della recessione nel secondo trimestre del 2009 il valore aggiunto totale ha segnato una ripresa in tutti i principali settori, ma vi sono ancora marcate differenze. Il rialzo è stato più elevato nel settore industriale (al netto delle costruzioni), che aveva registrato in precedenza anche il calo più consistente, benché il valore aggiunto nell'industria sia ancora al di sotto del suo livello precedente la crisi. Al contrario, il valore aggiunto nei servizi è tornato sul livello osservato prima della recessione, anche se il recupero è stato più modesto rispetto al settore manifatturiero. Anche il valore aggiunto nel settore delle costruzioni, che era diminuito ulteriormente dopo la fine della recessione, si è successivamente in parte ripreso. Guardando agli sviluppi più recenti, la crescita del valore aggiunto totale si è ridotta nel secondo trimestre del 2011 e gli indicatori di breve periodo segnalano una crescita modesta anche nel terzo, con una perdurante espansione a un tasso contenuto (cfr. anche il riquadro 6 *Il recente indebolimento della crescita economica nell'area dell'euro*).

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 e il successivo miglioramento nel 2010, la crescita dell'occupazione è stata positiva nel primo trimestre del 2011, mentre il numero dei disoccupati si è sostanzialmente stabilizzato nel 2011.

#### PRODOTTO PER SETTORE

La ripresa del valore aggiunto totale, che si era significativamente rafforzata nella prima metà del 2010, ha rallentato nella seconda metà dell'anno, con una crescita trimestrale del valore aggiunto dello 0,4 e 0,3 per cento rispettivamente nel terzo e quarto trimestre del 2010. Nel primo trime-

stre del 2011 è nuovamente risalita dello 0,7 per cento, in parte per effetto di fattori specifici, ma è poi calata allo 0,2 per cento nel secondo trimestre.

La moderazione della crescita del valore aggiunto totale nel secondo trimestre del 2011 è in larga misura ascrivibile al significativo rallentamento del valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni), il cui ritmo di espansione è sceso da un tasso trimestrale dell'1,7 per cento nel primo trimestre allo 0,4 nel secondo. Nel secondo trimestre è diminuita anche la crescita della produzione (cfr. figura 54). Dopo una progressione in termini trimestrali dello 0,9 per cento nel primo trimestre, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha infatti continuato ad aumentare, ma a un ritmo più contenuto, nel secondo trimestre (0,2 per cento). Il minor tasso di crescita del secondo trimestre è principalmente riconducibile alla produzione energetica, che ha continuato a calare fortemente sul periodo. Anche l'apporto del settore dei beni intermedi, la cui produzione è diminuita leggermente nel secondo trimestre, è mancato nel secondo trimestre, dopo aver fornito un cospicuo contributo nel primo. I settori dei beni di investimento e di consumo hanno fornito contributi positivi alla crescita.

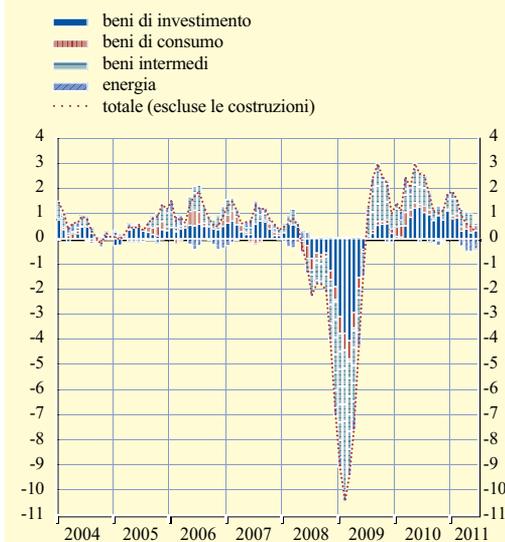
I dati dell'indagine della Commissione europea indicano che i vincoli alla produzione sono diminuiti lievemente nei tre mesi fino a luglio. Tale riduzione è ascrivibile al calo dei vincoli alla produzione sul lato dell'offerta dal loro massimo storico di tre mesi prima, dovuto alla mancanza di attrezzature, mentre i vincoli alla produzione riconducibili all'insufficienza della domanda si sono fatti più pressanti.

Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che l'espansione nel settore industriale si è protratta nel terzo trimestre del 2011, benché a ritmo molto contenuto. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nell'industria è rimasto al di sopra della sua media di lungo periodo nei primi due mesi del terzo trimestre, ma è calato notevolmente rispetto al secondo trimestre, sulla scia di una riduzione sia della valutazione delle imprese circa i livelli degli ordini che delle attese di produzione (cfr. figura 55). L'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è anch'esso diminuito nei primi due mesi del terzo trimestre, portandosi in media al di sotto della soglia teorica di crescita di 50 per la prima volta dal secondo trimestre del 2009. I nuovi ordini industriali, che in buona parte dovrebbero successivamente essere associati alla produzione, hanno continuato ad aumentare su base trimestrale nel secondo trimestre. Tale incremento è rimasto vigoroso per l'indice totale dei nuovi ordini, mentre per quello dei nuovi ordini al netto dei mezzi di trasporto pesante l'incremento è stato solo marginale nel secondo trimestre. I risultati dell'indagine relativa alla valutazione delle imprese dei propri ordini e dei nuovi ordini, riportata dalla Commissione europea e da Markit, si è indebolita in luglio e agosto. Le cifre risultanti da queste indagini sono attualmente inferiori rispetto alle loro medie del secondo trimestre.

Nel primo trimestre del 2011 il settore delle costruzioni ha contribuito positivamente alla crescita del valore aggiunto totale, compensando in parte il calo di produzione dovuto alle avverse condi-

**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.

zioni meteorologiche nel trimestre precedente. Nel secondo trimestre il valore aggiunto nelle costruzioni ha segnato una crescita nulla, segnalando una stabilizzazione nel settore, seppur su bassi livelli. Per il terzo trimestre gli indicatori di breve periodo segnalano una debole crescita del valore aggiunto nelle costruzioni. Nel primo mese del terzo trimestre l'indice PMI per il settore delle costruzioni è diminuito sensibilmente rispetto al secondo trimestre. I nuovi ordini ricevuti dalle imprese di costruzioni nell'area dell'euro sono diminuiti ulteriormente in luglio. L'indicatore dell'indagine della Commissione europea sulla fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni ha segnato un lieve miglioramento nei primi due mesi del terzo trimestre rispetto al secondo, ma rimane su un livello ancora al di sotto della sua media di lungo periodo.

Nel secondo trimestre il valore aggiunto nei servizi è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo una progressione dello 0,3 per cento nel primo trimestre. Tra il terzo trimestre del 2009 e il secondo del 2011, ossia dopo l'inizio della ripresa, la crescita trimestrale nei servizi è stata in media pari allo 0,3 per cento, mentre l'espansione del PIL in termini reali ha registrato una media dello 0,5 per cento. Tale crescita nei settori dei servizi è stata in larga misura ascrivibile agli incrementi nel settore dei servizi commerciali e di trasporto, mentre il valore aggiunto è cresciuto meno nei servizi finanziari e altri servizi.

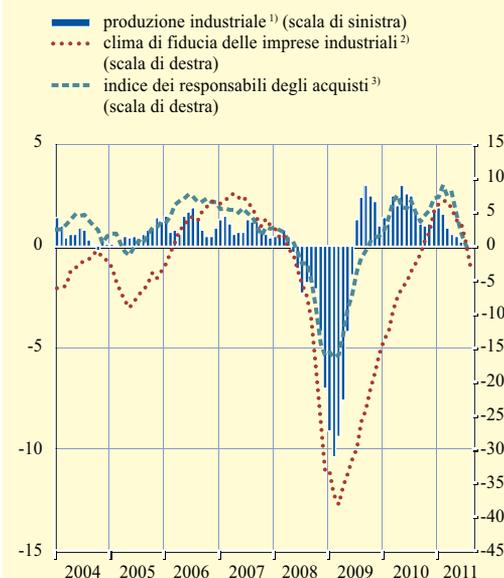
In prospettiva, le indagini suggeriscono che la crescita nel settore dei servizi si è protratta nei primi due mesi del terzo trimestre, benché a un ritmo più contenuto rispetto al secondo trimestre del 2011. Secondo le indagini PMI, nei primi due mesi del terzo trimestre l'attività economica e le aspettative delle imprese per i mesi a venire sono significativamente diminuite rispetto al trimestre precedente, pur rimanendo al di sopra del valore medio delle rispettive serie dal 1998. Anche l'indagine della Commissione europea relativa al clima di fiducia delle imprese dei servizi, che rispetto agli indicatori PMI ha mostrato una ripresa più graduale dopo la recessione, indica una forte diminuzione in luglio e agosto. Nel complesso, i risultati delle indagini segnalano un indebolimento della dinamica della crescita del valore aggiunto nei servizi nel terzo trimestre, ma mostrano anche che le intenzioni di assunzione delle imprese sono rimaste favorevoli, il che potrebbe suggerire – al di là dell'adeguamento ritardato dell'occupazione agli andamenti del prodotto – che almeno per il momento le aziende ritengono che la debolezza della dinamica della crescita sia temporanea e non un protratto peggioramento delle prospettive di crescita.

## 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 all'inizio del 2011. Un'ampia parte della correzione dell'*input* totale di lavoro durante la recessione è avvenuta tramite una riduzione delle ore lavorate per

**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 del trimestre terminante nel mese di riferimento sul trimestre precedente.  
2) Saldi percentuali.  
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

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. Per contro, gran parte del recente aumento della domanda è stato soddisfatto utilizzando la capacità inutilizzata delle imprese, con un impatto solo minimo sull'occupazione. 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, mentre la dinamica dell'occupazione è tornata positiva solo nell'ultimo trimestre del 2010. A seguito di tali andamenti, il tasso di disoccupazione si è mantenuto sostanzialmente stabile durante il 2010; si è quindi leggermente ridotto nel primo trimestre di quest'anno e successivamente è aumentato marginalmente, rimanendo in media al 10 per cento nel corso del 2011.

In particolare, nel primo trimestre del 2011 le ore lavorate totali sono aumentate dello 0,3 per cento sul periodo precedente. A livello settoriale, le ore lavorate hanno fatto registrare un lieve recupero nelle costruzioni, dopo il pronunciato calo del trimestre precedente, a conferma della perdurante debolezza di tale comparto, mentre sono cresciute moderatamente nell'industria in senso stretto e nei servizi.

Nel primo trimestre del 2011 l'occupazione è cresciuta dello 0,1 per cento sul periodo precedente, un decimo di punto in meno rispetto a quanto registrato nel quarto trimestre del 2010. L'aumento ha riguardato in particolare il settore dei servizi, in cui è stato pari allo 0,2 per cento, leggermente inferiore al trimestre precedente, mentre nelle costruzioni è proseguita la perdita di posti di lavoro, con un calo dello 0,8 per cento. I livelli occupazionali sono aumentati dello 0,3 per cento nell'industria in senso stretto (cfr. tavola 9).

Al di là dei dati ufficiali disponibili, le indagini sulle aspettative di occupazione suggeriscono che nel terzo trimestre del 2011 i posti di lavoro dovrebbero continuare ad aumentare. L'indice PMI per le aspettative di occupazione nel settore manifatturiero e in quello dei servizi ha superato il valore di 50 in luglio e agosto, indicando 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 significativo incremento della produttività. In effetti, gli ul-

**Tavola 9 Crescita dell'occupazione**

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

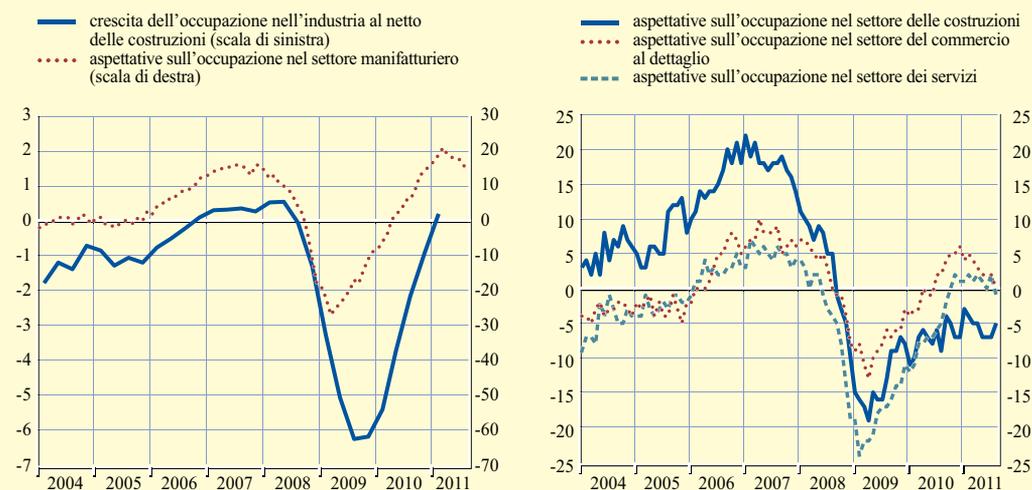
	Variazioni annuali		Persone			Variazioni annuali		Ore		
	2009	2010	Variazioni trimestrali			2009	2010	Variazioni trimestrali		
			2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.			2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.
Totale economia	-1,9	-0,5	0,0	0,2	0,1	-3,5	0,4	0,1	0,0	0,3
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-2,4	-0,6	0,3	0,4	-1,6	-2,3	-1,2	-0,1	0,0	-0,5
Industria	-5,7	-3,3	-0,4	-0,2	0,0	-9,0	-1,3	0,2	-0,5	0,6
Escluse le costruzioni	-5,2	-3,1	-0,2	0,1	0,3	-9,2	-0,3	0,8	0,1	0,7
Costruzioni	-6,7	-3,7	-1,0	-0,9	-0,8	-8,6	-3,3	-0,9	-1,7	0,5
Servizi	-0,5	0,5	0,1	0,3	0,2	-1,6	1,0	0,1	0,2	0,3
Commercio e trasporti	-1,8	-0,6	0,0	0,3	0,1	-3,0	0,3	-0,1	0,0	0,0
Finanziari e alle imprese	-2,2	1,0	0,2	0,3	0,9	-3,5	1,7	0,3	0,5	1,1
Amministrazione pubblica <sup>1)</sup>	1,4	1,1	0,1	0,2	-0,1	1,0	1,4	0,1	0,1	0,1

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)



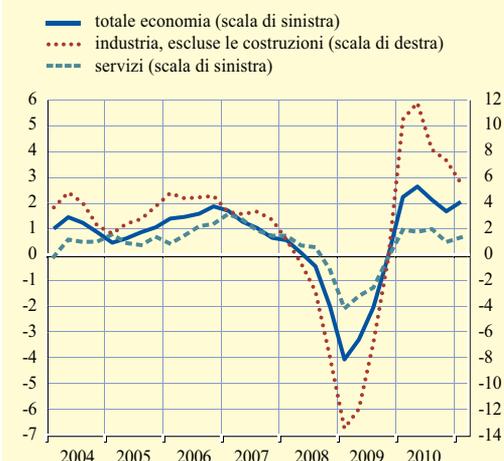
Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.  
Note: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

timi dati disponibili, relativi al primo trimestre del 2011, indicano un ulteriore aumento della crescita della produttività sul periodo corrispondente (cfr. figura 57). Tuttavia, dato che è atteso solo un moderato incremento dell'espansione del PIL, è probabile che la crescita della produttività diminuisca.

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 la ripresa dell'attività, il tasso di disoccupazione

**Figura 57 Produttività del lavoro**

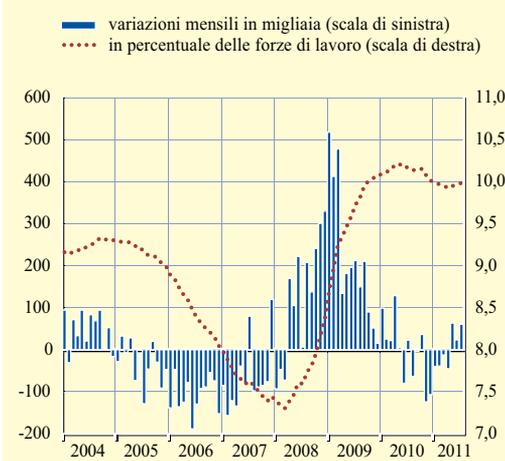
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

**Figura 58 Disoccupazione**

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

dell'area dell'euro ha fatto segnare una lenta e graduale diminuzione, collocandosi in media al 10 per cento nei primi sette mesi del 2011.

#### 4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel secondo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro è diminuita allo 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo lo 0,8 del primo trimestre. Come previsto, i fattori temporanei che avevano sospinto la crescita nella prima parte dell'anno sono venuti meno ed effetti avversi sono stati esercitati dal terremoto che ha colpito il Giappone e dall'impatto ritardato dei passati rincari del petrolio. In prospettiva, vari andamenti sembrano frenare la dinamica di fondo dell'area dell'euro, tra cui la moderazione del ritmo dell'espansione mondiale, i connessi cali delle quotazioni azionarie e della fiducia delle imprese, nonché le ripercussioni delle tensioni in atto in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Di conseguenza, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe aumentare molto moderatamente nella seconda metà dell'anno. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe trarre vantaggio dalla persistente espansione dell'economia mondiale, dall'orientamento di politica monetaria accomodante e dalle varie misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in settembre dagli esperti della BCE, che indicano una crescita annua del PIL in termini reali compresa tra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2011 e tra lo 0,4 e il 2,2 per cento nel 2012 (cfr. il riquadro 9). Rispetto alle proiezioni di giugno elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, gli intervalli del tasso di crescita del PIL in termini reali nel 2011 e 2012 sono stati rivisti al ribasso.

I rischi per le prospettive economiche dell'area sono orientati verso il basso, in un contesto di incertezza particolarmente elevata. I rischi al ribasso attengono principalmente alle tensioni in atto in alcuni segmenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro e su scala globale, nonché al potenziale che queste pressioni si propaghino all'economia reale dell'area dell'euro. I rischi al ribasso riguardano anche gli ulteriori rincari dell'energia, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

#### Riquadro 9

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 25 agosto 2011, gli esperti della BCE hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro<sup>1)</sup>. Il tasso di crescita del PIL in termini reali si collocherebbe in media fra l'1,4 e l'1,8 per cento nel 2011 e fra lo 0,4

1) Le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE integrano l'esercizio previsivo dell'Eurosistema, svolto congiuntamente dai servizi della BCE e delle banche centrali nazionali dell'area dell'euro due volte l'anno. Le tecniche adottate sono coerenti con quelle utilizzate nelle proiezioni dell'Eurosistema, che sono descritte in *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, pubblicata nel giugno 2001 dalla BCE 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.

e il 2,2 per cento nel 2012. L'inflazione si situerebbe al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,2-2,2 per cento l'anno seguente.

### **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 energetiche e non energetiche si basano sulle aspettative di mercato fino al 18 agosto 2011.

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 di interesse a breve termine dell'1,3 per cento nel 2011 e dell'1,0 l'anno seguente. Le attese di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano una media del 4,2 per cento sia nel 2011, sia nel 2012. Si assume che i tassi di mercato si trasmettano ai tassi sui prestiti bancari in linea con la regolarità storica per gran parte dell'area dell'euro. Tuttavia, in alcune regioni dell'area, segnatamente dove vi sono tensioni nei mercati dei titoli di Stato, il processo di trasmissione dovrebbe essere accompagnato da effetti avversi sui premi per il rischio di credito richiesti dalle banche. Secondo le ipotesi, i criteri di erogazione del credito continuerebbero a normalizzarsi gradualmente, pur seguitando a pesare in certa misura sull'attività economica nel periodo in esame.

Per quanto concerne i prezzi delle materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 18 agosto, si assume che le quotazioni del petrolio di qualità Brent siano pari in media a 110,1 dollari al barile nel 2011 e a 106,5 l'anno seguente. I prezzi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari<sup>2)</sup>, dovrebbero aumentare del 19,6 per cento nel 2011, per poi ridursi dello 0,8 per cento nel 2012.

I tassi di cambio bilaterali resterebbero invariati nell'orizzonte temporale della proiezione, sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 18 agosto. Tale ipotesi 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 dello 0,2 per cento nel 2011, per poi deprezzarsi dello 0,2 nel 2012.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 19 agosto e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali o che sono state definite in modo abbastanza dettagliato dai governi e supereranno probabilmente l'*iter* legislativo.

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

Il ritmo di crescita dell'economia mondiale si è ridotto negli ultimi mesi. Questo rallentamento riflette in parte fattori di natura temporanea, quali l'impatto della calamità naturale e nucleare in Giappone sull'economia del paese e sulle catene produttive a livello internazionale, nonché gli effetti al ribasso dei prezzi elevati delle materie prime sui redditi nelle principali economie avanzate. In prospettiva, il graduale venir meno delle turbative lungo le catene dell'approvvigionamento

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

dovrebbe imprimere un certo slancio alla crescita nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, i tassi di disoccupazione più elevati delle attese, il più basso livello di fiducia di imprese e consumatori nei paesi avanzati e la protratta debolezza del mercato degli immobili residenziali negli Stati Uniti dovrebbero incidere negativamente sull'espansione economica. Inoltre, il recente mutamento del clima di fiducia nei mercati finanziari internazionali, che non dovrebbe ostacolare la ripresa economica mondiale, avrà prevedibilmente ulteriori ripercussioni negative attraverso gli effetti sulla fiducia e sulla ricchezza nella seconda metà del 2011. Nel medio periodo le conseguenze della crisi finanziaria dovrebbero seguitare a pesare sul vigore della ripresa nei paesi avanzati, riflettendo la necessità di aggiustamento dei bilanci in vari settori. In alcuni di questi paesi, tale scenario ridimensiona le prospettive di un rapido miglioramento della situazione nel mercato del lavoro. Per contro, le economie emergenti dovrebbero continuare a registrare un'espansione relativamente vigorosa, con persistenti pressioni di surriscaldamento. Per il PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro si ipotizza un aumento medio del 4,1 per cento nel 2011 e del 4,4 nel 2012. La crescita della domanda estera dell'area è stimata al 7,0 per cento nel 2011 e al 6,8 nel 2012. Questi tassi di incremento sono inferiori rispetto alle proiezioni di giugno scorso, elaborate dagli esperti dell'Eurosistema, poiché rispecchiano in particolare la revisione al ribasso delle prospettive per l'economia statunitense.

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

Dopo la forte crescita del primo trimestre del 2011, trainata da una ripresa del prodotto nel settore delle costruzioni, si è osservata negli ultimi mesi una significativa decelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro. Analogamente all'economia mondiale, l'attività dell'area è stata frenata dagli effetti avversi connessi alla calamità naturale e nucleare in Giappone, nonché dall'impatto ritardato dei passati rincari del petrolio. La dinamica di fondo dell'economia dell'area si è indebolita anche a seguito di fattori interni, quali il calo dei corsi azionari, l'inasprimento delle politiche di bilancio, i criteri più restrittivi di erogazione del credito e la maggiore incertezza, che si riflettono nell'aumento dei premi al rischio connesso con la crisi del debito sovrano e nel peggioramento del clima di fiducia di imprese e consumatori. Secondo le attese, diversi di questi fattori continuerebbero a esercitare un influsso negativo nel breve periodo e, pertanto, il PIL in termini reali dovrebbe segnare soltanto una crescita modesta nella seconda metà del 2011. In seguito, l'attività economica dovrebbe via via acquistare slancio grazie alle esportazioni dell'area, che beneficerebbero dell'incremento della domanda estera, mentre la domanda interna si rafforzerebbe gradualmente, sostenuta dall'orientamento accomodante della politica monetaria, dalle misure di ripristino del funzionamento del sistema finanziario e, infine, dall'impatto della vigorosa domanda mondiale sul reddito interno. Ci si attende che il tasso di incremento annuo del PIL in termini reali si collochi all'1,4-1,8 per cento nel 2011 e allo 0,4-2,2 per cento nel 2012.

Esaminando in maggiore dettaglio le componenti della domanda, le vendite all'esterno dell'area dell'euro dovrebbero crescere a un ritmo relativamente vivace fino al 2012, pur se inferiore al tasso di espansione della domanda estera dell'area nel 2012, in linea con la tendenza alla riduzione delle quote di mercato delle esportazioni dell'area. Dopo il forte recupero del primo trimestre del 2011, gli investimenti totali dovrebbero crescere solo moderatamente nella parte restante dell'anno, per poi acquisire più slancio nel 2012. Gli investimenti delle imprese aumenterebbero costantemente nell'orizzonte temporale della proiezione, favoriti dalla crescente redditività, dalla sostenuta espansione delle esportazioni e dall'emergere di strozzature nella capacità produttiva. Tuttavia, l'incremento degli investimenti nell'edilizia residenziale dovrebbe restare relativamente contenuto per tutto il periodo considerato, a causa dell'aggiustamento in atto nei mercati delle abitazioni in alcuni paesi, che si rispecchia anche nei modesti rincari previsti per gli immobili.

Inoltre, si ipotizza una riduzione degli investimenti pubblici fino al termine del 2012, come indicano attualmente le misure di risanamento di bilancio annunciate in diversi paesi dell'area.

Dopo un'espansione piuttosto modesta nel 2011, i consumi privati dovrebbero registrare un lieve recupero nel 2012, riflettendo in prevalenza il profilo di crescita del reddito disponibile reale. Nella parte restante del 2011 la dinamica del reddito disponibile reale dovrebbe subire l'effetto negativo dei passati rincari delle materie prime, ma nel 2012 dovrebbe beneficiare dell'attenuarsi delle pressioni inflazionistiche. Le proiezioni indicano che i consumi collettivi in termini reali aumenteranno solo moderatamente fino al 2012, rispecchiando le misure di riequilibrio dei conti pubblici annunciate in diversi paesi dell'area. Le importazioni dall'esterno dell'area dovrebbero crescere a un ritmo in certa misura più sostenuto nel 2011 e stabilizzarsi l'anno seguente, segnando un incremento maggiore rispetto alla domanda totale nel periodo in esame. Per effetto dell'espansione delle esportazioni, in qualche modo più vivace, l'interscambio netto fornirebbe alla crescita del PIL un contributo positivo, ancorché in diminuzione, nell'intero arco temporale considerato.

#### Tavola A Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

(variazioni percentuali; medie annue)<sup>1),2)</sup>

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

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 a una composizione dell'area dell'euro comprendente l'Estonia, ad eccezione di quello dello IAPC per il 2010. La variazione percentuale dello IAPC per il 2011 si basa su una composizione dell'area comprendente l'Estonia già nel 2010.

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

Il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC si è collocato al 2,5 per cento lo scorso agosto nell'area dell'euro. L'inflazione armonizzata complessiva dovrebbe rimanere al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, soprattutto per effetto dei passati forti rincari delle materie prime petrolifere e non petrolifere sulle quotazioni dell'energia e degli alimentari. In seguito, sulla base dei prezzi attualmente impliciti nei contratti *future* per le materie prime, l'incremento dei prezzi all'importazione dovrebbe moderarsi. Per contro, di riflesso all'aumento del costo del lavoro e alla trasmissione dei passati rincari delle materie prime, le pressioni interne sui prezzi dovrebbero intensificarsi lentamente, determinando nel periodo in esame un graduale rialzo dell'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari. Nell'insieme, l'inflazione complessiva si porterebbe in media d'anno al 2,5-2,7 per cento nel 2011 e all'1,2-2,2 per cento nel 2012. La crescita dei redditi per addetto dovrebbe rimanere relativamente moderata nell'arco temporale della proiezione, rispecchiando il modesto miglioramento atteso per le condizioni nel mercato del lavoro. A causa della reazione parziale e ritardata dei salari nominali all'inflazione al consumo, i redditi per addetto in termini reali dovrebbero diminuire nel 2011, per poi aumentare lentamente. Tenuto conto della decelerazione della produttività anticipata dalle proiezioni, il costo unitario del lavoro dovrebbe risalire nel 2011 e crescere a un ritmo più sostenuto nel 2012. Di conseguenza, l'incremento dei margini di profitto risulterebbe ridotto nei due anni considerati, riflettendo anche la moderata espansione attesa per la domanda aggregata.

### Confronto con le proiezioni pubblicate nel giugno 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, pubblicate nel numero di giugno 2011 del Bollettino, gli intervalli di valori relativi alla crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali sono stati rivisti al ribasso sia per il 2011, sia per il 2012. Le revisioni delle prospettive per i due anni considerati riflettono la riduzione della domanda estera e l'indebolimento della domanda interna, frenata tra l'altro dalla maggiore incertezza, dal peggioramento del clima di fiducia, dal calo dei corsi azionari e dai criteri più restrittivi di erogazione del credito; nel complesso, tali fattori sopravanzano gli effetti positivi della significativa correzione al ribasso dell'ipotesi tecnica formulata per la media dei tassi sui prestiti nell'area dell'euro. La modifica al ribasso per il 2012 riflette anche l'impatto dell'ulteriore inasprimento delle politiche di bilancio in alcuni paesi dell'area. Per quanto riguarda l'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori per il 2011 è rimasto invariato, mentre quello per il 2012 risulta leggermente più ristretto rispetto alle proiezioni dello scorso giugno.

### Tavola B Confronto con le proiezioni di giugno 2011

(variazioni percentuali; medie annue)

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

### Confronto con le previsioni di altre organizzazioni

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, pubblicano previsioni relative all'area dell'euro (cfr. tavola C). Tali previsioni non sono tuttavia perfettamente confrontabili tra loro, né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre 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 delle altre materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative.

### Tavola C 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
OCSE	maggio 2011	2,0	2,0	2,6	1,6
Commissione europea	maggio 2011	1,6	1,8	2,6	1,8
FMI	giugno 2011	2,0	1,7	2,6	1,8
Survey of Professional Forecasters	agosto 2011	1,9	1,6	2,6	2,0
Consensus Economics Forecasts	agosto 2011	1,9	1,5	2,6	1,9
Proiezioni degli esperti della BCE	settembre 2011	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Fonti: Economic Forecasts della Commissione europea, primavera 2011; World Economic Outlook Update dell'FMI, giugno 2011; Economic Outlook dell'OCSE, maggio 2011; Consensus Economics Forecasts; Survey of Professional Forecasters della BCE.

Note: i tassi di crescita indicati nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE 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 diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si situerebbe tra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2011, lievemente al di sopra dell'intervallo di valori delle proiezioni degli esperti della BCE, e tra l'1,5 e il 2,0 per cento nel 2012, in prossimità del margine superiore dell'intervallo delle proiezioni. Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni indicano un tasso medio annuo del 2,6 per cento nel 2011, valore che ricade nell'intervallo delle proiezioni della BCE, e tra l'1,6 e il 2,0 per cento nel 2012, in linea con le proiezioni.

## 5 LA FINANZA PUBBLICA

*I più recenti dati sulle finanze pubbliche dell'area dell'euro indicano un protrarsi della diminuzione del disavanzo pubblico a livello dell'area e un aumento più contenuto del debito pubblico in rapporto al PIL. Allo stesso tempo, nel contesto di un forte incremento dell'incertezza nei mercati finanziari e dell'ulteriore diffondersi di timori circa la sostenibilità del debito, vari paesi dell'area dell'euro hanno annunciato piani aggiuntivi di risanamento per correggere i disavanzi eccessivi e condurre i rapporti debito/PIL su un percorso sostenibile. Per fronteggiare con fermezza le preoccupazioni sulla solidità delle finanze pubbliche, i governi dovrebbero mirare ad anticipare il risanamento nel quadro di strategie di ampio respiro tese a migliorare le posizioni di bilancio e le prospettive di crescita a lungo termine dei paesi, nonché a rafforzare i relativi contesti istituzionali delle politiche di bilancio.*

### LA FINANZA PUBBLICA NEL 2011

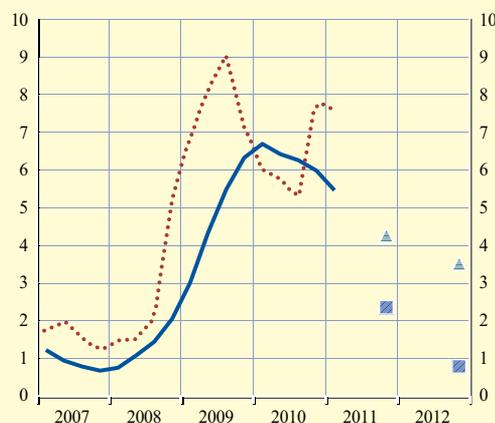
I più recenti dati di finanza pubblica per l'area dell'euro, disponibili fino al primo trimestre del 2011, indicano un protrarsi della diminuzione del disavanzo pubblico dell'area. Come riporta la figura 59, la somma mobile di quattro trimestri del disavanzo dell'area dell'euro, cioè il disavanzo cumulato negli ultimi quattro trimestri<sup>1)</sup>, si è situata al 5,5 per cento del PIL nel primo trimestre dell'anno, a fronte di un disavanzo rispetto al PIL pari al 6,7 per cento un anno prima e al 6,0 per cento nel quarto trimestre del 2010. Tali indicazioni di un calo degli squilibri di bilancio sono in linea con le previsioni di primavera 2011 della Commissione europea, pubblicate lo scorso maggio, secondo le quali il disavanzo dell'area dell'euro scenderebbe dal 6,0 per cento del 2010 al 4,3 per cento nel 2011. Come illustra la figura 60, la diminuzione del rapporto tra disavanzo pubblico e PIL dell'area dell'euro nel primo trimestre di quest'anno è riconducibile a un rapporto spesa/PIL lievemente inferiore e a un rapporto entrate/PIL leggermente superiore rispetto al trimestre precedente. Qualora dovessero perdurare, questi andamenti sarebbero sostanzialmente in linea con le previsioni di primavera 2011 della Commissione europea che prospettavano un calo di 1,3 punti percentuali del rapporto spesa/PIL, al 49,1 per cento nel 2011, e un aumento di 0,4 punti percentuali del rapporto entrate/PIL, al 44,9 per cento.

Quanto agli andamenti del debito lordo delle Amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro, i dati fino al primo trimestre mostrano, rispetto al periodo precedente, un minore incremento del rapporto debito/PIL in base alla media mobile di quattro trimestri. Ciò è in linea con le previsioni della scorsa primavera della Commissione europea di un incremento più moderato nel 2011 del rapporto debito/PIL, in aumento secondo le attese di 2,3 punti percentuali all'87,7 per cento dopo l'espansione di 6,1 punti percentuali nel 2010. La minore crescita del debito in rapporto al PIL nel 2011 riflette principalmente un disavanzo primario notevolmente inferiore, nonché raccordi disavanzo-debito più contenuti rispetto all'anno precedente.

**Figura 59 Disavanzo e variazione del debito dell'area dell'euro**

(somme mobili di quattro trimestri in percentuale del PIL)

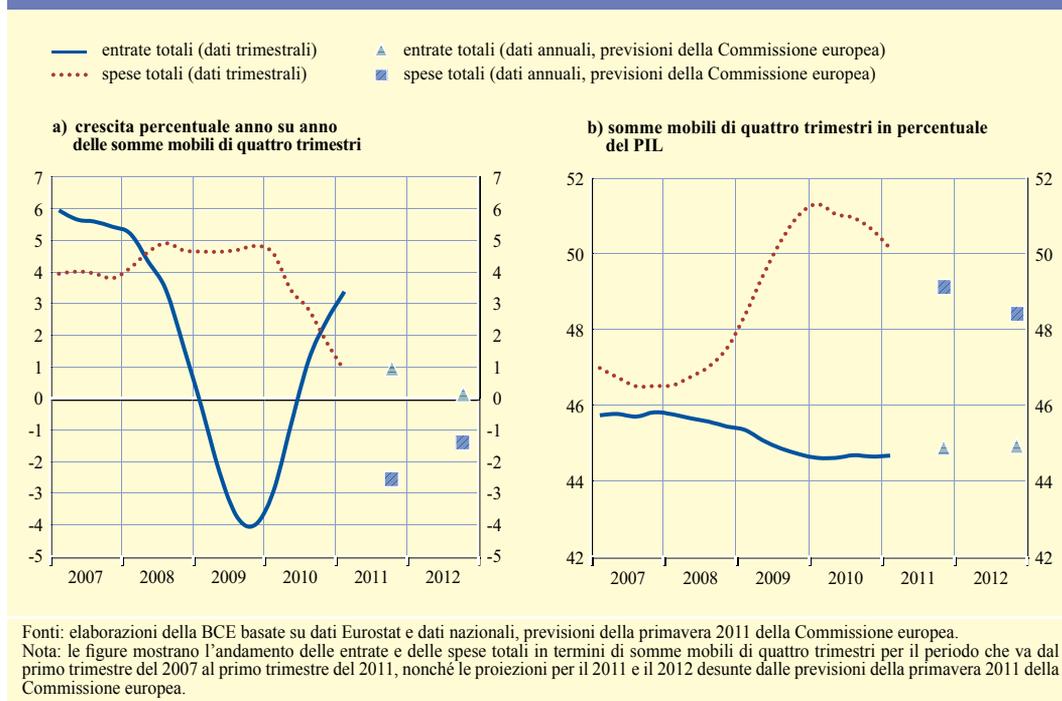
— disavanzo  
... variazione del debito  
▲ disavanzo (dati annuali, previsioni della Commissione europea)  
■ variazione del debito (dati annuali, previsioni della Commissione europea)



Fonti: elaborazioni della BCE, basate su dati Eurostat e nazionali; previsioni della primavera 2011 della Commissione europea.

1) Gli andamenti di bilancio sono analizzati in termini di variazioni annue per eliminare i fattori stagionali.

Figura 60 Area dell'euro: statistiche trimestrali sui conti pubblici e proiezioni



## L'ATTUALE EVOLUZIONE DELLE FINANZE PUBBLICHE E PROGRAMMI PER IL 2012 E PER GLI ANNI SUCCESSIVI

A metà giugno il Consiglio europeo ha concluso il primo “semestre europeo” emettendo pareri sui programmi di stabilità e convergenza dei paesi dell'UE, nonché sui programmi nazionali di riforma<sup>2)</sup>. I pareri del Consiglio esortano i governi dell'area dell'euro a rispettare rigorosamente gli obiettivi di bilancio contenuti nei rispettivi programmi di stabilità per il 2011 nonché nei Protocolli di intesa per i paesi beneficiari dell'assistenza finanziaria dell'UE/FMI<sup>3)</sup>. Al contempo, in relazione ai paesi dell'area dell'euro in cui il percorso di risanamento delineato nei programmi di stabilità indica un divario nella correzione rispetto alle previsioni della Commissione europea della scorsa primavera, i pareri del Consiglio chiedono ai governi di rafforzare gli sforzi di risanamento e di precisare le misure necessarie per conseguire gli obiettivi dei programmi di stabilità e correggere i disavanzi eccessivi entro i termini concordati.

In questo contesto e sospinti ulteriormente dalla crescente incertezza nei mercati finanziari e dal continuo diffondersi di timori per la sostenibilità del debito, vari paesi dell'area dell'euro hanno annunciato piani di risanamento aggiuntivi e/o hanno adottato provvedimenti legislativi per correggere i disavanzi eccessivi e condurre i rapporti debito/PIL su un percorso sostenibile. La breve rassegna dei recenti andamenti delle finanze pubbliche riportata di seguito è circoscritta ai maggiori paesi dell'area dell'euro e a quelli interessati da un programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI.

In Germania, secondo le proiezioni più recenti del governo, il disavanzo di bilancio delle Amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL scenderebbe dal 4,3 per cento del 2010 all'1,5 per cento

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

3) Per una valutazione degli aggiornamenti dei programmi di stabilità per il 2011, cfr. il numero di giugno 2011 di questo Bollettino.

nel 2011, livello inferiore di circa un punto percentuale rispetto all'aggiornamento del programma di stabilità di aprile. Il miglioramento della situazione di bilancio è ascrivibile principalmente a prospettive macroeconomiche più positive e a previsioni relative alle entrate più favorevoli. È ora allo studio del governo tedesco un'ulteriore graduale riduzione del rapporto disavanzo/PIL all'1 per cento nel 2012 e allo 0,5 per cento nel 2013. In linea con il limite al debito contemplato dalle norme costituzionali, il bilancio delle Amministrazioni pubbliche sarebbe in pareggio a partire dal 2014. Il debito pubblico in rapporto al PIL si ridurrebbe gradualmente dall'83 per cento circa del 2010 a un valore appena superiore al 70 per cento nel 2015.

In Francia, il 6 luglio il parlamento ha approvato una manovra di bilancio aggiuntiva per il 2011. Questa è costituita prevalentemente da nuove misure dal lato delle entrate, aventi un impatto sui conti pubblici complessivamente neutro nel medio termine. I principali provvedimenti contemplano l'abolizione, dal 2012, del massimale del 50 per cento per le imposte sul reddito complessivo percepito dalle persone fisiche (*bouclier fiscal*) e la riforma delle tasse di donazione e successione, il cui effetto di incremento sulle entrate è in parte compensato da una riforma delle aliquote per l'imposta sul patrimonio personale (*impôt de solidarité sur la fortune*). Il 24 agosto il governo ha annunciato un pacchetto di misure aggiuntive di risanamento per un valore di circa 12,5 miliardi di euro (pari approssimativamente allo 0,6 per cento del PIL) per il periodo fino al 2012, con un'incidenza di 1,5 miliardi nel 2011. Questi sforzi aggiuntivi di riequilibrio sono prevalentemente basati sulle entrate e consistono soprattutto in misure che ampliano la base imponibile e riducono le agevolazioni fiscali. I provvedimenti vogliono assicurare il conseguimento degli obiettivi di disavanzo previsti dal programma di stabilità pari al 5,7 e al 4,6 per cento del PIL rispettivamente nel 2011 e nel 2012, in un momento in cui l'espansione del PIL in termini reali si dimostra inferiore alle attese. Il governo ha anche rivisto al ribasso le ipotesi di crescita dal 2,0 per cento nel 2011 e dal 2,25 per cento nel 2012 all'1,75 in entrambi gli anni.

In Italia, il 5 agosto il governo ha annunciato una manovra aggiuntiva per far fronte ai timori dei mercati finanziari in merito alle prospettive per la crescita e le finanze pubbliche. Le misure prevedono di anticipare l'obiettivo del pareggio di bilancio dal 2014 al 2013, nonché di introdurre nella costituzione una norma sul pareggio di bilancio. Per la modifica della costituzione occorrerà una maggioranza qualificata in parlamento e ci vorranno diversi mesi. Quanto al processo di risanamento dei conti pubblici, il 12 agosto 2011 il governo ha adottato un decreto legge che precisa i provvedimenti che dovrebbero consentire di raggiungere l'obiettivo del pareggio di bilancio entro il 2013. È previsto che tali provvedimenti, parzialmente modificati in sede di dibattito parlamentare, siano approvati in via definitiva dalle camere entro la metà del mese di settembre. Essi consistono principalmente nell'anticipare le misure adottate nel piano di risanamento approvato in luglio, che contempla consistenti riduzioni dei trasferimenti dell'Amministrazione pubblica centrale alle regioni e agli enti decentrati, nonché un aumento delle imposte dirette e indirette. Una parte importante delle entrate aggiuntive discenderà da un contenimento delle agevolazioni fiscali. Secondo il Tesoro, l'attuazione del bilancio nell'anno corrente è quindi in linea con l'obiettivo di cassa del 2011 (67 miliardi di euro), che dovrebbe permettere il conseguimento dell'obiettivo per il disavanzo previsto nel programma di stabilità pari al 3,9 per cento del PIL.

In Spagna, il governo ha annunciato in agosto nuove misure, comprendenti modifiche alla gestione delle imposte sui redditi d'impresa e una riduzione della spesa farmaceutica. Questi provvedimenti vogliono assicurare che il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche sia ridotto all'obiettivo del programma di stabilità del 6 per cento del PIL per quest'anno. I dati sull'attuazione del bilancio suggeriscono finora che i bilanci dell'amministrazione centrale e del sistema previdenziale sono sostanzialmente in linea con il conseguimento dell'obiettivo di bilancio per l'anno in corso, pur evi-

denziando sconfinamenti nei bilanci delle amministrazioni regionali. Inoltre, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel primo trimestre del 2011 ha registrato un lieve incremento rispetto allo stesso periodo del 2010. Sempre in agosto il governo, con il sostegno del principale partito di opposizione, ha proposto di introdurre disposizioni sulla stabilità di bilancio nella costituzione spagnola.

L'andamento dei conti pubblici in Grecia è rimasto inferiore alle attese nella prima metà del 2011. Di conseguenza, il governo ha adottato una nuova strategia di risanamento delle finanze pubbliche nel medio termine, mantenendo gli obiettivi di disavanzo pubblico contemplati dal programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI. Essa prevede misure di bilancio per un ammontare pari a circa il 12,5 per cento del PIL nel periodo dal 2011 al 2015, in aggiunta alle misure già attuate, nonché un ambizioso programma di privatizzazioni finalizzato a ottenere proventi per 50 miliardi di euro entro la fine del 2015. Il 21 luglio 2011 i capi di Stato e di governo dell'area dell'euro hanno concordato un nuovo programma per il periodo fino al 2014, che comporta ulteriori finanziamenti ufficiali con scadenze significativamente più lunghe e tassi di interesse più bassi nonché, in via straordinaria, un notevole contributo volontario da parte dei creditori privati.

In Portogallo, i dati trimestrali relativi all'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche hanno segnalato che il governo avrebbe dovuto adottare misure aggiuntive per conseguire l'obiettivo di bilancio previsto dal programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI pari al 5,9 per cento del PIL nel 2011, soprattutto a causa di sconfinamenti dal lato della spesa. In questo contesto, il governo ha adottato alcuni provvedimenti finalizzati ad aumentare le entrate, fra cui una maggiorazione temporanea a titolo straordinario delle imposte sui redditi personali e un incremento delle aliquote IVA sui beni energetici con decorrenza dal 1° ottobre. Inoltre, il governo ha approvato un massimale sulla spesa primaria dello Stato, che ridurrà la spesa nominale nel 2012 del 10 per cento rispetto all'anno in corso. In linea con i requisiti previsti dal programma, le autorità portoghesi hanno pubblicato il 31 agosto il piano di risanamento dei conti pubblici a medio termine per il periodo 2011-2015.

In Irlanda, i dati di cassa per i primi otto mesi dell'anno suggeriscono che il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è in linea con il conseguimento dell'obiettivo fissato dal programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI pari al 10,6 per cento del PIL per il 2011. In conformità agli obblighi contemplati dal programma, alla fine di giugno è stato istituito un consiglio consultivo sulle finanze pubbliche. Prima della fine dell'anno le autorità irlandesi dovrebbero presentare il piano di risanamento dei conti pubblici a medio termine per il periodo dal 2012 al 2015.

Nella maggior parte degli altri paesi dell'area dell'euro, occorrerebbe intensificare gli sforzi di riequilibrio delle finanze pubbliche per assicurare una tempestiva correzione dei disavanzi eccessivi. Le strategie di bilancio devono poggiare su misure ben definite, in particolare nei paesi con elevati rapporti debito/PIL. Un'eccezione degna di nota è la Finlandia, che sarebbe in grado di portare il disavanzo di bilancio al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2011 in linea con la procedura per i disavanzi eccessivi.

#### **RAFFORZAMENTO DELLA GOVERNANCE DELLA FINANZA PUBBLICA**

Dopo intense trattative tra il Consiglio, il Parlamento europeo e la Commissione europea, il 23 giugno il Parlamento europeo ha adottato il cosiddetto pacchetto di riforma della *governance*, costituito da sei testi giuridici intesi a rafforzare la *governance* economica nell'UE e, in particolare, nell'area dell'euro. Quanto alla *governance* della finanza pubblica, l'accordo riguarda l'istituzione di un parametro per la spesa pubblica, un parametro numerico per la riduzione del debito, requisiti minimi per i contesti istituzionali delle politiche di bilancio, nonché una serie di misure volte a migliorare il rispetto del Patto di stabilità e crescita, come l'imposizione anticipata e più graduale delle sanzioni

nel caso dei paesi dell'area dell'euro. Tuttavia, dal momento che il Parlamento europeo e il Consiglio europeo non sono riusciti a pervenire a un accordo sull'estensione della votazione a maggioranza qualificata inversa nel meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita, il Parlamento europeo non ha chiuso formalmente la prima lettura in giugno e i negoziati su tale questione aperta proseguiranno in settembre.

Al vertice del 21 luglio 2011 i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno sollecitato la rapida ultimazione del pacchetto legislativo per la *governance* economica. Inoltre, nella stessa occasione i paesi dell'area dell'euro hanno deciso misure volte a migliorare l'efficacia dei meccanismi di stabilità per i paesi in grave difficoltà economica, vale a dire l'attuale European Financial Stability Facility (EFSF), che dal giugno 2013 sarà sostituita dal Meccanismo europeo di stabilità (MES). In particolare, per accrescere la flessibilità dei meccanismi pur assicurando condizioni rigorose, si è deciso di consentire a questi di agire sulla base di un programma precauzionale, di finanziare la ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie attraverso prestiti ai governi (anche nei paesi dell'area dell'euro privi di programma) e di intervenire nei mercati secondari. Gli acquisti effettuati dall'EFSF nei mercati secondari, qualora necessari, devono basarsi su un'analisi della BCE che riconosca il sussistere di circostanze straordinarie nei mercati finanziari e di rischi per la stabilità finanziaria.

In una precedente occasione i capi di Stato o di governo dell'area dell'euro avevano convenuto di portare la capacità effettiva di finanziamento dell'EFSF a 440 miliardi di euro e di consentire a tale società di intervenire nei mercati primari. Il ricorso all'EFSF ha un impatto sulle finanze pubbliche dei paesi che le offrono garanzie in misura proporzionale alla rispettiva quota contributiva (aggiornata) nell'ambito della società stessa. Poiché l'EFSF raccoglie fondi sul mercato agendo per conto dei governi dell'area dell'euro allo scopo di erogare prestiti, a condizioni rigorose, ai paesi dell'area in gravi difficoltà economiche, queste operazioni di prestito verranno riallocate nei conti pubblici dei paesi garanti. Ciò significa che a fini statistici il prestito concesso al paese mutuatario non è segnalato come un prestito diretto dell'EFSF, bensì come un finanziamento dell'EFSF ai paesi garanti che, a loro volta, erogano il prestito al paese in difficoltà e lo registrano come un'attività nei confronti del paese beneficiario. Di conseguenza, si ha un aumento sia del debito pubblico lordo sia delle attività finanziarie dei paesi garanti. Inoltre, il paese beneficiario riporta nei conti pubblici un debito lordo nei confronti dei paesi garanti.

#### **PERDURA UN CONTESTO DIFFICILE PER LE POLITICHE DI BILANCIO DELL'AREA DELL'EURO**

Nell'attuale contesto economico, in cui i mercati finanziari penalizzano immediatamente i timori circa la solidità delle finanze pubbliche di un paese e detti timori si propagano anche ad altri paesi con una posizione di bilancio vulnerabile, è della massima importanza che tutti i paesi dell'area dell'euro ottemperino rigorosamente ai propri obblighi nel quadro del Patto di stabilità e crescita. Pertanto, è essenziale che i governi rispettino quanto meno gli impegni di risanamento dei conti pubblici previsti per quest'anno dalle procedure per i disavanzi eccessivi e, se necessario, correggano eventuali sconfinamenti. Inoltre, le proposte di bilancio per il 2012, attualmente allo studio nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro, devono stabilire misure sufficientemente ambiziose e dettagliate, incentrate dal lato della spesa, in modo da conseguire gli obiettivi di bilancio per il 2012 e per gli anni successivi. Al fine di stabilizzare i rapporti tra debito pubblico e PIL quanto prima e imprimere loro un andamento calante sostenibile, i governi dovrebbero mirare ad anticipare gli sforzi di risanamento. I paesi che beneficiano di andamenti economici e di conti pubblici migliori delle attese dovrebbero sfruttare appieno questo margine di manovra per una più rapida riduzione del disavanzo e del debito. Tutti i paesi dell'area dell'euro dovrebbero integrare le manovre di bilancio in strategie di ampio respiro finalizzate a migliorare le posizioni di bilancio e le prospettive di crescita a lungo termine nonché a rafforzare i loro contesti istituzionali delle politiche di bilancio.

# STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO





# INDICE <sup>1)</sup>

## 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 ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

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 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM

S21

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

S22

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

S23

2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

S24

2.11 Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro

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](mailto: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](http://sdw.ecb.europa.eu)).

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

#### **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.

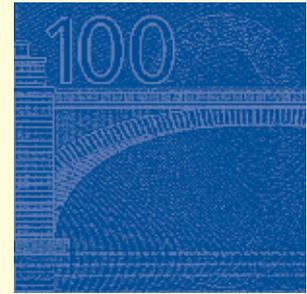
Informazioni dettagliate sulla composizione attuale dell'area dell'euro e sulle precedenti sono reperibili nelle Note generali.

#### **VARIAZIONI APPORTATE AL CAPITOLO 2: "MONETA, BANCHE E ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE"**

La sezione 2 delle "Statistiche dell'area dell'euro" è stata modificata per includere i nuovi dati disponibili sui bilanci delle IFM (pagg. S14, S15 e S17), le attività e le passività delle società veicolo finanziarie (pag. S24), nonché le attività e passività delle società di assicurazione e dei fondi pensione (pag. S25). È stata inoltre eliminata la sezione 2.7 ("Rivalutazione di voci di bilancio delle IFM"), ancora disponibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>. La precedente sezione 2.8 è stata ridotta a un'unica pagina ed è diventata la sezione 2.7. Infine, le sezioni 2.9 e 2.10 sul bilancio aggregato dei fondi di investimento sono state rinumerate (rispettivamente sezione 2.8 e sezione 2.9), lasciando inalterato il loro contenuto. Per ulteriori dettagli sulle nuove statistiche consultare le Note generali.

#### **Segni convenzionali nelle tavole**

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



## TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

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

#### 1. Andamenti monetari e tassi di interesse<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup>	M3 <sup>2)3)</sup> media mobile centrata di tre mesi	Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>	Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM <sup>2)</sup>	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) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2009	9,5	4,8	3,3	-	1,6	23,7	1,22	3,76
2010	8,5	1,8	0,5	-	0,6	3,9	0,81	3,36
2010 3° trim.	7,9	1,8	0,7	-	1,0	1,8	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	2,2	1,10	3,66
2° trim.	1,6	2,4	2,1	-	2,6	1,7	1,42	3,41
2011 mar.	3,0	2,7	2,2	2,1	2,5	1,6	1,18	3,66
apr.	1,6	2,4	1,9	2,1	2,6	1,7	1,32	3,55
mag.	1,2	2,4	2,3	2,0	2,7	1,5	1,43	3,37
giu.	1,2	2,3	1,9	2,1	2,5	2,2	1,49	3,41
lug.	0,9	2,1	2,0	.	2,4	.	1,60	3,06
ago.	.	.	.	.	.	.	1,55	2,76

#### 2. Prezzi, produzione, domanda e mercato del lavoro<sup>5)</sup>

	IAPC <sup>1)</sup>	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	2,8	-4,3	-14,8	70,9	-1,9	9,6
2010	1,6	2,9	1,5	1,8	7,5	76,9	-0,5	10,1
2010 4° trim.	2,0	4,8	1,5	2,0	8,1	79,1	0,3	10,1
2011 1° trim.	2,5	6,5	2,6	2,4	6,5	80,9	0,3	10,0
2° trim.	2,8	6,3	.	1,6	4,1	81,3	.	9,9
2011 mar.	2,7	6,8	-	-	5,7	-	-	10,0
apr.	2,8	6,8	-	-	5,3	81,6	-	9,9
mag.	2,7	6,2	-	-	4,4	-	-	10,0
giu.	2,7	5,9	-	-	2,7	-	-	10,0
lug.	2,5	6,1	-	-	.	80,9	-	10,0
ago.	2,5	.	-	-	.	-	-	.

#### 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 <sup>6)</sup> (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	161,3	462,4	-16,5	116,6	111,7	110,6	1,3948
2010	-33,8	19,5	88,6	591,2	-12,9	119,0	104,6	103,0	1,3257
2010 3° trim.	-5,1	8,2	-47,8	552,2	-15,1	120,7	102,3	100,8	1,2910
4° trim.	3,6	6,4	92,8	591,2	-12,9	119,0	104,4	102,4	1,3583
2011 1° trim.	-27,9	-12,5	121,8	576,6	-13,2	116,9	103,7	101,5	1,3680
2° trim.	-27,6	-1,6	165,8	580,9	.	.	106,4	104,2	1,4391
2011 mar.	-0,6	2,9	76,6	576,6	.	.	105,2	103,0	1,3999
apr.	-6,4	-3,5	20,0	571,7	.	.	107,0	104,9	1,4442
mag.	-18,2	1,0	51,9	592,7	.	.	106,0	103,8	1,4349
giu.	-3,0	0,9	93,9	580,9	.	.	106,1	103,9	1,4388
lug.	.	.	.	621,6	.	.	105,2	102,6	1,4264
ago.	.	.	.	.	.	.	104,9	102,2	1,4343

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

	12 agosto 2011	19 agosto 2011	26 agosto 2011	2 settembre 2011
<b>Oro e crediti in oro</b>	363.250	363.252	363.248	363.248
<b>Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	215.946	215.876	214.935	214.286
<b>Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	26.772	27.313	27.901	28.402
<b>Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	20.525	20.156	18.750	18.869
<b>Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	548.052	538.694	524.581	513.772
Operazioni di rifinanziamento principali	157.073	147.689	133.674	121.669
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	390.830	390.830	390.830	392.055
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	6	90	0	14
Crediti connessi a scarti di garanzia	143	85	77	33
<b>Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	52.528	49.095	49.828	50.065
<b>Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro</b>	491.930	504.668	510.325	523.034
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	155.694	169.985	175.309	188.564
Altri titoli	336.236	334.683	335.015	334.470
<b>Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche</b>	33.944	33.944	33.944	33.944
<b>Altre attività</b>	320.079	323.649	328.122	327.503
<b>Attività totali</b>	<b>2.073.026</b>	<b>2.076.647</b>	<b>2.071.633</b>	<b>2.073.122</b>

#### 2. Passività

	12 agosto 2011	19 agosto 2011	26 agosto 2011	2 settembre 2011
<b>Banconote in circolazione</b>	858.176	854.587	850.189	852.975
<b>Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	441.489	447.277	431.687	446.983
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	286.783	244.830	196.998	179.746
Depositi <i>overnight</i>	80.214	105.911	121.190	151.097
Depositi a tempo determinato	74.000	96.000	110.500	115.500
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	492	536	2.998	640
<b>Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro</b>	3.886	2.180	4.660	4.225
<b>Certificati di debito</b>	0	0	0	0
<b>Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro</b>	62.044	60.329	70.910	53.348
<b>Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro</b>	40.001	44.905	44.596	43.695
<b>Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro</b>	1.589	1.589	2.083	2.692
<b>Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro</b>	11.454	11.863	11.773	11.228
<b>Contropartite dei DSP dell'FMI</b>	52.170	52.170	52.170	52.170
<b>Altre passività</b>	204.079	203.609	205.427	207.668
<b>Rivalutazioni</b>	316.657	316.657	316.657	316.657
<b>Capitale e riserve</b>	81.481	81.481	81.481	81.481
<b>Passività totali</b>	<b>2.073.026</b>	<b>2.076.647</b>	<b>2.071.633</b>	<b>2.073.122</b>

Fonte: BCE.

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

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

Con effetto dal <sup>1)</sup>	Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema		Operazioni di rifinanziamento principali			Operazioni di rifinanziamento marginale	
			Aste a tasso fisso	Aste a tasso variabile			
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	Livello	Variazione					
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9 apr.	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5 nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4 feb.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17 mar.	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28 apr.	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9 giu.	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28 <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1 set.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6 ott.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11 mag.	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31 ago.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18 set.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9 nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6 dic.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7 mar.	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6 giu.	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50
2005 6 dic.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006 8 mar.	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
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 <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
15 <sup>5)</sup>	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
13 lug.	0,75	0,25	1,50	-	0,25	2,25	0,25

Fonte: BCE.

- 1) Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, 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).
- 2) Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- 3) L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- 4) 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.
- 5) 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 <sup>1), 2)</sup>

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale <sup>4)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2011 25 mag.	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
15	135.585	235	135.585	1,25	-	-	-	7
22	186.942	353	186.942	1,25	-	-	-	7
29	141.461	232	141.461	1,25	-	-	-	7
6 lug.	120.024	185	120.024	1,25	-	-	-	7
13	153.597	230	153.597	1,50	-	-	-	7
20	197.070	291	197.070	1,50	-	-	-	7
27	164.200	193	164.200	1,50	-	-	-	7
3 ago.	172.021	168	172.021	1,50	-	-	-	7
10	157.073	153	157.073	1,50	-	-	-	7
17	147.689	139	147.689	1,50	-	-	-	7
24	133.674	133	133.674	1,50	-	-	-	7
31	121.669	135	121.669	1,50	-	-	-	7
7 set.	115.408	126	115.408	1,50	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2011 31 mar. <sup>5)</sup>	129.458	290	129.458	1,21	-	-	-	91
13 apr.	83.687	40	83.687	1,25	-	-	-	28
28 <sup>5)</sup>	63.411	177	63.411	1,29	-	-	-	91
11 mag.	80.653	60	80.653	1,25	-	-	-	35
26 <sup>5)</sup>	48.131	182	48.131	1,38	-	-	-	98
15 giu.	69.403	60	69.403	1,25	-	-	-	28
30 <sup>5)</sup>	132.219	265	132.219	-	-	-	-	91
13 lug.	67.748	57	67.748	1,50	-	-	-	28
28 <sup>5)</sup>	84.977	165	84.977	-	-	-	-	91
10 ago.	75.751	39	75.751	1,50	-	-	-	35
11 <sup>5)</sup>	49.752	114	49.752	-	-	-	-	203
1 set. <sup>5)</sup>	49.356	128	49.356	-	-	-	-	91

#### 2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale <sup>5)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 15 giu.	Raccolta di depositi a tempo determinato	76.714	61	75.000	-	-	1,25	1,25	1,20	7
22	Raccolta di depositi a tempo determinato	83.565	56	74.000	-	-	1,25	1,24	1,15	7
29	Raccolta di depositi a tempo determinato	75.014	57	74.000	-	-	1,25	1,25	1,17	7
6 lug.	Raccolta di depositi a tempo determinato	96.009	68	74.000	-	-	1,25	0,90	0,75	7
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	75.404	119	74.814	-	-	1,25	1,05	1,03	1
13	Raccolta di depositi a tempo determinato	91.891	64	74.000	-	-	1,50	1,46	1,39	7
20	Raccolta di depositi a tempo determinato	86.144	63	74.000	-	-	1,50	1,40	1,31	7
27	Raccolta di depositi a tempo determinato	93.188	69	74.000	-	-	1,50	1,16	1,09	7
3 ago.	Raccolta di depositi a tempo determinato	86.770	68	74.000	-	-	1,50	0,99	0,92	7
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	145.149	121	145.149	-	-	1,50	1,30	1,27	1
10	Raccolta di depositi a tempo determinato	95.431	65	74.000	-	-	1,50	1,14	1,01	7
17	Raccolta di depositi a tempo determinato	123.165	78	96.000	-	-	1,50	1,20	0,96	7
24	Raccolta di depositi a tempo determinato	132.874	91	110.500	-	-	1,50	1,15	1,03	7
31	Raccolta di depositi a tempo determinato	152.913	98	115.500	-	-	1,50	1,14	1,02	7
7 set.	Raccolta di depositi a tempo determinato	173.575	100	129.000	-	-	1,50	1,05	1,00	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) In questa operazione di rifinanziamento a più lungo termine, 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 <sup>1)</sup>	Totale passività soggette	Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento			Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento		
		Depositi a vista 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	
2011 feb.	19.035,7	9.768,4	670,3	2.727,5	1.490,3	4.379,2	
mar.	18.868,8	9.700,2	671,9	2.733,9	1.399,8	4.363,0	
apr.	18.984,5	9.749,5	662,8	2.740,4	1.475,2	4.356,6	
mag.	19.172,1	9.787,9	677,0	2.760,6	1.538,4	4.408,3	
giu.	19.039,4	9.730,8	643,5	2.778,0	1.491,7	4.395,4	

**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 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	209,0	2,0	0,0	1,25
12 lug.	207,7	210,9	3,1	0,0	1,25
9 ago.	208,8	211,5	2,7	0,0	1,50
13 set.	207,0	.	.	.	.

**3. Liquidità**

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità <sup>3)</sup>	Depositi overnight presso l'Eurosistema	Altre operazioni di assorbimento di liquidità <sup>3)</sup>	Banconote in circolazione	Conti delle amm.ni centrali presso l'Eurosistema	Altri fattori (netto)		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2009	407,6	55,8	593,4	0,7	24,6	65,7	9,9	775,2	150,1	-130,2	211,4	1.052,3
2010	511,1	179,5	336,3	1,9	130,4	44,7	70,8	815,9	94,4	-79,1	212,5	1.073,1
2011 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
14 giu.	526,8	114,7	317,9	0,0	135,5	18,4	76,2	836,6	62,6	-107,9	209,0	1.064,0
12 lug.	533,6	146,0	311,6	0,2	134,2	29,5	76,9	846,2	73,4	-111,2	210,9	1.086,6
9 ago.	541,3	171,7	321,5	0,1	133,9	56,7	79,2	854,2	71,4	-104,5	211,5	1.122,4

Fonte: BCE.

1) Fine periodo.

2) L'aggregato include la liquidità fornita nel quadro del programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite e del programma per i mercati dei titoli finanziari dell'Eurosistema.

 3) 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 ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

### 2.1 Bilancio aggregato delle IFM dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

#### 1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro				Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>2)</sup>	Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività <sup>3)</sup>
		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
<b>Eurosistema</b>														
2009	2.829,9	1.475,5	19,5	0,7	1.455,3	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	321,0
2010	3.212,4	1.537,4	18,6	0,9	1.517,8	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,3	8,5	389,8
2011 1° trim.	3.038,5	1.347,1	18,5	1,0	1.327,6	580,8	468,5	9,8	102,5	-	19,5	670,4	8,5	412,2
2° trim.	3.132,7	1.415,7	17,8	1,0	1.396,9	594,9	468,9	10,1	116,0	-	19,4	688,4	8,6	405,6
2011 apr.	3.056,6	1.368,9	18,3	1,0	1.349,7	583,8	468,8	9,6	105,3	-	19,7	669,4	8,5	406,2
mag.	3.134,2	1.415,7	18,2	1,0	1.396,5	588,4	472,5	9,8	106,0	-	19,5	696,0	8,6	406,1
giu.	3.132,7	1.415,7	17,8	1,0	1.396,9	594,9	468,9	10,1	116,0	-	19,4	688,4	8,6	405,6
lug. <sup>(p)</sup>	3.245,0	1.474,5	17,8	1,0	1.455,8	578,0	464,8	10,4	102,8	-	19,0	727,8	8,7	437,0
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>														
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	32.199,8	17.763,0	1.220,1	11.027,8	5.515,2	4.938,6	1.524,1	1.528,7	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,3
2011 1° trim.	31.564,3	17.793,6	1.187,1	11.117,7	5.488,8	4.704,2	1.412,9	1.492,9	1.798,3	64,5	1.202,9	4.277,0	227,4	3.294,8
2° trim.	31.742,8	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,8	1.458,5	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,5	4.282,9	228,9	3.332,7
2011 apr.	31.758,3	17.865,7	1.178,9	11.141,4	5.545,4	4.694,2	1.419,3	1.499,3	1.775,5	63,6	1.248,6	4.297,9	228,0	3.360,3
mag.	32.103,9	17.904,9	1.155,9	11.201,2	5.547,8	4.713,4	1.430,3	1.496,9	1.786,2	65,1	1.256,3	4.436,8	229,0	3.498,4
giu.	31.742,8	17.889,4	1.152,7	11.225,4	5.511,3	4.695,8	1.458,5	1.473,1	1.764,3	61,6	1.251,5	4.282,9	228,9	3.332,7
lug. <sup>(p)</sup>	32.153,8	17.998,9	1.157,4	11.240,0	5.601,6	4.667,2	1.438,2	1.476,3	1.752,7	61,0	1.248,4	4.297,7	229,5	3.651,1

#### 2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi di residenti nell'area dell'euro				Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>4)</sup>	Obbligazioni <sup>5)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>3)</sup>
			Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti	IFM					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosistema</b>											
2009	2.829,9	829,3	1.192,0	102,6	22,1	1.067,4	-	0,1	319,8	140,2	348,5
2010	3.212,4	863,7	1.394,4	68,0	8,7	1.317,7	-	0,0	428,5	153,8	372,1
2011 1° trim.	3.038,5	848,4	1.264,5	60,8	8,9	1.194,9	-	0,0	402,3	155,0	368,3
2° trim.	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
2011 apr.	3.056,6	858,8	1.268,4	80,0	9,3	1.179,0	-	0,0	405,5	152,1	371,8
mag.	3.134,2	862,4	1.313,9	65,4	10,4	1.238,1	-	0,0	423,8	158,4	375,6
giu.	3.132,7	871,6	1.320,1	72,5	11,2	1.236,3	-	0,0	412,2	157,5	371,4
lug. <sup>(p)</sup>	3.245,0	880,4	1.364,2	86,0	8,2	1.269,9	-	0,0	444,6	174,0	381,9
<b>IFM escluso l'Eurosistema</b>											
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	32.199,8	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,0	4.220,3	3.979,4
2011 1° trim.	31.564,3	-	16.453,8	235,8	10.524,6	5.693,4	632,8	4.873,1	2.079,4	4.018,8	3.506,5
2° trim.	31.742,8	-	16.613,8	266,4	10.654,6	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,6	3.973,6	3.487,0
2011 apr.	31.758,3	-	16.576,9	224,4	10.597,9	5.754,6	633,8	4.858,6	2.083,0	4.063,4	3.542,5
mag.	32.103,9	-	16.577,6	222,1	10.640,3	5.715,3	631,8	4.899,5	2.121,9	4.191,8	3.681,2
giu.	31.742,8	-	16.613,8	266,4	10.654,6	5.692,8	609,7	4.903,0	2.155,6	3.973,6	3.487,0
lug. <sup>(p)</sup>	32.153,8	-	16.704,0	230,1	10.649,1	5.824,8	599,8	4.893,3	2.190,6	3.973,5	3.792,6

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 <sup>1)</sup>**

(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 <sup>2)</sup>
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Consistenze</b>											
2009	23.862,5	11.805,7	1.021,1	10.784,5	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,7	4.809,2	229,1	2.850,0
2010	25.826,0	12.267,4	1.238,7	11.028,7	3.526,2	1.987,9	1.538,3	799,9	5.007,7	232,0	3.993,0
2011 1° trim.	25.327,7	12.324,3	1.205,6	11.118,7	3.384,2	1.881,4	1.502,7	779,0	4.947,4	235,9	3.657,0
2° trim.	25.491,3	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.410,5	1.927,3	1.483,1	788,7	4.971,3	237,6	3.686,4
2011 apr.	25.476,0	12.339,5	1.197,1	11.142,4	3.397,1	1.888,1	1.509,0	822,3	4.967,3	236,5	3.713,2
mag.	25.808,8	12.376,3	1.174,2	11.202,1	3.409,5	1.902,9	1.506,7	800,0	5.132,8	237,6	3.852,5
giu.	25.491,3	12.396,9	1.170,5	11.226,4	3.410,5	1.927,3	1.483,1	788,7	4.971,3	237,6	3.686,4
lug. <sup>(p)</sup>	25.887,3	12.416,0	1.175,1	11.240,9	3.389,7	1.903,0	1.486,6	782,0	5.025,4	238,2	4.035,9
<b>Transazioni</b>											
2009	-644,8	15,8	29,4	-13,6	365,2	270,2	95,0	12,4	-464,8	7,8	-581,9
2010	600,3	413,0	206,5	206,5	143,9	145,8	-2,0	5,7	-110,0	2,4	145,2
2011 1° trim.	-278,4	39,0	-28,3	67,3	-11,0	19,2	-30,1	7,6	81,8	0,9	-396,7
2° trim.	191,0	68,0	-37,3	105,3	28,6	49,6	-21,0	14,6	35,6	1,9	42,3
2011 apr.	237,8	26,1	-10,5	36,7	16,1	11,1	5,0	40,8	82,7	0,6	71,4
mag.	229,1	17,1	-23,3	40,4	7,1	10,2	-3,1	-18,4	83,1	1,3	138,9
giu.	-275,9	24,8	-3,4	28,2	5,4	28,3	-22,9	-7,8	-130,3	0,0	-168,0
lug. <sup>(p)</sup>	303,4	7,9	4,2	3,7	-9,5	-14,1	4,6	-1,8	-28,6	0,7	334,7

**2. Passività**

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari <sup>3)</sup>	Obbligazioni <sup>4)</sup>	Capitale e riserve	Passività verso non residenti nell'area dell'euro	Altre passività <sup>2)</sup>	Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività
<b>Consistenze</b>										
2009	23.862,5	769,9	248,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.362,9	-22,5
2010	25.826,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,2	4.374,1	4.351,5	59,7
2011 1° trim.	25.327,7	798,3	296,6	10.533,5	568,2	2.972,3	2.038,3	4.173,8	3.874,8	71,9
2° trim.	25.491,3	819,7	339,0	10.665,8	548,1	3.022,7	2.085,6	4.131,1	3.858,4	21,0
2011 apr.	25.476,0	805,4	304,4	10.607,3	570,2	2.977,8	2.042,5	4.215,5	3.914,3	38,6
mag.	25.808,8	810,4	287,4	10.650,7	566,7	3.007,4	2.070,0	4.350,2	4.056,8	9,1
giu.	25.491,3	819,7	339,0	10.665,8	548,1	3.022,7	2.085,6	4.131,1	3.858,4	21,0
lug. <sup>(p)</sup>	25.887,3	828,2	316,2	10.657,4	538,8	3.037,8	2.149,7	4.147,5	4.174,5	37,3
<b>Transazioni</b>										
2009	-644,8	45,8	-2,4	286,0	-12,5	-56,4	143,1	-590,3	-505,5	47,4
2010	600,3	38,6	12,8	331,5	-98,2	42,5	113,0	-27,4	132,7	54,8
2011 1° trim.	-278,4	-10,1	36,2	-20,0	-4,5	80,0	12,7	-48,0	-344,6	19,8
2° trim.	191,0	21,3	42,6	121,2	-19,7	34,4	45,2	-20,2	-2,0	-31,9
2011 apr.	237,8	7,1	8,0	80,3	2,2	12,9	0,7	107,1	42,4	-22,9
mag.	229,1	5,0	-17,0	27,7	-3,5	3,8	12,0	73,3	148,8	-21,0
giu.	-275,9	9,2	51,6	13,2	-18,4	17,8	32,5	-200,6	-193,2	12,0
lug. <sup>(p)</sup>	303,4	8,5	-22,8	-14,3	-9,6	0,0	41,1	-22,8	306,5	16,8

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 nell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

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

### 1. Aggregati monetari <sup>2)</sup> e loro contropartite

	M1		M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Credito ad altri residenti nell'area dell'euro		Attività nette sull'estero <sup>3)</sup>	
	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	M3 media mobile centrata di tre mesi	Passività finanziarie a lungo termine	Credito alle amministrazioni pubbliche	Prestiti	Per memoria: prestiti corretti per vendite e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11
<b>Consistenze</b>												
2009	4.498,8	3.701,6	8.200,4	1.134,1	9.334,5	-	6.762,9	2.909,6	13.105,9	10.792,9	-	552,2
2010	4.699,4	3.700,0	8.399,4	1.125,2	9.524,6	-	7.313,3	3.268,6	13.366,8	11.035,2	-	615,3
2011 1° trim.	4.714,1	3.743,7	8.457,8	1.132,3	9.590,1	-	7.445,8	3.090,5	13.424,0	11.130,8	-	784,1
2° trim.	4.705,7	3.782,4	8.488,1	1.163,4	9.651,5	-	7.544,4	3.062,1	13.466,2	11.195,1	-	840,8
2011 apr.	4.694,4	3.750,7	8.445,1	1.139,7	9.584,7	-	7.482,2	3.073,8	13.440,3	11.145,7	-	776,9
mag.	4.691,0	3.786,4	8.477,4	1.171,5	9.649,0	-	7.542,4	3.068,4	13.487,3	11.197,2	-	813,3
giu.	4.705,7	3.782,4	8.488,1	1.163,4	9.651,5	-	7.544,4	3.062,1	13.466,2	11.195,1	-	840,8
lug. <sup>(p)</sup>	4.717,4	3.793,2	8.510,5	1.166,6	9.677,1	-	7.615,1	3.064,9	13.492,9	11.216,1	-	886,4
<b>Transazioni</b>												
2009	490,4	-368,0	122,5	-160,4	-37,9	-	422,7	307,6	90,1	-14,7	31,2	125,1
2010	195,6	-12,2	183,4	-24,1	159,4	-	265,6	356,5	207,0	204,8	261,7	-82,6
2011 1° trim.	14,4	40,4	54,9	-14,0	40,8	-	80,9	-48,4	68,7	72,9	43,7	158,5
2° trim.	-5,3	31,9	26,7	13,8	40,5	-	90,7	-26,8	43,2	61,9	69,2	46,0
2011 apr.	-13,8	10,0	-3,8	-2,0	-5,8	-	47,5	-14,3	25,5	27,9	31,8	-9,7
mag.	-6,8	25,5	18,7	24,1	42,8	-	24,6	-10,2	30,7	32,1	34,8	15,4
giu.	15,3	-3,6	11,7	-8,3	3,4	-	18,7	-2,3	-13,0	1,9	2,7	40,2
lug. <sup>(p)</sup>	9,1	9,2	18,3	2,4	20,7	-	31,5	12,5	22,1	10,1	23,6	2,0
<b>Variazioni percentuali</b>												
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,7	11,8	0,7	-0,1	0,3	125,1
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,8	12,2	1,6	1,9	2,4	-82,6
2011 1° trim.	3,0	2,3	2,7	-1,0	2,2	2,1	3,9	8,0	2,2	2,5	2,8	74,2
2° trim.	1,2	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,9	4,7	2,2	2,5	2,8	137,1
2011 apr.	1,6	3,3	2,4	-1,6	1,9	2,1	4,0	7,4	2,3	2,6	2,8	73,7
mag.	1,2	3,9	2,4	1,5	2,3	2,0	4,4	5,7	2,6	2,7	3,0	55,2
giu.	1,2	3,7	2,3	-0,9	1,9	2,1	4,9	4,7	2,2	2,5	2,8	137,1
lug. <sup>(p)</sup>	0,9	3,7	2,1	0,9	2,0	.	4,6	4,9	1,9	2,4	2,6	166,6

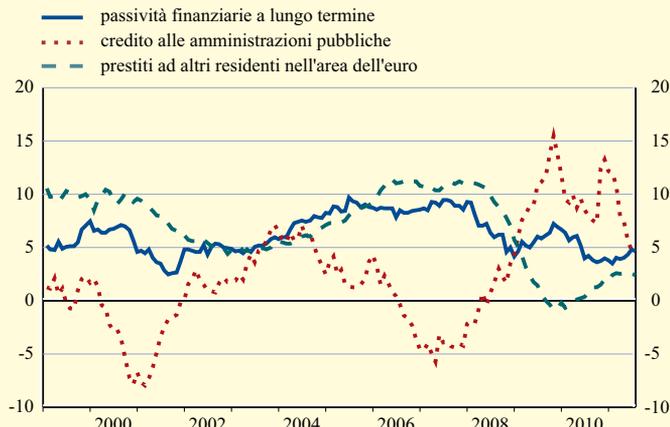
### F1 Aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F2 Contropartite <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

## 2.3 Statistiche monetarie <sup>1)</sup>

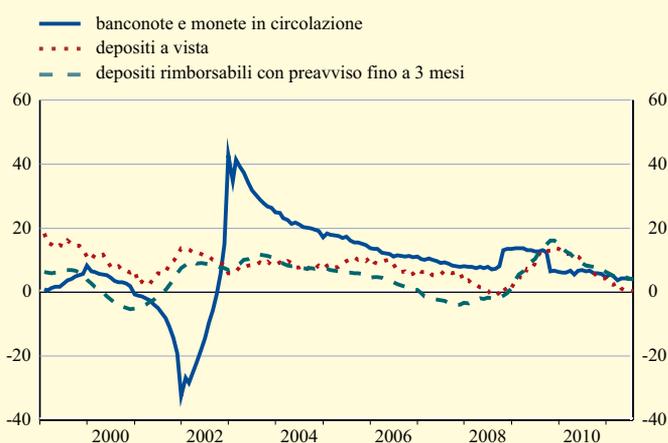
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 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
<b>Consistenze</b>											
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	1.787,2
2010	793,6	3.905,8	1.785,1	1.914,9	433,8	570,2	121,2	2.753,6	118,4	2.436,0	2.005,3
2011 1° trim.	802,7	3.911,5	1.821,6	1.922,1	410,2	568,5	153,6	2.815,7	119,7	2.469,3	2.041,0
2° trim.	815,4	3.890,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,4	119,7	2.494,2	2.085,1
2011 apr.	802,5	3.891,9	1.827,4	1.923,3	418,4	563,6	157,7	2.818,5	119,7	2.486,6	2.057,4
mag.	812,5	3.878,5	1.852,4	1.933,9	457,3	556,1	158,1	2.842,3	119,6	2.489,5	2.091,0
giu.	815,4	3.890,3	1.844,6	1.937,8	441,2	550,6	171,6	2.845,4	119,7	2.494,2	2.085,1
lug. <sup>(p)</sup>	816,3	3.901,1	1.849,1	1.944,0	460,7	535,0	170,9	2.855,5	120,0	2.492,6	2.147,0
<b>Transazioni</b>											
2009	44,3	446,1	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	141,1
2010	36,0	159,6	-125,1	113,0	95,2	-101,2	-18,1	61,9	-14,1	108,2	109,6
2011 1° trim.	9,2	5,2	35,6	4,9	-12,3	-22,2	20,4	40,2	1,4	7,2	32,2
2° trim.	12,7	-18,0	18,2	13,8	31,4	-17,5	-0,1	31,8	0,0	17,1	41,8
2011 apr.	-0,2	-13,6	10,7	-0,7	8,5	-4,7	-5,8	20,1	0,0	14,5	12,8
mag.	10,0	-16,8	14,9	10,7	39,0	-7,5	-7,3	5,8	-0,2	0,9	18,0
giu.	2,9	12,5	-7,4	3,8	-16,1	-5,3	13,0	5,9	0,2	1,6	10,9
lug. <sup>(p)</sup>	0,9	8,2	3,0	6,3	19,1	-15,9	-0,8	-4,9	0,3	-2,8	38,9
<b>Variazioni percentuali</b>											
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	4,3	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,9
2011 1° trim.	3,7	2,8	-0,2	4,8	20,8	-13,1	-0,8	2,7	-9,3	3,9	6,7
2° trim.	4,1	0,6	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,3	4,7	-6,3	4,5	6,2
2011 apr.	4,3	1,1	2,2	4,3	20,0	-13,0	-4,9	3,0	-8,8	3,8	6,6
mag.	4,3	0,5	3,1	4,6	29,7	-13,0	-5,1	3,7	-7,9	4,1	6,4
giu.	4,1	0,6	3,1	4,2	14,0	-12,4	8,3	4,7	-6,3	4,5	6,2
lug. <sup>(p)</sup>	4,3	0,2	3,5	3,9	20,1	-12,7	6,8	4,4	-4,6	3,1	7,5

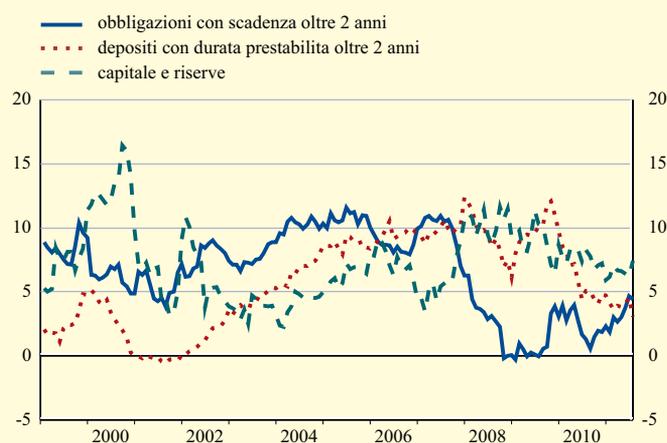
### F3 Componenti degli aggregati monetari <sup>1)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



### F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine <sup>1)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

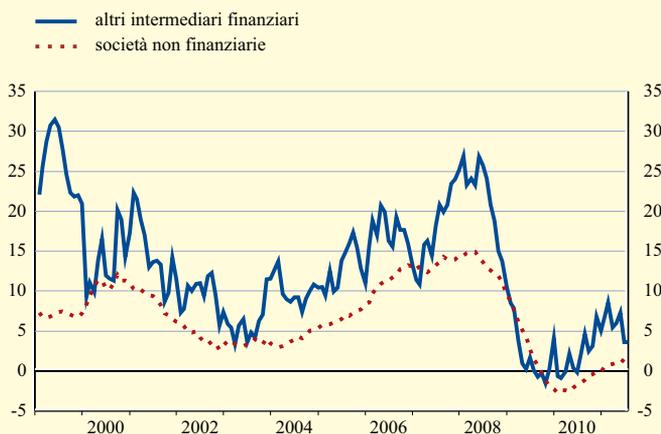
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Società di assicurazione e fondi pensione		Altri intermediari finanziari		Società non finanziarie			Famiglie <sup>3)</sup>				
	Totale	Totale	Totale	Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>	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	
												Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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	1.112,0	4.668,9	-	1.127,3	899,0	2.642,6	5.159,3	-	639,3	3.701,3	818,7
2011 1° trim.	87,8	1.108,9	4.706,5	-	1.146,9	883,4	2.676,2	5.227,6	-	637,0	3.762,2	828,5
2° trim.	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,7	833,2
2011 apr.	86,0	1.122,7	4.697,9	-	1.147,2	875,9	2.674,8	5.239,2	-	638,0	3.775,6	825,6
mag.	87,5	1.142,4	4.713,6	-	1.152,8	879,7	2.681,1	5.253,7	-	636,2	3.786,5	831,0
giu.	88,8	1.118,4	4.732,5	-	1.175,8	867,3	2.689,4	5.255,4	-	629,4	3.792,7	833,2
lug. <sup>(p)</sup>	91,2	1.140,3	4.733,5	-	1.168,2	865,9	2.699,4	5.251,0	-	625,7	3.790,4	834,9
<b>Transazioni</b>												
2009	-13,6	40,8	-107,0	-108,0	-181,2	-18,9	93,2	65,1	99,5	-1,0	51,4	14,7
2010	7,0	52,9	-2,3	45,5	-37,0	-26,2	60,9	147,1	155,8	-7,6	133,7	21,0
2011 1° trim.	-3,1	-21,0	37,4	37,2	20,1	-2,9	20,3	59,6	30,5	-1,2	59,0	1,8
2° trim.	1,0	3,5	30,4	32,9	30,9	-17,2	16,7	27,0	31,0	-7,1	25,5	8,6
2011 apr.	-1,8	19,5	-2,3	-1,3	3,1	-8,4	2,9	12,6	15,0	0,8	10,8	1,0
mag.	1,5	8,9	10,0	10,8	3,8	2,6	3,6	11,7	13,2	-1,8	8,7	4,8
giu.	1,3	-24,8	22,7	23,4	23,9	-11,3	10,1	2,7	2,8	-6,1	6,0	2,8
lug. <sup>(p)</sup>	2,3	18,8	-3,3	-2,4	-9,2	-2,0	7,8	-7,7	4,9	-3,9	-5,0	1,2
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	0,0	1,0	-3,1	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 1° trim.	5,7	5,6	0,9	1,8	0,0	-2,3	2,4	3,4	3,0	-0,9	4,5	2,0
2° trim.	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
2011 apr.	1,0	6,1	1,0	1,9	1,4	-3,1	2,3	3,4	3,0	-0,7	4,5	1,8
mag.	3,0	7,3	1,0	1,8	1,3	-2,6	2,1	3,4	3,1	-0,8	4,4	2,1
giu.	5,7	3,5	1,5	2,4	4,3	-3,7	2,1	3,2	2,9	-1,8	4,3	2,5
lug. <sup>(p)</sup>	4,1	3,5	1,6	2,3	4,1	-3,5	2,2	3,0	2,8	-2,1	3,9	2,7

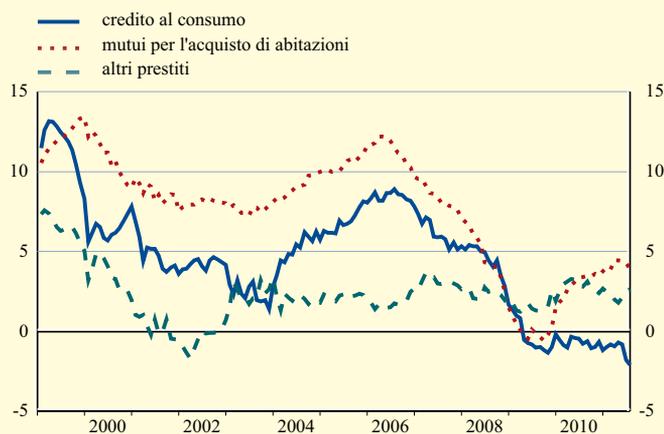
### F5 Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F6 Prestiti alle famiglie <sup>2)</sup>

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

4) Correzione effettuata per la cancellazione dei prestiti dal bilancio delle FMI a causa della loro cessione o cartolarizzazione.

**2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

(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					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	Pronti contro termine con controparti centrali 6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Consistenze</b>													
2010	86,2	66,6	5,2	14,4	1.104,7	142,9	587,7	206,4	310,6	4.668,9	1.120,6	898,6	2.649,7
2011 1° trim.	86,8	66,6	5,8	14,5	1.107,7	137,6	581,4	208,6	317,7	4.705,5	1.147,8	883,5	2.674,2
2° trim.	91,1	71,2	5,6	14,2	1.131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4.740,6	1.185,0	868,6	2.687,0
2011 mag.	91,1	70,9	5,7	14,4	1.149,4	162,9	618,6	209,9	320,9	4.717,8	1.155,0	880,5	2.682,3
giu.	91,1	71,2	5,6	14,2	1.131,2	153,1	601,4	203,6	326,2	4.740,6	1.185,0	868,6	2.687,0
lug. <sup>(p)</sup>	93,9	73,9	5,8	14,2	1.142,5	159,2	609,8	204,0	328,7	4.744,4	1.174,2	867,6	2.702,6
<b>Transazioni</b>													
2010	6,8	10,1	-1,8	-1,5	54,4	-	17,8	7,1	29,5	-2,6	-37,2	-26,2	60,8
2011 1° trim.	4,7	5,0	0,6	-0,9	-14,7	-5,4	-5,6	-11,2	2,1	36,5	27,7	-2,4	11,2
2° trim.	4,2	4,6	-0,1	-0,3	17,5	15,6	14,9	-5,0	7,6	39,4	39,2	-16,0	16,2
2011 mag.	3,2	3,1	0,3	-0,1	10,9	16,2	6,8	1,4	2,7	11,6	2,9	2,7	6,0
giu.	0,0	0,3	-0,1	-0,2	-19,0	-9,8	-17,0	-6,3	4,3	26,6	30,8	-10,7	6,5
lug. <sup>(p)</sup>	2,7	2,6	0,1	0,0	8,3	6,1	6,7	-0,1	1,7	-0,6	-12,5	-1,6	13,5
<b>Variazioni percentuali</b>													
2010	8,4	17,5	-25,4	-9,1	5,0	-	2,9	3,2	10,4	-0,1	-3,2	-2,8	2,4
2011 1° trim.	5,7	11,3	0,3	-14,8	5,5	-	4,6	0,9	9,9	0,9	0,1	-2,3	2,4
2° trim.	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
2011 mag.	3,0	7,8	3,1	-17,1	7,3	-	7,6	1,9	10,5	1,0	1,3	-2,6	2,1
giu.	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,6	21,2	2,6	-3,2	10,5	1,5	4,2	-3,7	2,1
lug. <sup>(p)</sup>	4,0	7,9	10,5	-15,2	3,6	18,8	4,1	-3,6	7,6	1,6	4,1	-3,6	2,2

**3. Prestiti alle famiglie <sup>3)</sup>**

	Totale	Credito al consumo			Mutui per l'acquisto di abitazioni				Altri prestiti					
		Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Totale	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Imprese individuali 11	12	13
<b>Consistenze</b>														
2010	5.168,0	641,7	147,0	186,5	308,2	3.706,9	14,7	54,9	3.637,2	819,4	402,4	146,7	85,7	587,0
2011 1° trim.	5.217,6	633,7	140,5	186,9	306,2	3.756,6	14,2	54,0	3.688,4	827,3	401,0	149,6	85,1	592,7
2° trim.	5.262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3.791,0	14,6	55,2	3.721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
2011 mag.	5.242,9	633,2	139,3	187,7	306,1	3.780,1	14,3	54,7	3.711,1	829,6	402,9	145,1	86,1	598,4
giu.	5.262,5	633,0	141,9	185,3	305,7	3.791,0	14,6	55,2	3.721,2	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
lug. <sup>(p)</sup>	5.259,2	629,0	140,3	184,7	304,0	3.795,7	14,8	55,6	3.725,3	834,5	404,0	146,1	87,0	601,4
<b>Transazioni</b>														
2010	147,5	-7,7	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,5	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 1° trim.	40,9	-6,9	-6,1	-1,7	0,9	47,8	-0,7	0,0	48,6	0,0	-1,8	-0,6	-1,6	2,1
2° trim.	44,1	-0,3	2,5	-2,0	-0,8	29,3	0,5	1,1	27,7	15,1	1,7	5,1	0,2	9,8
2011 mag.	14,6	-2,0	0,0	0,1	-2,0	11,1	0,1	0,5	10,6	5,4	1,6	0,3	0,4	4,7
giu.	20,6	0,4	3,0	-2,4	-0,2	10,7	0,3	0,5	9,9	9,6	0,3	7,1	1,0	1,4
lug. <sup>(p)</sup>	-6,7	-4,1	-1,6	-0,6	-1,9	2,0	0,1	0,5	1,5	-4,6	-0,8	-6,3	-0,1	1,8
<b>Variazioni percentuali</b>														
2010	3,0	-1,2	-3,5	-4,5	2,0	3,8	-4,2	-6,2	4,0	2,7	-	-4,6	-5,1	5,9
2011 1° trim.	3,4	-0,9	-3,8	-4,1	2,5	4,4	-7,6	-3,7	4,6	2,0	-	-5,0	-5,9	5,1
2° trim.	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
2011 mag.	3,4	-0,8	-4,1	-2,9	2,0	4,4	-8,1	-1,9	4,6	2,1	-	-5,3	-6,5	5,4
giu.	3,2	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,3	0,0	2,6	4,3	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
lug. <sup>(p)</sup>	2,9	-2,1	-2,1	-5,4	0,0	3,9	-0,1	2,1	3,9	2,6	0,5	0,5	-3,6	4,1

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

## 2.4 Scomposizione dei prestiti delle IFM <sup>1), 2)</sup>

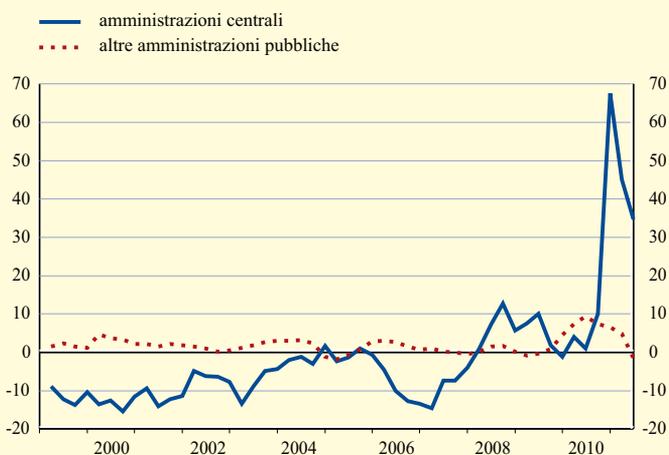
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni sul periodo)

### 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 <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza e assistenza sociale			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2010	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 <sup>(p)</sup>	1.152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2.998,3	2.003,8	994,5	60,1	934,4
2010 3° trim.	1.073,9	262,0	223,2	544,1	44,5	2.951,5	1.995,5	955,9	51,9	904,1
4° trim.	1.220,1	395,8	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2011 1° trim.	1.187,1	357,7	229,6	557,8	41,9	2.934,4	1.957,5	976,9	54,5	922,4
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.152,7	346,4	223,4	555,6	27,0	2.998,3	2.003,8	994,5	60,1	934,4
<b>Transazioni</b>										
2010	207,3	156,4	14,9	24,1	11,9	5,2	9,9	-5,0	0,5	-5,5
2011 <sup>(p)</sup>	-64,8	-47,4	-2,2	2,5	-18,1	100,2	20,0	80,0	13,0	66,9
2010 3° trim.	1,6	7,9	-1,9	-3,8	-0,5	-11,6	-14,2	2,5	3,8	-1,2
4° trim.	138,7	126,7	1,6	8,8	1,5	-17,0	-1,9	-15,1	-2,0	-13,1
2011 1° trim.	-28,2	-34,3	4,4	4,9	-3,2	55,7	-1,5	57,0	7,0	50,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	-36,6	-13,1	-6,5	-2,4	-14,9	44,5	21,6	22,9	6,1	16,8
<b>Variazioni percentuali</b>										
2010	20,6	67,5	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 <sup>(p)</sup>	8,6	34,6	-1,1	1,4	-38,7	3,6	0,2	7,0	30,9	5,8
2010 3° trim.	8,0	10,0	6,5	5,4	43,9	0,9	1,3	-0,5	1,6	-0,6
4° trim.	20,6	67,5	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2011 1° trim.	14,3	45,0	9,6	3,4	0,6	0,5	-0,8	2,2	16,0	1,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	7,1	34,6	-1,1	1,4	-38,7	2,6	0,2	7,0	30,9	5,8

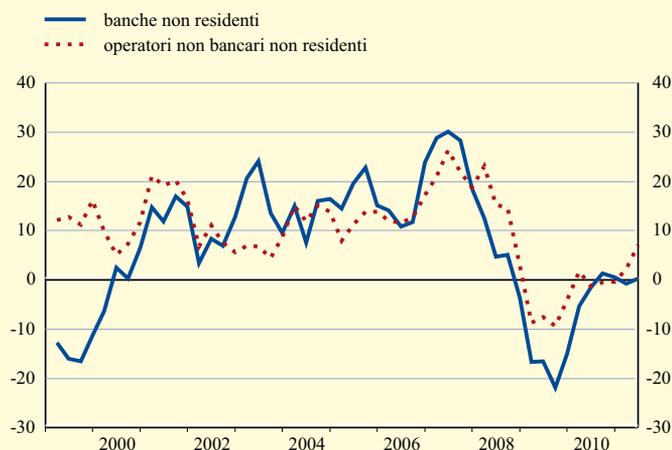
### F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



### F8 Prestiti ai non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>

(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 <sup>1), 2)</sup>

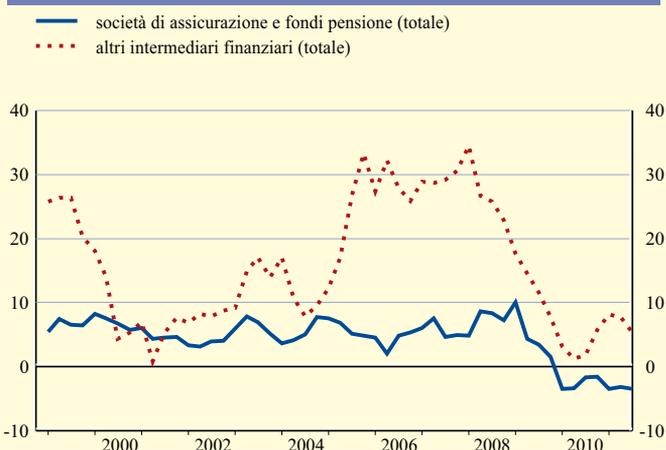
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

### 1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	con controparti centrali
			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	15	
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	84,5	79,4	528,3	2,6	0,3	21,9	2.167,4	358,3	305,1	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 1° trim.	710,7	82,9	79,9	526,6	3,0	0,2	18,0	2.157,9	371,0	291,6	1.142,8	11,8	0,5	340,2	240,6
2° trim.	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
2011 apr.	720,4	85,3	83,1	526,1	3,9	0,2	21,8	2.195,0	376,2	297,8	1.154,8	11,1	0,5	354,6	247,1
mag.	714,3	85,3	79,6	525,5	3,8	0,2	19,9	2.231,8	370,1	309,2	1.150,1	12,0	0,2	390,2	288,3
giu.	708,6	84,6	77,2	524,0	3,2	0,2	19,3	2.210,2	369,7	291,0	1.152,0	12,5	0,3	384,7	290,4
lug. <sup>(p)</sup>	714,0	83,0	81,6	523,4	3,7	0,2	22,1	2.186,6	359,7	294,4	1.143,9	11,6	0,3	376,8	282,0
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	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,8	45,2	-38,6	52,8	-8,0	0,4	105,0	-
2011 1° trim.	-0,9	3,2	-0,3	-1,2	0,3	0,0	-2,9	-9,7	15,8	-6,2	-12,9	1,0	0,1	-7,4	-14,3
2° trim.	-1,6	1,7	-2,2	-2,7	0,3	0,0	1,3	37,8	-1,7	-8,0	2,6	0,7	-0,3	44,5	49,8
2011 apr.	10,5	2,6	3,7	-0,5	0,9	0,0	3,8	37,3	5,7	7,5	10,3	-0,6	-0,1	14,6	6,6
mag.	-6,4	-0,1	-3,6	-0,6	-0,1	0,0	-1,9	24,9	-7,4	2,8	-6,6	0,9	-0,2	35,4	41,1
giu.	-5,7	-0,7	-2,3	-1,5	-0,6	0,0	-0,6	-24,4	-0,1	-18,3	-1,2	0,5	0,0	-5,4	2,1
lug. <sup>(p)</sup>	5,2	-1,7	4,2	-0,6	0,5	0,0	2,8	-26,6	-10,9	2,9	-9,3	-0,9	0,0	-8,3	-8,4
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	9,7	-	7,8	8,1	14,5	-11,4	4,9	-48,5	-	41,6	-
2011 1° trim.	-3,2	-3,0	-6,3	-2,6	7,1	-	-6,2	7,7	14,0	-5,0	4,5	-47,3	-	28,6	-
2° trim.	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	16,1	32,9
2011 apr.	-1,6	-1,5	-1,8	-2,7	37,9	-	25,8	6,2	3,9	1,5	4,4	-53,4	-	22,9	-
mag.	-1,9	-4,5	-8,5	-1,8	41,4	-	40,0	7,6	2,0	3,7	4,2	-25,3	-	31,1	-
giu.	-3,5	-5,7	-9,2	-2,2	26,4	-	-6,6	5,3	1,0	0,6	4,7	5,4	-	16,1	32,9
lug. <sup>(p)</sup>	-2,7	-7,2	-7,8	-2,2	40,9	-	25,5	3,7	-0,2	-1,7	1,6	-0,8	-	20,2	34,6

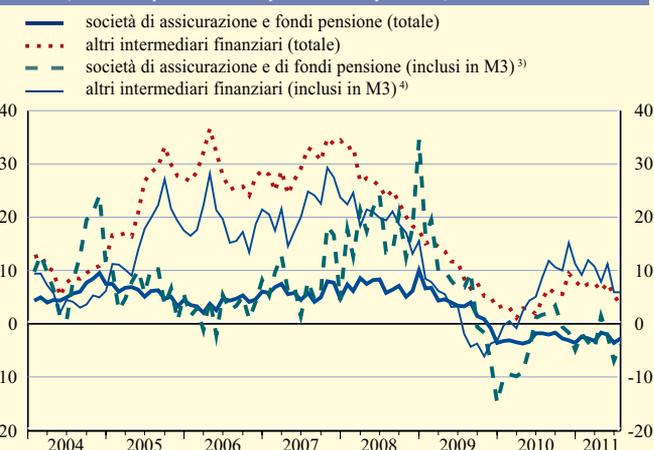
### F9 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



### F10 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(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) Ricomprende i depositi nelle colonne 2, 3, 5 e 7.
- 4) Ricomprende i depositi nelle colonne 9, 10, 12 e 14.

## 2.5 Scomposizione dei depositi presso le IFM <sup>1), 2)</sup>

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

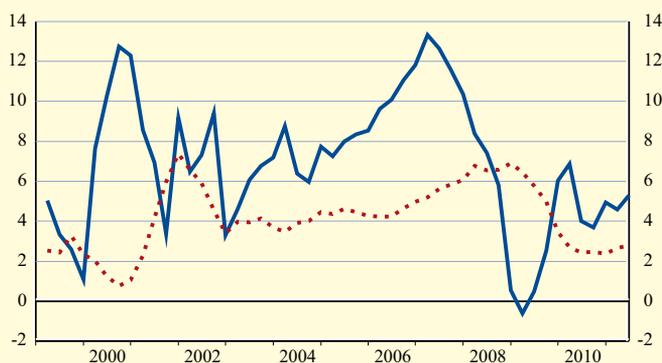
### 2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	Società non finanziarie							Famiglie <sup>3)</sup>						
	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine	Totale	A vista	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso		Pronti contro termine
			fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi				fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze														
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	1.671,6	1.034,1	458,7	87,2	75,8	1,5	14,2	5.739,1	2.243,9	901,6	665,0	1.788,5	110,3	29,8
2011 1° trim.	1.649,3	1.001,4	463,5	90,8	77,6	2,0	14,0	5.766,9	2.223,8	908,3	681,3	1.811,8	110,3	31,4
2° trim.	1.658,3	1.011,3	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
2011 apr.	1.648,4	998,9	459,5	92,5	78,2	2,0	17,3	5.797,3	2.246,7	904,7	687,9	1.816,0	109,5	32,5
mag.	1.654,5	998,9	461,2	94,2	77,8	2,0	20,4	5.793,4	2.232,0	905,1	695,5	1.816,9	109,5	34,3
giu.	1.658,3	1.011,3	457,0	94,8	77,3	2,0	15,9	5.822,4	2.257,9	904,1	702,0	1.815,6	109,4	33,5
lug. <sup>4)</sup>	1.656,6	1.001,9	461,3	96,2	76,5	2,0	18,7	5.844,9	2.261,8	913,9	705,2	1.819,3	109,5	35,4
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	78,9	40,3	24,1	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 1° trim.	-33,8	-37,6	2,5	2,1	1,0	0,5	-2,3	17,3	-23,5	2,9	14,3	21,9	0,0	1,7
2° trim.	11,8	12,3	-5,2	4,0	-0,9	0,0	1,6	55,7	35,2	-2,8	19,5	2,6	-0,9	2,1
2011 apr.	3,8	1,3	-2,2	1,8	0,0	0,0	3,0	31,3	24,4	-1,9	5,5	3,0	-0,8	1,1
mag.	3,6	-1,5	0,9	1,7	-0,4	0,0	3,0	-4,8	-15,2	0,0	7,6	0,9	0,0	1,9
giu.	4,4	12,6	-3,9	0,6	-0,5	0,1	-4,5	29,2	26,0	-0,9	6,4	-1,3	-0,1	-0,8
lug. <sup>4)</sup>	-3,5	-10,5	3,8	1,3	-0,8	0,0	2,7	21,8	3,5	9,4	3,2	3,7	0,1	1,8
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	4,9	4,1	5,5	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 1° trim.	4,6	2,2	8,8	11,0	6,4	11,6	-4,9	2,7	2,6	-3,3	7,4	5,5	-10,3	-12,9
2° trim.	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
2011 apr.	4,1	1,0	10,0	8,3	3,6	8,4	13,5	3,0	2,6	-1,8	7,6	5,3	-9,5	-4,0
mag.	4,0	0,0	11,6	8,4	4,3	8,4	34,8	2,7	1,5	-1,0	7,9	5,0	-8,2	6,6
giu.	5,1	1,6	11,8	16,7	2,3	-1,4	6,4	2,8	1,3	-0,2	8,5	4,6	-6,4	10,2
lug. <sup>4)</sup>	4,8	1,6	10,0	15,6	-0,2	-4,6	35,1	2,9	1,0	1,4	8,4	4,2	-4,6	12,2

### F11 Depositi totali per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)



### F12 Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore <sup>2)</sup>

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)  
 ..... famiglie (totale)  
 - - - società non finanziarie (inclusi in M3) <sup>4)</sup>  
 — famiglie (inclusi in M3) <sup>5)</sup>



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 <sup>1), 2)</sup>**

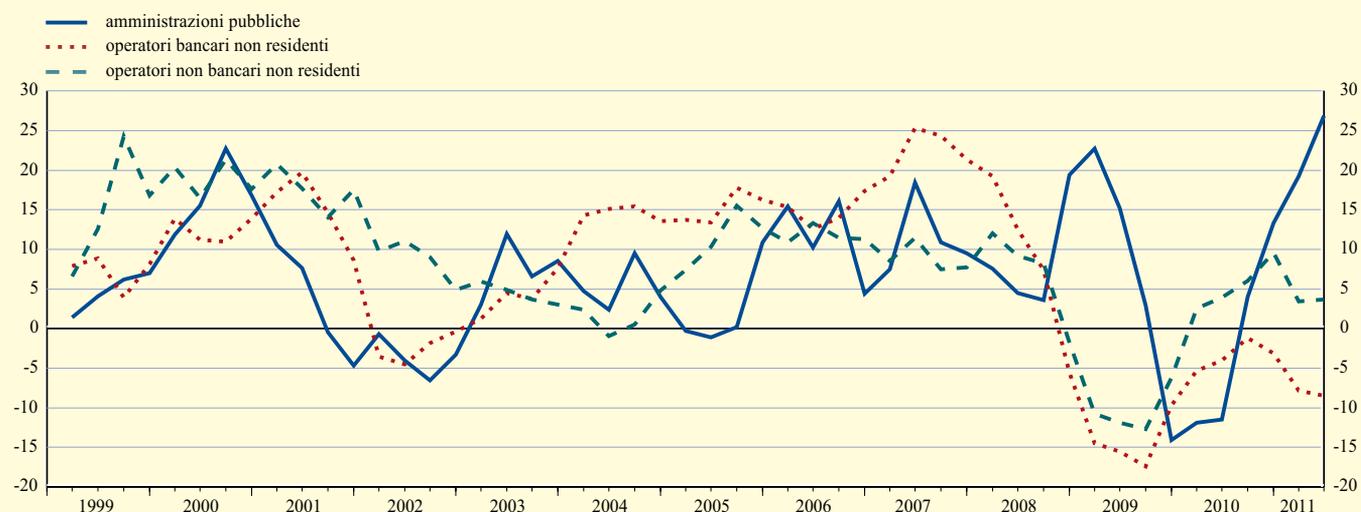
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche <sup>3)</sup>	Operatori non bancari		
			Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Consistenze</b>										
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 <sup>(p)</sup>	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,8	2.295,9	984,7	47,7	937,0
2010 3° trim.	421,4	176,2	58,7	111,9	74,5	3.580,9	2.597,2	983,7	48,0	935,7
4° trim.	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.491,9	996,9	45,9	950,9
2011 1° trim.	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,7	967,4	41,4	925,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,8	2.295,9	984,7	47,7	937,0
<b>Transazioni</b>										
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,1	-82,5	82,6	7,5	75,1
2011 <sup>(p)</sup>	96,1	74,3	7,4	1,5	12,9	-96,9	-115,3	18,2	2,8	15,4
2010 3° trim.	9,3	8,8	4,3	-2,0	-1,8	16,1	4,1	12,0	2,2	9,9
4° trim.	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-107,7	5,1	-2,7	7,8
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,5	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,4	-41,8	22,2	6,4	15,8
<b>Variazioni percentuali</b>										
2010	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 <sup>(p)</sup>	15,4	29,9	1,2	-2,5	14,0	-5,4	-8,5	3,6	5,0	3,6
2010 3° trim.	4,0	10,9	15,0	-9,3	4,2	0,7	-1,2	6,0	14,4	5,5
4° trim.	13,3	32,2	9,8	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2011 1° trim.	19,2	41,4	4,0	-1,3	9,2	-4,7	-7,8	3,4	-10,5	4,2
2° trim. <sup>(p)</sup>	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,5	3,6	5,0	3,6

**F13 Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro <sup>2)</sup>**

(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.

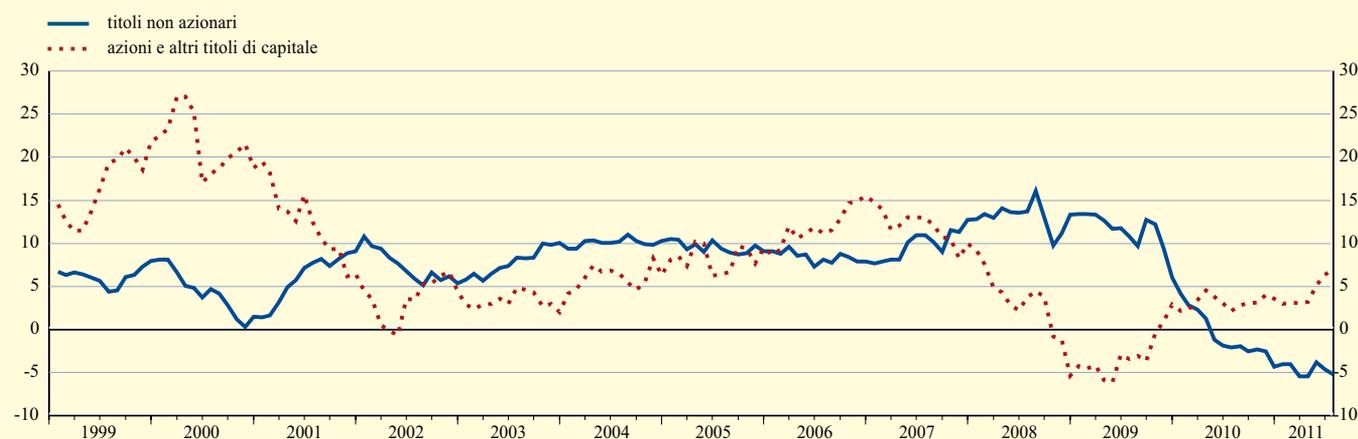
## 2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM <sup>1), 2)</sup>

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

	Titoli non azionari								Azioni e altri titoli di capitale			
	Totale	IFM		Amministrazioni pubbliche		Altri residenti dell'area dell'euro		Non residenti nell'area dell'euro	Totale	IFM	Non IFM	Non residenti nell'area dell'euro
		Euro	Altre valute	Euro	Altre valute	Euro	Altre valute					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Consistenze</b>												
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	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,7	16,4	1.500,9	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 1° trim.	5.741,6	1.695,9	102,5	1.393,0	19,9	1.464,2	28,7	1.037,5	1.504,7	437,2	765,6	301,9
2° trim.	5.664,2	1.674,3	90,0	1.437,7	20,7	1.448,3	24,7	968,4	1.563,6	476,0	775,4	312,1
2011 apr.	5.695,1	1.680,7	94,8	1.400,3	19,0	1.474,6	24,8	1.001,0	1.557,9	439,9	808,7	309,2
mag.	5.717,8	1.686,9	99,3	1.410,8	19,5	1.471,3	25,5	1.004,4	1.570,9	469,6	786,7	314,6
giu.	5.664,2	1.674,3	90,0	1.437,7	20,7	1.448,3	24,7	968,4	1.563,6	476,0	775,4	312,1
lug. <sup>(p)</sup>	5.635,1	1.660,5	92,2	1.417,6	20,6	1.451,9	24,3	967,9	1.560,8	479,3	769,1	312,3
<b>Transazioni</b>												
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	-269,3	-167,1	-7,2	42,7	-2,1	10,3	-14,6	-131,3	54,0	27,8	5,2	20,9
2011 1° trim.	-26,5	-24,0	1,0	8,7	4,4	-32,7	2,3	13,9	1,3	1,0	6,7	-6,4
2° trim.	-30,7	-33,7	5,9	44,6	1,0	-17,5	-3,7	-27,3	62,7	36,8	14,5	11,4
2011 apr.	-4,3	-16,5	4,4	8,3	-0,4	8,4	-3,2	-5,4	49,7	1,8	40,8	7,1
mag.	25,4	4,6	9,7	7,5	-0,1	-3,3	0,0	7,0	17,5	30,5	-18,4	5,3
giu.	-51,9	-21,7	-8,2	28,7	1,5	-22,6	-0,5	-29,0	-4,5	4,5	-7,9	-1,1
lug. <sup>(p)</sup>	-33,8	-13,8	0,3	-12,5	-0,7	5,2	-0,9	-11,5	3,5	4,7	-1,8	0,6
<b>Variazioni percentuali</b>												
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	-11,5	0,7	-35,0	-11,1	3,6	6,4	0,6	7,5
2011 1° trim.	-5,4	-10,1	-4,5	-1,0	13,9	-0,3	-25,6	-9,6	3,0	3,7	3,2	1,7
2° trim.	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
2011 apr.	-5,4	-10,3	0,9	-1,1	12,3	-0,2	-33,6	-9,6	3,2	1,4	4,2	3,7
mag.	-3,8	-9,1	16,4	0,2	16,0	0,1	3,1	-7,1	5,1	6,2	4,4	5,3
giu.	-4,6	-9,3	7,1	1,1	22,8	-1,9	1,9	-9,5	6,3	9,9	5,6	2,9
lug. <sup>(p)</sup>	-5,2	-8,9	13,5	0,4	24,4	-3,6	-3,1	-10,9	7,1	11,5	5,7	4,4

## FI4 Disponibilità in titoli delle IFM <sup>2)</sup>

(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 Scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM <sup>1), 2)</sup>**

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

**1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi**

	IFM <sup>3)</sup>							Non IFM						
	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute					
			Totale	USD	JPY	CHF			GBP	Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Prestiti a</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	5.916,1	-	-	-	-	-	-	11.785,5	96,2	3,8	1,9	0,2	1,0	0,4
2010	5.515,2	-	-	-	-	-	-	12.247,8	96,0	4,0	2,1	0,2	1,1	0,4
2011 1° trim.	5.488,8	-	-	-	-	-	-	12.304,8	96,3	3,7	1,8	0,2	1,1	0,4
2° trim.	5.511,3	-	-	-	-	-	-	12.378,1	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
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	2.010,9	44,9	55,1	30,7	2,9	3,2	11,6	952,1	39,9	60,1	42,8	1,4	3,7	6,7
2011 1° trim.	1.957,5	46,9	53,1	29,9	3,0	3,2	9,7	976,9	40,2	59,8	41,5	1,2	3,7	7,1
2° trim.	2.003,8	45,2	54,8	31,9	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
<b>Titoli non azionari</b>														
<i>Emessi da residenti nell'area dell'euro</i>														
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	1.885,8	94,3	5,7	3,3	0,1	0,3	1,7	3.052,8	98,6	1,4	0,8	0,1	0,1	0,4
2011 1° trim.	1.798,3	94,3	5,7	3,2	0,2	0,3	1,7	2.905,9	98,3	1,7	0,9	0,2	0,1	0,4
2° trim.	1.764,3	94,9	5,1	2,9	0,1	0,3	1,4	2.931,5	98,4	1,6	0,8	0,1	0,1	0,4
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
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	535,1	50,9	49,1	26,1	0,3	0,5	17,2	519,4	32,9	67,1	41,6	3,8	0,8	13,2
2011 1° trim.	526,4	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
2° trim.	476,9	54,2	45,8	23,0	0,4	0,6	16,2	491,8	32,8	67,2	40,3	5,2	0,7	12,1
<b>Depositi di</b>														
<i>Residenti nell'area dell'euro</i>														
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	5.774,9	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.	5.693,4	92,5	7,5	4,3	0,3	1,4	0,8	10.760,4	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
2° trim.	5.692,8	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.921,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
<i>Non residenti nell'area dell'euro</i>														
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	2.491,9	52,1	47,9	31,8	2,2	1,8	8,6	996,9	58,8	41,2	29,3	1,2	1,4	5,1
2011 1° trim.	2.346,7	53,5	46,5	30,0	2,1	1,9	8,1	967,4	58,3	41,7	29,5	1,4	1,5	4,4
2° trim.	2.295,9	53,4	46,6	29,8	2,2	1,9	8,0	984,7	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5

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

	Tutte le valute (consistenze)	Euro <sup>4)</sup>	Altre valute				
			Totale	USD	JPY	CHF	GBP
1	2	3	4	5	6	7	
2009	5.168,3	83,3	16,7	8,8	1,6	1,9	2,5
2010	5.082,6	81,6	18,4	9,7	1,8	2,1	2,5
2011 1° trim.	5.133,2	82,0	18,0	9,6	1,6	2,0	2,4
2° trim.	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4

Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.
- 3) Per i non residenti nell'area dell'euro, il termine "IFM" fa riferimento a istituzioni di natura simile alle IFM.
- 4) Inclusi gli strumenti espressi nelle denominazioni nazionali dell'euro.

## 2.8 Bilancio aggregato dei fondi di investimento dell'area dell'euro <sup>1)</sup>

(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 dic.	6.275,5	367,6	2.365,5	1.987,5	871,0	220,9	463,0
2011 gen.	6.295,4	381,8	2.354,1	1.984,0	866,5	221,7	487,4
feb.	6.376,1	390,5	2.371,2	2.012,6	873,1	223,4	505,3
mar.	6.332,2	387,5	2.353,9	1.973,7	877,4	221,3	518,4
apr.	6.371,0	390,7	2.353,7	1.991,3	887,8	222,0	525,6
mag.	6.421,2	390,1	2.398,9	1.991,7	895,0	223,1	522,4
giu. <sup>(p)</sup>	6.315,8	386,5	2.380,2	1.953,4	881,0	222,5	492,3
Transazioni							
2010 4° trim.	35,9	-11,0	47,7	49,9	17,1	-3,0	-64,8
2011 1° trim.	112,3	19,4	28,1	15,0	7,4	2,4	39,9
2° trim.	40,8	0,1	31,2	15,9	10,8	3,8	-21,1

### 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 dic.	6.275,5	115,6	5.761,9	4.469,8	660,5	1.292,1	398,0
2011 gen.	6.295,4	119,2	5.760,2	4.472,1	658,3	1.288,0	416,1
feb.	6.376,1	124,0	5.817,7	4.514,2	663,2	1.303,5	434,4
mar.	6.332,2	127,1	5.763,8	4.471,1	663,2	1.292,6	441,4
apr.	6.371,0	125,9	5.805,3	4.503,2	675,8	1.302,1	439,8
mag.	6.421,2	126,5	5.850,5	4.526,1	681,9	1.324,4	444,2
giu. <sup>(p)</sup>	6.315,8	118,8	5.758,2	4.449,7	670,7	1.308,5	438,9
Transazioni							
2010 4° trim.	35,9	-11,8	81,2	32,4	16,0	48,7	-33,5
2011 1° trim.	112,3	12,1	57,6	27,8	2,7	29,8	42,7
2° trim.	40,8	-12,5	59,6	17,0	9,5	42,6	-6,3

### 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 nov.	5.650,3	1.830,7	1.644,1	1.365,9	261,1	107,7	440,9	5.569,5	80,8	1.152,5
dic.	5.761,9	1.814,6	1.724,0	1.398,6	264,4	109,5	450,9	5.678,9	82,9	1.106,5
2011 gen.	5.760,2	1.808,9	1.718,9	1.402,4	264,9	109,4	455,7	5.674,8	85,4	1.090,4
feb.	5.817,7	1.821,8	1.740,3	1.418,1	266,6	110,6	460,4	5.732,3	85,4	1.097,9
mar.	5.763,8	1.807,2	1.706,1	1.409,4	267,3	110,9	462,9	5.678,8	85,0	1.077,4
apr.	5.805,3	1.797,0	1.723,1	1.425,3	267,8	111,3	480,8	5.720,6	84,6	1.070,8
mag.	5.850,5	1.824,1	1.726,8	1.434,7	269,3	113,3	482,2	5.765,7	84,8	1.090,1
giu. <sup>(p)</sup>	5.758,2	1.804,9	1.683,0	1.414,2	267,9	110,5	477,6	5.672,6	85,6	1.049,7
Transazioni										
2010 dic.	29,4	-5,1	13,2	13,3	2,9	2,3	2,8	28,3	1,1	-35,2
2011 gen.	27,4	7,8	9,5	7,6	0,9	0,4	1,2	26,5	0,8	-9,6
feb.	21,5	10,0	3,9	5,7	0,4	0,7	0,8	21,6	-0,1	8,8
mar.	8,7	4,1	-6,1	2,6	0,6	0,8	6,8	8,8	0,0	-8,7
apr.	32,7	-0,1	14,0	4,1	0,7	0,9	13,1	32,8	-0,1	6,0
mag.	23,7	8,6	8,3	4,2	-0,2	-0,2	3,0	24,0	-0,2	7,9
giu. <sup>(p)</sup>	3,1	0,6	1,4	-0,8	2,6	-0,5	-0,2	1,4	1,8	-34,7

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.

**2.9 Titoli di debito detenuti dai fondi di investimento <sup>1)</sup>, 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
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 3° trim.	2.342,2	1.469,2	384,7	720,8	193,3	6,4	164,1	873,0	242,5	330,4	16,3
4° trim.	2.365,5	1.430,1	374,8	690,7	193,7	6,1	164,8	935,4	246,9	365,2	16,1
2011 1° trim.	2.353,9	1.429,6	383,1	675,4	200,1	5,5	165,6	924,3	246,3	354,4	14,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	2.380,2	1.424,4	383,4	672,7	194,8	5,7	167,8	955,8	245,9	365,7	17,9
<b>Transazioni</b>											
2010 4° trim.	47,7	-7,4	-3,3	-8,4	0,7	-0,2	3,8	55,2	6,4	29,8	-1,9
2011 1° trim.	28,1	12,5	9,8	-7,3	8,0	0,0	2,0	15,6	1,9	2,9	-1,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	31,2	-8,0	0,0	-7,9	-2,5	0,5	1,9	37,6	8,1	11,6	3,2

**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
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 3° trim.	1.792,0	711,8	80,2	-	36,2	24,2	571,2	1.080,2	153,2	314,6	67,2
4° trim.	1.987,5	751,2	77,8	-	39,4	25,2	608,8	1.236,2	171,4	355,7	83,7
2011 1° trim.	1.973,7	782,9	89,2	-	41,9	26,1	625,7	1.190,8	167,2	365,2	71,0
2° trim. <sup>(p)</sup>	1.953,4	770,9	82,9	-	41,3	26,1	620,5	1.182,5	166,2	361,9	77,1
<b>Transazioni</b>											
2010 4° trim.	49,9	4,9	4,5	-	1,9	-0,6	-0,8	45,0	5,1	3,4	6,7
2011 1° trim.	15,0	11,6	5,5	-	2,4	-0,9	4,6	3,4	-0,5	16,0	-3,9
2° trim. <sup>(p)</sup>	15,9	-3,9	-2,5	-	1,3	0,3	-3,0	19,8	2,0	7,4	7,0

**3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari**

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM <sup>2)</sup>	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari <sup>2)</sup>	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
<b>Consistenze in essere</b>											
2010 3° trim.	826,7	703,1	77,1	-	626,0	-	-	123,6	21,4	34,3	0,4
4° trim.	871,0	736,5	76,0	-	660,5	-	-	134,5	23,8	38,1	0,6
2011 1° trim.	877,4	741,1	78,0	-	663,2	-	-	136,2	22,6	41,3	0,5
2° trim. <sup>(p)</sup>	881,0	749,9	79,2	-	670,7	-	-	131,0	22,1	41,6	0,4
<b>Transazioni</b>											
2010 4° trim.	17,1	14,1	-1,9	-	16,0	-	-	3,0	0,5	1,4	0,1
2011 1° trim.	7,4	4,8	2,1	-	2,7	-	-	2,6	-0,9	3,3	-0,1
2° trim. <sup>(p)</sup>	10,8	10,1	0,7	-	9,5	-	-	0,7	0,3	1,1	0,0

Fonte: BCE.

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

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

## 2.10 Bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie dell'area dell'euro

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

### 1. Attività

	Totale	Depositi e prestiti	Prestiti cartolarizzati							Titoli non azionari	Altre attività cartolarizzate	Azioni e altri titoli di capitale	Altre attività
			Totale	Originati nell'area dell'euro					Originati all'esterno dell'area dell'euro				
				IFM	Mantenuti nel bilancio delle IFM <sup>1)</sup>	Altri intermediari finanziari, società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Amministrazioni pubbliche					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2010 1° trim.	2.290,8	358,3	1.440,7	1.135,4	552,3	137,6	25,0	7,3	135,4	280,4	99,3	43,5	68,6
2° trim.	2.285,6	363,1	1.437,2	1.131,6	563,7	140,5	24,7	6,4	133,8	278,7	101,3	41,1	64,2
3° trim.	2.284,8	350,1	1.467,2	1.173,9	576,3	133,8	24,6	6,4	128,6	260,2	100,3	41,4	65,7
4° trim.	2.350,0	373,4	1.522,1	1.238,2	601,2	125,0	22,7	6,0	130,2	251,6	92,5	41,9	68,6
2011 1° trim.	2.254,7	352,8	1.482,7	1.194,3	590,4	131,8	23,0	5,9	127,6	240,3	89,0	36,8	53,1
2° trim.	2.206,0	337,4	1.458,8	1.173,5	581,0	136,0	21,9	5,2	122,1	232,0	89,3	36,4	52,1
<b>Transazioni</b>													
2010 2° trim.	-21,7	1,4	-13,0	-12,5	-	2,4	-0,9	-0,4	-1,6	-2,0	1,0	-3,2	-5,9
3° trim.	-3,9	-12,2	24,2	33,0	-	-2,1	-0,6	-0,1	-6,1	-16,5	-0,5	0,4	0,7
4° trim.	44,8	24,5	24,4	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,4	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 1° trim.	-92,2	-23,2	-36,2	-44,2	-	9,1	0,6	0,0	-1,8	-10,1	-2,4	-4,9	-15,3
2° trim.	-56,7	-12,3	-26,8	-23,1	-	2,5	-0,9	-0,3	-5,0	-9,4	0,0	0,0	-8,2

### 2. Passività

	Totale	Prestiti e depositi ricevuti	Titoli di debito emessi			Capitale e riserve	Altre passività
			Totale	Fino a 2 anni	Oltre 2 anni		
1	2	3	4	5	6	7	
<b>Consistenze</b>							
2010 1° trim.	2.290,8	99,1	1.982,6	96,0	1.886,6	160,7	
2° trim.	2.285,6	107,6	1.960,8	91,1	1.869,7	172,2	
3° trim.	2.284,8	119,9	1.946,7	86,5	1.860,2	175,0	
4° trim.	2.350,0	134,3	1.969,9	93,5	1.876,4	203,2	
2011 1° trim.	2.254,7	133,1	1.886,5	83,9	1.802,6	197,4	
2° trim.	2.206,0	132,7	1.845,0	83,2	1.761,8	192,8	
<b>Transazioni</b>							
2010 2° trim.	-21,7	6,0	-23,0	-5,1	-17,9	-1,9	
3° trim.	-3,9	11,6	-10,3	-4,2	-6,1	-5,1	
4° trim.	44,8	15,9	23,9	5,7	18,3	7,1	
2011 1° trim.	-92,2	-0,9	-79,0	-9,9	-69,1	-7,8	
2° trim.	-56,7	-0,1	-48,6	-5,2	-43,4	-7,2	

### 3. Prestiti cartolarizzati ceduti dalle IFM dell'area dell'euro e titoli non azionari

	Prestiti cartolarizzati originati da IFM dell'area dell'euro							Titoli non azionari					
	Totale	Settore debitore dell'area dell'euro					Settore debitore esterno all'area dell'euro	Totale	Residenti nell'area dell'euro			Non residenti nell'area dell'euro	
		Famiglie	Società non azionarie	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche			Totale	IFM	Non IFM		
											Società veicolo finanziarie		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Consistenze</b>													
2010 1° trim.	1.135,4	820,3	215,0	20,3	14,8	7,6	57,3	280,4	151,3	47,9	103,5	41,1	129,0
2° trim.	1.131,6	812,7	216,1	19,6	14,7	7,6	61,0	278,7	149,1	50,5	98,7	44,8	129,6
3° trim.	1.173,9	828,9	221,4	18,4	15,0	7,0	83,2	260,2	140,6	47,4	93,2	37,4	119,6
4° trim.	1.238,2	853,2	251,4	17,4	15,2	7,1	94,0	251,6	131,7	45,6	86,1	35,6	119,9
2011 1° trim.	1.194,3	804,3	250,9	17,1	15,4	7,2	99,4	240,3	125,6	42,4	83,2	36,1	114,7
2° trim.	1.173,5	784,9	251,6	18,2	15,4	9,8	93,7	232,0	124,7	43,0	81,8	35,2	107,2
<b>Transazioni</b>													
2010 2° trim.	-12,5	-11,9	-3,5	0,0	-0,1	0,0	3,0	-2,0	2,9	-0,2	3,1	3,0	-4,8
3° trim.	33,0	10,1	1,2	-0,8	0,2	-0,6	22,9	-16,5	-10,0	-2,5	-7,5	-6,9	-6,5
4° trim.	30,1	16,5	14,0	-1,6	-0,2	0,1	1,4	-5,5	-5,3	-1,1	-4,2	-2,2	-0,2
2011 1° trim.	-44,2	-52,5	3,4	-0,5	0,0	0,0	5,3	-10,1	-6,0	-3,2	-2,8	-0,3	-4,1
2° trim.	-23,1	-22,1	0,5	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-9,4	-0,5	-0,4	-0,1	-1,1	-8,9

Fonte: BCE.

1) Prestiti cartolarizzati da società veicolo finanziarie dell'area dell'euro che rimangono iscritti nel bilancio della IFM cedente, ovvero che non sono stati oggetto di cancellazione. La cancellazione dall'attivo delle IFM dipende dalle regole contabili. Per ulteriori informazioni, cfr. le Note generali.

**2.11 Bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione dell'area dell'euro**

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

**1. Attività**

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni di monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 2° trim.	6.321,4	767,1	463,5	2.243,6	981,8	1.225,0	90,3	246,5	148,2	155,5
3° trim.	6.261,6	762,8	458,6	2.280,3	932,4	1.184,9	87,3	251,1	149,3	154,9
4° trim.	6.153,5	799,8	478,1	2.292,1	819,2	1.085,2	93,9	245,7	184,9	154,8
2009 1° trim.	6.184,1	796,3	494,0	2.359,1	785,1	1.068,8	102,0	244,1	177,8	156,9
2° trim.	6.330,6	782,0	489,0	2.382,4	817,9	1.199,0	89,9	248,6	166,2	155,6
3° trim.	6.557,3	783,3	485,7	2.443,8	794,7	1.389,1	86,8	252,0	167,3	154,5
4° trim.	6.642,9	787,8	480,6	2.459,9	802,2	1.455,9	83,7	256,2	163,6	153,1
2010 1° trim.	6.860,7	785,5	488,9	2.565,7	814,8	1.530,6	85,7	266,2	175,2	148,1
2° trim.	6.886,6	786,6	491,7	2.596,0	794,2	1.516,4	85,5	271,4	195,5	149,3
3° trim.	7.051,9	784,3	499,7	2.674,1	810,9	1.556,1	84,0	272,7	221,0	149,2
4° trim.	6.965,2	775,6	503,0	2.609,2	829,2	1.576,4	75,1	270,2	176,7	149,9
2011 1° trim.	7.025,5	778,5	506,5	2.653,6	829,8	1.576,9	72,1	277,7	179,6	150,9

**2. Titoli non azionari**

	Totale	Emessi da residenti nell'area dell'euro						Emessi da non residenti nell'area dell'euro
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazioni fondi comuni	Società non finanziarie	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2008 2° trim.	2.243,6	1.814,2	511,1	947,0	212,6	13,1	130,4	429,4
3° trim.	2.280,3	1.848,8	516,8	971,0	218,5	8,8	133,6	431,5
4° trim.	2.292,1	1.873,9	505,6	1.013,3	207,5	11,4	136,2	418,2
2009 1° trim.	2.359,1	1.939,1	529,7	1.036,5	224,1	13,6	135,3	420,0
2° trim.	2.382,4	1.988,5	537,4	1.053,2	244,4	15,5	138,0	393,8
3° trim.	2.443,8	2.039,1	557,7	1.093,7	233,5	15,3	138,8	404,6
4° trim.	2.459,9	2.051,0	542,6	1.112,2	240,0	16,7	139,5	409,0
2010 1° trim.	2.565,7	2.147,9	573,7	1.184,6	228,2	15,9	145,5	417,8
2° trim.	2.596,0	2.173,0	574,5	1.195,3	238,4	16,4	148,4	423,0
3° trim.	2.674,1	2.243,5	586,2	1.243,6	244,4	18,7	150,6	430,6
4° trim.	2.609,2	2.183,9	581,9	1.211,0	222,2	17,3	151,5	425,3
2011 1° trim.	2.653,6	2.234,9	607,2	1.205,4	253,9	18,5	149,9	418,7

**3. Passività e ricchezza finanziaria netta**

	Passività								Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Ricchezza netta
	Totale	Prestiti ricevuti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Riserve tecniche di assicurazione			Riserve premi e riserve sinistri		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 2° trim.	6.176,2	338,3	28,9	504,7	5.163,3	2.945,6	1.362,5	855,3	141,0	145,2
3° trim.	6.172,8	330,8	29,7	473,9	5.188,3	2.945,5	1.394,0	848,8	150,1	88,7
4° trim.	6.119,4	347,9	31,7	421,4	5.176,3	2.913,6	1.434,4	828,3	142,1	34,1
2009 1° trim.	6.124,0	345,4	31,8	378,1	5.226,8	2.936,9	1.443,9	846,0	141,9	60,2
2° trim.	6.206,3	317,7	33,1	394,4	5.321,7	3.011,4	1.463,5	846,8	139,4	124,3
3° trim.	6.353,4	298,3	36,1	439,1	5.436,2	3.101,0	1.489,4	845,7	143,8	203,8
4° trim.	6.429,9	278,4	39,5	435,2	5.524,6	3.170,4	1.513,0	841,1	152,1	213,1
2010 1° trim.	6.613,0	288,1	40,3	453,7	5.676,6	3.253,9	1.557,0	865,6	154,4	247,8
2° trim.	6.651,4	294,4	41,7	425,6	5.732,9	3.283,8	1.582,8	866,3	156,8	235,1
3° trim.	6.765,1	310,9	40,5	432,6	5.829,1	3.342,6	1.624,2	862,3	151,9	286,8
4° trim.	6.803,0	278,3	42,2	440,6	5.893,5	3.380,4	1.651,6	861,5	148,3	162,3
2011 1° trim.	6.917,5	296,8	40,0	458,5	5.975,0	3.412,3	1.675,1	887,6	147,2	108,0

Fonte: BCE.



## 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
<b>1° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						548
Saldo commerciale <sup>1)</sup>						11
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)						
Redditi da lavoro dipendente	1.079	107	685	53	234	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	22	5	10	4	4	
Consumo di capitale fisso	360	100	200	11	48	
Margine operativo netto e reddito misto <sup>1)</sup>	587	280	272	36	0	
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto						6
Redditi da lavoro dipendente						
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Redditi da capitale	648	35	258	289	66	92
Interessi	362	33	63	200	66	50
Altri redditi da capitale	286	2	195	89	0	43
Reddito nazionale netto <sup>1)</sup>	1.929	1.566	98	49	215	
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	236	208	22	6	0	2
Contributi sociali	417	417				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	451	1	17	34	398	1
Altri trasferimenti correnti	198	69	24	46	58	8
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44	33	10	1	1	1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44			44		0
Altro	110	36	15	1	58	6
Reddito netto disponibile <sup>1)</sup>	1.891	1.408	62	58	363	
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.823	1.338			484	
Spese per consumi individuali	1.636	1.338			298	
Spese per consumi collettivi	187				187	
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	0	0	14	0	0
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero <sup>1)</sup>	68	84	62	44	-122	49
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	477	137	286	10	45	
Investimenti fissi lordi	433	132	247	10	45	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	44	4	39	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-2	2	0	0	0
Trasferimenti in conto capitale	30	7	0	2	21	5
Imposte in conto capitale	6	5	1	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	24	2	-1	2	21	5
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) <sup>1)</sup>	-46	54	-10	43	-134	46
Discrepanza statistica	0	7	-7	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
<b>1° trim. 2011</b>						
<b>Conti verso l'estero</b>						
Esportazioni di beni e servizi						558
<i>Saldo commerciale</i>						
<b>Formazione del conto dei redditi</b>						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.048	492	1.167	104	286	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	240					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	2.289					
Redditi da lavoro dipendente						
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti						
Consumo di capitale fisso						
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>						
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>						
Margine operativo lordo e reddito misto	587	280	272	36	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.082	1.082				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	261				261	1
Redditi da capitale	647	240	85	302	20	93
Interessi	356	54	38	256	7	56
Altri redditi da capitale	291	185	46	47	13	38
<i>Reddito nazionale netto</i>						
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>						
Reddito nazionale netto	1.929	1.566	98	49	215	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	237				237	1
Contributi sociali	417	1	17	48	350	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	449	449				3
Altri trasferimenti correnti	161	87	11	46	18	45
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44			44		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	43	35	8	1	0	1
Altro	74	53	3	0	18	42
<i>Reddito netto disponibile</i>						
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>						
Reddito netto disponibile	1.891	1.408	62	58	363	
Spese per consumi finali						
Spese per consumi individuali						
Spese per consumi collettivi						
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	14	14				0
<i>Risparmio netto/conto corrente verso l'estero</i>						
<b>Conto capitale</b>						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	68	84	62	44	-122	49
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	360	100	200	11	48	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	33	13	14	1	5	2
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	26	13	14	1	-1	2
<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
<b>1° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.857	16.632	32.325	14.887	6.652	3.748	16.637
Oro monetario e DSP				420				
Banconote, monete e depositi		6.631	1.902	9.223	2.337	800	709	3.778
Titoli di debito a breve termine		40	81	555	322	40	43	647
Titoli di debito a lungo termine		1.365	244	6.048	2.431	2.577	492	3.647
Prestiti		77	2.955	13.276	3.511	487	521	1.801
<i>di cui a lungo termine</i>		59	1.672	10.206	2.454	352	440	.
Azioni e altre partecipazioni		4.560	7.775	1.910	6.001	2.366	1.340	6.083
Azioni quotate		796	1.487	419	2.082	426	267	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.229	5.929	1.180	2.963	412	884	.
Quote di fondi di investimento		1.535	359	310	956	1.527	188	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.702	174	3	0	233	4	233
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		482	3.501	889	284	150	639	449
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie</b>								
Totale delle transazioni attività finanziarie		78	45	-188	112	101	31	192
Oro monetario e DSP				-1				1
Banconote, monete e depositi		3	-27	-230	-42	12	42	-69
Titoli di debito a breve termine		19	3	-44	10	3	-9	60
Titoli di debito a lungo termine		24	18	35	49	54	-15	18
Prestiti		1	17	95	17	2	4	39
<i>di cui a lungo termine</i>		1	1	44	0	2	19	.
Azioni e altre partecipazioni		-27	35	-8	63	19	-7	130
Azioni quotate		-1	-12	-9	5	-2	-5	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-14	53	2	55	3	-2	.
Quote di fondi di investimento		-12	-6	-1	3	19	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		62	5	0	0	9	0	-5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-4	-6	-35	15	3	15	18
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Conto delle altre variazioni: attività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-30	155	-84	-100	-35	3	-228
Oro monetario e DSP				-17				
Banconote, monete e depositi		7	-6	-38	5	-3	0	-108
Titoli di debito a breve termine		-1	-1	3	0	0	0	-21
Titoli di debito a lungo termine		-15	0	-38	-44	-32	-4	-25
Prestiti		-3	-15	-29	-39	-1	0	24
<i>di cui a lungo termine</i>		-3	-2	-21	-19	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		34	161	31	-19	3	9	-101
Azioni quotate		19	96	4	-12	11	6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		21	71	33	3	-4	1	.
Quote di fondi di investimento		-7	-7	-6	-10	-4	2	.
Riserve tecniche di assicurazione		-36	0	0	0	-2	0	3
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		-16	16	3	-4	-1	-2	0
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
<b>Bilancio di chiusura: attività finanziarie</b>								
Totale delle attività finanziarie		18.905	16.832	32.053	14.898	6.718	3.783	16.600
Oro monetario e DSP				403				
Banconote, monete e depositi		6.641	1.868	8.955	2.300	809	752	3.601
Titoli di debito a breve termine		59	83	515	332	43	34	685
Titoli di debito a lungo termine		1.374	262	6.046	2.436	2.599	473	3.641
Prestiti		75	2.957	13.342	3.489	489	526	1.864
<i>di cui a lungo termine</i>		56	1.672	10.229	2.434	353	459	.
Azioni e altre partecipazioni		4.567	7.971	1.933	6.045	2.388	1.341	6.112
Azioni quotate		814	1.571	414	2.076	435	268	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.236	6.053	1.215	3.020	411	883	.
Quote di fondi di investimento		1.516	347	304	949	1.541	190	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.729	179	3	0	239	4	231
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		461	3.512	857	295	152	653	467
<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
<b>1° trim. 2011</b>								
<b>Bilancio di apertura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività		6.657	26.373	31.446	14.277	6.778	8.990	14.796
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	22.423	26	0	260	2.641
Titoli di debito a breve termine			70	633	77	0	694	254
Titoli di debito a lungo termine			805	4.514	2.736	33	5.801	2.917
Prestiti		6.077	8.414		3.164	267	1.722	2.985
<i>di cui a lungo termine</i>		5.718	5.969		1.657	116	1.361	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.091	2.700	8.206	422	7	5.600
Azioni quotate			3.814	456	225	124	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.276	1.138	2.412	297	7	.
Quote di fondi di investimento				1.107	5.569			.
Riserve tecniche di assicurazione		34	335	66	1	5.910	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		539	3.628	1.110	67	147	504	399
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-1.420	12.199	-9.741	879	610	-126	-5.241	
<b>Conto finanziario, transazioni in passività</b>								
Totale delle transazioni in passività		17	62	-181	66	96	165	146
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			1	-306	-2	0	-8	3
Titoli di debito a breve termine			6	31	0	0	-12	17
Titoli di debito a lungo termine			7	56	-34	0	157	-3
Prestiti		10	43		24	8	32	58
<i>di cui a lungo termine</i>		17	11		23	1	35	.
Azioni e altre partecipazioni		0	55	-1	88	1	0	62
Azioni quotate			10	4	8	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	45	5	25	1	0	.
Quote di fondi di investimento				-9	55			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	1	0	71	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		6	-49	38	-11	16	-5	10
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-46	62	-17	-7	45	5	-134	46
<b>Conto delle altre variazioni: passività finanziarie</b>								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-2	195	-131	-31	-41	-74	-218
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	-85	0	0	0	-57
Titoli di debito a breve termine			0	-10	-1	0	0	-7
Titoli di debito a lungo termine			-36	-60	20	-2	-72	-8
Prestiti		-3	-7		4	-3	-1	-54
<i>di cui a lungo termine</i>		-7	-1		8	1	-2	.
Azioni e altre partecipazioni		0	265	21	-80	16	0	-105
Azioni quotate			99	30	17	7	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	167	11	-36	9	0	.
Quote di fondi di investimento				-20	-62			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	-35	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		2	-28	4	26	-17	-1	12
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-7	-28	-40	47	-69	6	77	-10
<b>Bilancio di chiusura: passività finanziarie</b>								
Totale delle passività finanziarie		6.672	26.630	31.134	14.312	6.833	9.080	14.725
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	22.032	24	0	252	2.587
Titoli di debito a breve termine			76	653	76	0	682	264
Titoli di debito a lungo termine			775	4.509	2.723	31	5.886	2.906
Prestiti		6.084	8.451		3.193	272	1.753	2.989
<i>di cui a lungo termine</i>		5.729	5.979		1.687	118	1.395	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.411	2.721	8.214	439	7	5.557
Azioni quotate			3.923	490	251	131	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.487	1.154	2.401	307	7	.
Quote di fondi di investimento				1.077	5.562			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	67	1	5.946	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		547	3.551	1.152	82	145	499	421
<i>Ricchezza finanziaria netta<sup>1)</sup></i>	-1.473	12.233	-9.798	919	586	-115	-5.298	

Fonte: BCE.

### 3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	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	2° trim. 2010- 1° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato)								
Redditi da lavoro dipendente	4.271	4.451	4.434	4.436	4.453	4.468	4.488	4.514
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	137	132	114	111	112	118	115	118
Consumo di capitale fisso	1.325	1.388	1.404	1.404	1.408	1.415	1.423	1.431
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> <sup>1)</sup>	2.333	2.309	2.102	2.128	2.161	2.180	2.206	2.240
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto								
Redditi da lavoro dipendente								
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti								
Redditi da capitale	3.688	3.964	2.977	2.840	2.761	2.751	2.793	2.833
Interessi	2.115	2.360	1.618	1.497	1.433	1.407	1.406	1.420
Altri redditi da capitale	1.573	1.604	1.359	1.342	1.328	1.344	1.387	1.412
<i>Reddito nazionale netto</i> <sup>1)</sup>	7.735	7.795	7.518	7.558	7.628	7.688	7.740	7.814
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.113	1.123	1.014	1.013	1.022	1.028	1.037	1.050
Contributi sociali	1.597	1.668	1.675	1.678	1.683	1.688	1.699	1.709
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.602	1.672	1.789	1.809	1.821	1.829	1.837	1.842
Altri trasferimenti correnti	736	768	769	773	770	771	764	765
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	187	182	182	180	179	178	177
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	189	183	183	181	180	179	178
Altro	369	392	403	408	409	412	407	410
<i>Reddito netto disponibile</i> <sup>1)</sup>	7.641	7.692	7.409	7.445	7.515	7.570	7.626	7.698
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.914	7.166	7.170	7.206	7.245	7.291	7.336	7.384
Spese per consumi individuali	6.198	6.414	6.385	6.419	6.457	6.502	6.547	6.593
Spese per consumi collettivi	716	752	785	786	789	789	789	791
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	64	70	65	63	61	60	58	58
<i>Risparmio netto</i> <sup>1)</sup>	727	526	239	239	269	279	289	314
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.033	2.044	1.712	1.695	1.734	1.762	1.788	1.839
Investimenti fissi lordi	1.985	2.011	1.767	1.744	1.751	1.761	1.773	1.800
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	48	33	-55	-49	-17	1	15	39
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	2	1	2	1	1
Trasferimenti in conto capitale	154	155	187	195	188	200	208	194
Imposte in conto capitale	24	24	34	34	30	29	25	25
Altri trasferimenti in conto capitale	130	131	153	161	158	170	183	169
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> <sup>1)</sup>	35	-123	-61	-42	-47	-58	-65	-83

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	2007	2008	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	2° trim. 2010- 1° trim. 2011
<b>Formazione del conto dei redditi</b>								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.066	8.279	8.053	8.079	8.133	8.180	8.233	8.303
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	963	948	893	895	910	930	939	954
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) <sup>2)</sup>	9.029	9.228	8.946	8.974	9.044	9.110	9.172	9.257
Redditi da lavoro dipendente								
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti								
Consumo di capitale fisso								
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i>								
<b>Allocazione del conto dei redditi primari</b>								
Margine operativo lordo e reddito misto	2.333	2.309	2.102	2.128	2.161	2.180	2.206	2.240
Redditi da lavoro dipendente	4.279	4.457	4.440	4.442	4.459	4.474	4.495	4.520
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.107	1.087	1.024	1.024	1.037	1.061	1.067	1.085
Redditi da capitale	3.705	3.906	2.929	2.804	2.731	2.723	2.764	2.802
Interessi	2.084	2.309	1.569	1.454	1.395	1.369	1.365	1.383
Altri redditi da capitale	1.620	1.597	1.360	1.350	1.337	1.355	1.399	1.419
<i>Reddito nazionale netto</i>								
<b>Distribuzione secondaria del conto dei redditi</b>								
Reddito nazionale netto	7.735	7.795	7.518	7.558	7.628	7.688	7.740	7.814
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.121	1.132	1.020	1.019	1.026	1.033	1.042	1.056
Contributi sociali	1.596	1.666	1.674	1.678	1.683	1.688	1.698	1.709
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.595	1.664	1.783	1.803	1.815	1.823	1.831	1.835
Altri trasferimenti correnti	642	666	662	661	657	655	650	650
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	189	183	183	181	180	179	178
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	182	186	180	180	178	177	175	175
Altro	276	292	298	298	299	298	296	298
<i>Reddito netto disponibile</i>								
<b>Utilizzo del conto dei redditi</b>								
Reddito netto disponibile	7.641	7.692	7.409	7.445	7.515	7.570	7.626	7.698
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	70	65	63	61	60	58	58
<i>Risparmio netto</i>								
<b>Conto capitale</b>								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	727	526	239	239	269	279	289	314
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.325	1.388	1.404	1.404	1.408	1.415	1.423	1.431
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	169	164	196	206	199	212	220	206
Imposte in conto capitale	24	24	34	34	30	29	25	25
Altri trasferimenti in conto capitale	145	140	162	172	169	182	195	180
<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)

	2007	2008	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	2° trim. 2010- 1° trim. 2011
<b>Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.279	4.457	4.440	4.442	4.459	4.474	4.495	4.520
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.487	1.530	1.474	1.470	1.471	1.476	1.481	1.494
Interessi attivi (+)	315	347	242	224	215	211	210	214
Interessi passivi (-)	218	247	146	134	129	127	127	129
Altri redditi da capitali attivi (+)	805	817	730	721	715	720	728	741
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	852	892	860	858	859	863	867	876
Contributi sociali netti (-)	1.593	1.663	1.670	1.673	1.678	1.683	1.694	1.704
Prestazioni sociali nette (+)	1.590	1.659	1.778	1.798	1.810	1.818	1.826	1.830
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	62	69	74	73	72	71	69	69
<b>= Reddito lordo disponibile</b>	<b>5.865</b>	<b>6.067</b>	<b>6.051</b>	<b>6.054</b>	<b>6.066</b>	<b>6.088</b>	<b>6.112</b>	<b>6.148</b>
Spese per consumi finali (-)	5.105	5.269	5.187	5.212	5.242	5.282	5.325	5.367
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	63	69	65	63	60	59	58	58
<b>= Risparmio lordo</b>	<b>823</b>	<b>868</b>	<b>929</b>	<b>905</b>	<b>885</b>	<b>865</b>	<b>845</b>	<b>839</b>
Consumo di capitale fisso (-)	367	384	385	386	387	389	391	394
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	14	2	14	11	10	9	14	13
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.476	-2.235	-454	690	759	954	1.019	657
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.945</b>	<b>-1.749</b>	<b>103</b>	<b>1.220</b>	<b>1.266</b>	<b>1.440</b>	<b>1.486</b>	<b>1.115</b>
<b>Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	643	637	547	537	540	544	548	556
Consumo di capitale fisso (-)	367	384	385	386	387	389	391	394
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	420	457	-16	-89	-77	-24	55	118
Banconote, monete e depositi	351	438	120	63	63	89	120	142
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-6	-43	-74	-73	-84	-50	-37
Titoli di debito <sup>1)</sup>	32	26	-93	-78	-67	-29	-15	14
Attività a lungo	173	17	536	629	601	503	420	331
Depositi	-31	-29	90	118	110	88	59	44
Titoli di debito	84	21	36	27	35	-1	4	42
Azioni e altre partecipazioni	-89	-105	184	233	212	177	135	45
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	-4	30	111	130	133	100	96	44
Quote di fondi comuni di investimento	-85	-135	73	104	80	77	39	1
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	209	130	225	251	244	239	223	201
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	236	118	135	144	142	150	147
di cui da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	108	135	134	147	169
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.445	-890	-742	-71	478	810	872	666
Attività finanziarie	70	-1.383	280	739	275	127	133	-26
Azioni e altre partecipazioni	29	-1.131	81	427	77	5	91	60
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-244	176	266	172	115	78	-8
Flussi netti restanti (+)	-54	33	1	-4	-21	11	-2	11
<b>= Variazioni nella ricchezza netta</b>	<b>1.945</b>	<b>-1.749</b>	<b>103</b>	<b>1.220</b>	<b>1.266</b>	<b>1.440</b>	<b>1.486</b>	<b>1.115</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività non finanziarie (+)	27.402	26.765	26.185	26.237	26.690	27.042	27.214	27.064
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.263	5.804	5.778	5.739	5.781	5.768	5.840	5.881
Banconote, monete e depositi	4.851	5.322	5.474	5.446	5.506	5.498	5.598	5.598
Partecipazioni in fondi comuni monetari	280	315	239	232	216	203	190	208
Titoli di debito <sup>1)</sup>	131	167	65	61	59	66	52	75
Attività a lungo	12.151	10.735	11.580	11.864	11.724	11.973	12.130	12.154
Depositi	965	913	974	1.003	1.014	1.020	1.033	1.043
Titoli di debito	1.275	1.302	1.386	1.392	1.373	1.367	1.353	1.358
Azioni e altre partecipazioni	5.125	3.848	4.145	4.267	4.103	4.253	4.370	4.359
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.686	2.806	2.917	2.987	2.847	2.952	3.025	3.051
Quote di fondi di investimento	1.438	1.042	1.228	1.280	1.256	1.301	1.345	1.308
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.786	4.672	5.074	5.203	5.235	5.333	5.375	5.395
Restanti attività finanziarie (+)	327	322	298	268	288	310	306	281
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.801	5.914	5.925	5.993	6.019	6.077	6.084
di cui da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	4.986	5.140	5.159	5.213	5.256
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>39.574</b>	<b>37.825</b>	<b>37.928</b>	<b>38.182</b>	<b>38.491</b>	<b>39.073</b>	<b>39.413</b>	<b>39.297</b>

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)

	2007	2008	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	2° trim. 2010- 1° trim. 2011
<b>Reddito e risparmio</b>								
Valore aggiunto lordo (+)	4.656	4.771	4.528	4.545	4.589	4.626	4.672	4.726
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.726	2.847	2.793	2.790	2.801	2.813	2.832	2.855
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	80	77	63	59	59	64	60	61
= <b>Margine operativo lordo (+)</b>	1.849	1.847	1.672	1.696	1.730	1.749	1.780	1.810
Consumo di capitale fisso (-)	741	778	789	788	789	792	796	799
= <b>Margine operativo netto (+)</b>	1.108	1.069	883	908	941	957	984	1.011
Redditi da capitale attivi (+)	620	630	491	484	477	480	503	506
Interessi attivi	215	232	159	150	145	142	140	142
Altri redditi da capitale	405	398	332	335	332	339	363	363
Interest and rents payable (-)	363	415	293	274	263	258	259	261
= <b>Reddito lordo di impresa (+)</b>	1.365	1.285	1.080	1.119	1.155	1.180	1.229	1.255
Utili distribuiti (-)	1.003	1.042	921	910	905	918	956	975
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	211	198	126	126	132	133	137	141
Contributi sociali da riscuotere (+)	63	67	69	69	68	68	68	69
Prestazioni sociali da erogare (-)	62	65	67	67	68	68	68	68
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	48	53	53	53	54	54	54	54
= <b>Risparmio netto</b>	105	-7	-17	32	65	75	81	85
<b>Investimento, finanziamento e risparmio</b>								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	379	341	79	78	126	151	177	216
Investimenti fissi lordi (+)	1.072	1.090	923	914	930	940	955	976
Consumo di capitale fisso (-)	741	778	789	788	789	792	796	799
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	48	29	-55	-48	-15	3	18	40
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	167	72	94	91	22	22	17	9
Banconote, monete e depositi	153	15	87	97	57	51	68	61
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	41	4	-22	-28	-41	-39
Titoli di debito <sup>1)</sup>	34	24	-35	-10	-14	-1	-9	-13
Attività a lungo	725	693	254	213	243	319	394	383
Depositi	-13	36	10	-3	-6	-4	-19	-10
Titoli di debito	51	-29	14	0	4	-1	1	14
Azioni e altre partecipazioni	414	342	121	95	51	85	182	189
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	273	344	108	122	193	240	230	191
Restanti attività nette (+)	173	-34	-16	85	88	97	29	34
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	901	694	94	113	127	230	214	227
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	537	395	-116	-99	-94	-38	-41	-19
di cui: titoli di debito	33	49	84	103	83	69	63	39
Azioni e altre partecipazioni	370	309	250	240	204	205	245	254
Azioni quotate	58	6	67	67	47	37	31	31
Azioni non quotate e altre partecipazioni	312	303	183	173	157	168	214	223
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	69	74	81	80	80	79	75	74
= <b>Risparmio netto</b>	105	-7	-17	32	65	75	81	85
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.801	1.891	1.973	1.934	1.916	1.940	1.989	1.954
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.632	1.601	1.608	1.625	1.693	1.666
Partecipazioni in fondi comuni monetari	176	206	228	215	198	196	188	181
Titoli di debito <sup>1)</sup>	118	148	113	118	110	119	107	107
Attività a lungo	10.703	9.111	10.120	10.406	10.287	10.637	10.968	11.187
Depositi	208	239	223	224	233	243	208	202
Titoli di debito	231	197	208	217	224	224	218	238
Azioni e altre partecipazioni	7.989	6.090	6.981	7.183	6.948	7.249	7.587	7.790
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.276	2.585	2.708	2.782	2.882	2.921	2.955	2.957
Restanti attività nette	294	292	233	248	199	207	77	170
Passività								
Debito	8.609	9.298	9.433	9.497	9.584	9.625	9.625	9.638
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.472	4.871	4.707	4.711	4.727	4.705	4.676	4.696
di cui: titoli di debito	649	705	817	866	875	891	875	851
Azioni e altre partecipazioni	14.356	11.056	12.329	12.531	11.979	12.594	13.091	13.411
Azioni quotate	5.061	2.935	3.517	3.590	3.316	3.542	3.814	3.923
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.295	8.121	8.812	8.941	8.663	9.052	9.276	9.487

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)

	2007	2008	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	2° trim. 2010- 1° trim. 2011
<b>Conto finanziario, transazioni finanziarie</b>								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	79	-53	-65	-18	-2	-11	-21
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	-21	2	6	-9	-9
Partecipazioni in fondi comuni monetari	4	15	-1	-11	0	-2	-6	-12
Titoli di debito <sup>1)</sup>	11	7	-19	-33	-21	-6	4	0
Attività a lungo	230	113	304	329	277	266	227	205
Depositi	47	-9	19	1	-6	-6	-8	5
Titoli di debito	108	50	112	125	145	163	153	131
Prestiti	-15	37	11	12	12	14	31	27
Azioni quotate	-1	3	-68	-74	-71	4	2	0
Azioni non quotate e altre partecipazioni	22	14	-7	-1	0	2	8	10
Quote di fondi comuni di investimento	69	18	239	266	197	88	40	32
Restanti attività finanziarie (+)	6	21	6	25	16	20	16	-6
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	3	5	2	0	0
Prestiti	-2	24	-20	-11	-4	15	11	6
Azioni e altre partecipazioni	4	5	0	-1	2	2	2	2
Riserve tecniche di assicurazione	245	124	232	275	266	259	241	210
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	212	121	227	262	255	249	227	200
Riserve premi e riserve sinistri	34	4	4	12	11	10	14	10
<b>= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni</b>	<b>9</b>	<b>56</b>	<b>40</b>	<b>24</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>
<b>Conto delle altre variazioni</b>								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-13	-506	187	287	120	72	77	26
Altre attività nette	-35	56	36	68	86	77	-19	-52
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-20	-174	11	73	22	-16	-5	-5
Riserve tecniche di assicurazione	30	-263	190	272	182	122	91	3
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	18	-251	185	271	179	123	94	6
Riserve premi e riserve sinistri	12	-12	5	2	3	-1	-3	-2
<b>= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-58</b>	<b>-12</b>	<b>22</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>42</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>
<b>Bilancio finanziario</b>								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	318	399	340	354	370	363	335	335
Banconote, monete e depositi	163	224	195	196	206	203	190	186
Partecipazioni in fondi comuni monetari	91	104	95	100	104	102	90	92
Titoli di debito <sup>1)</sup>	63	71	50	58	59	58	55	57
Attività a lungo	5.467	5.089	5.648	5.822	5.806	5.941	5.934	5.992
Depositi	594	599	616	615	610	615	610	623
Titoli di debito	2.203	2.252	2.427	2.514	2.546	2.620	2.561	2.584
Prestiti	411	446	456	462	467	470	487	489
Azioni quotate	684	397	409	426	401	423	426	435
Azioni non quotate e altre partecipazioni	415	419	411	408	405	399	412	411
Quote di fondi comuni di investimento	1.161	975	1.330	1.398	1.376	1.414	1.438	1.450
Restanti attività finanziarie (+)	175	241	223	243	256	274	236	245
Passività (-)								
Titoli di debito	19	23	30	31	31	30	33	31
Prestiti	244	273	253	265	271	284	267	272
Azioni e altre partecipazioni	583	415	425	442	411	416	422	439
Riserve tecniche di assicurazione	5.295	5.156	5.578	5.732	5.774	5.873	5.910	5.946
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.472	4.342	4.754	4.891	4.930	5.032	5.074	5.097
Riserve premi e riserve sinistri	822	814	824	841	844	841	835	849
<b>= Ricchezza finanziaria netta</b>	<b>-182</b>	<b>-138</b>	<b>-76</b>	<b>-51</b>	<b>-55</b>	<b>-25</b>	<b>-126</b>	<b>-115</b>

Fonte: BCE.

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



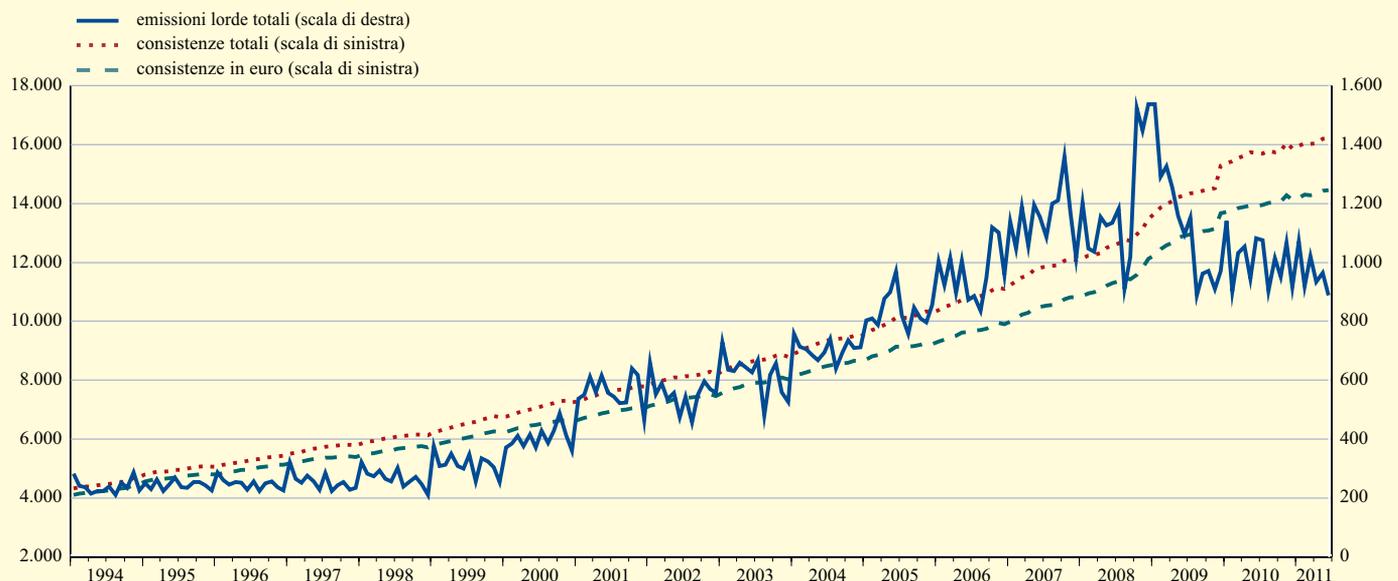
## MERCATI FINANZIARI

### 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 <sup>1)</sup>			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Dati destagionalizzati <sup>2)</sup>		
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Tassi di crescita sui dodici mesi	Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Totale</b>												
2010 giu.	16.167,6	1.049,8	7,6	13.905,9	984,3	-1,7	15.709,3	1.081,9	-12,4	3,6	8,0	2,6
lug.	16.189,6	1.009,8	22,9	13.952,9	970,1	48,0	15.683,5	1.076,0	15,2	3,2	47,4	2,4
ago.	16.254,3	841,1	65,0	14.014,8	800,7	62,3	15.789,5	903,1	82,1	3,6	143,4	4,4
set.	16.272,8	985,1	18,8	14.032,7	908,6	18,1	15.743,8	1.013,6	4,7	3,1	48,5	3,7
ott.	16.280,3	888,0	10,1	14.070,2	843,2	40,1	15.782,0	950,3	52,7	3,2	23,9	3,4
nov.	16.459,9	993,0	180,9	14.268,9	954,0	199,8	16.065,7	1.067,0	239,0	4,3	211,6	6,3
dic.	16.297,2	876,7	-161,3	14.123,4	844,0	-144,0	15.874,8	916,5	-183,0	3,6	-136,1	4,4
2011 gen.	16.376,7	1.005,0	78,7	14.198,1	954,4	73,9	15.947,8	1.070,1	91,6	3,7	102,5	5,1
feb.	16.476,6	866,3	100,7	14.289,7	813,5	92,6	16.039,5	919,2	97,6	4,1	50,2	3,8
mar.	16.478,2	978,9	2,0	14.284,1	912,0	-5,4	16.018,6	1.019,9	3,5	3,4	-11,4	3,0
apr.	16.498,6	888,1	20,9	14.331,2	849,4	47,7	16.044,6	934,0	51,0	3,2	23,3	3,1
mag.	16.610,4	921,3	110,1	14.433,6	866,0	100,7	16.201,6	963,6	126,7	3,6	59,7	1,1
giu.	16.646,7	843,3	36,4	14.461,0	791,5	27,3	16.220,6	888,2	24,6	3,9	42,9	3,4
<b>A lungo termine</b>												
2010 giu.	14.652,1	272,9	28,9	12.513,8	245,7	29,8	14.105,0	265,7	23,8	5,0	5,9	4,1
lug.	14.686,5	261,6	35,5	12.549,0	241,3	36,4	14.082,5	268,7	14,5	4,7	57,1	3,4
ago.	14.717,8	140,8	32,1	12.580,2	127,4	32,0	14.148,0	152,8	43,5	4,7	104,4	4,7
set.	14.721,6	268,6	4,1	12.594,3	228,4	14,4	14.105,5	258,8	4,4	4,1	37,9	3,7
ott.	14.758,9	222,2	37,5	12.643,6	195,4	49,4	14.161,2	233,3	65,7	4,0	58,1	3,7
nov.	14.903,3	338,6	145,4	12.802,9	322,0	160,3	14.393,2	360,5	191,4	4,8	159,9	6,2
dic.	14.860,9	186,9	-39,8	12.778,3	179,8	-21,9	14.336,0	193,9	-49,9	4,7	-48,4	5,4
2011 gen.	14.928,0	308,9	68,6	12.829,1	277,9	52,2	14.383,7	320,1	67,8	4,8	122,4	6,3
feb.	15.033,8	283,8	106,1	12.924,5	252,8	95,9	14.471,3	284,8	92,1	5,0	40,7	5,3
mar.	15.046,9	305,1	13,7	12.944,3	269,0	20,3	14.466,6	303,3	17,1	4,3	10,0	4,9
apr.	15.100,8	302,5	54,2	13.009,7	278,3	65,7	14.513,8	308,7	68,8	4,3	53,4	4,8
mag.	15.187,5	277,5	85,6	13.089,3	246,4	78,4	14.630,0	269,3	90,7	4,5	24,9	2,8
giu.	15.244,6	253,6	56,6	13.144,1	222,4	54,3	14.684,7	251,3	58,1	4,7	42,4	4,1

### 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 <sup>1)</sup>					
	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	
<b>Totale</b>												
2009	15.286	5.371	3.225	804	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.875	5.246	3.289	854	5.932	554	1.007	625	79	69	205	29
2010 3° trim.	15.744	5.419	3.213	847	5.735	529	998	631	77	65	196	29
4° trim.	15.875	5.246	3.289	854	5.932	554	978	566	110	64	206	32
2011 1° trim.	16.019	5.347	3.255	828	6.024	564	1.003	592	89	58	220	43
2° trim.	16.221	5.359	3.262	836	6.166	596	929	550	84	59	192	43
2011 mar.	16.019	5.347	3.255	828	6.024	564	1.020	588	102	61	218	51
apr.	16.045	5.337	3.254	827	6.059	567	934	520	99	54	216	46
mag.	16.202	5.394	3.260	845	6.119	584	964	592	85	67	177	42
giu.	16.221	5.359	3.262	836	6.166	596	888	538	68	58	182	42
<b>A breve termine</b>												
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.539	572	122	67	724	53	758	534	34	57	115	19
2010 3° trim.	1.638	743	94	72	689	41	771	545	31	55	118	21
4° trim.	1.539	572	122	67	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 1° trim.	1.552	618	113	71	700	51	700	462	41	49	118	30
2° trim.	1.536	582	118	72	702	62	652	440	30	50	102	31
2011 mar.	1.552	618	113	71	700	51	717	461	57	47	117	34
apr.	1.531	604	117	67	694	50	625	415	29	44	105	32
mag.	1.572	620	120	77	698	56	694	478	33	55	98	31
giu.	1.536	582	118	72	702	62	637	426	28	52	102	29
<b>A lungo termine<sup>2)</sup></b>												
2009	13.649	4.638	3.136	733	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.336	4.674	3.167	788	5.207	500	248	91	46	12	90	10
2010 3° trim.	14.105	4.676	3.119	776	5.046	488	227	86	46	9	78	8
4° trim.	14.336	4.674	3.167	788	5.207	500	263	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.467	4.730	3.143	757	5.324	513	303	130	48	10	102	13
2° trim.	14.685	4.777	3.144	765	5.465	535	276	110	54	9	90	12
2011 mar.	14.467	4.730	3.143	757	5.324	513	303	127	44	14	101	17
apr.	14.514	4.733	3.138	760	5.365	518	309	105	70	9	111	14
mag.	14.630	4.773	3.140	768	5.421	528	269	114	53	12	79	11
giu.	14.685	4.777	3.144	765	5.465	535	251	112	40	7	80	12
<b>di cui: a lungo termine con tasso fisso</b>												
2009	8.800	2.564	1.026	599	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.470	2.635	1.089	671	4.697	377	156	50	13	10	77	6
2010 3° trim.	9.305	2.627	1.062	658	4.590	369	141	48	12	8	68	5
4° trim.	9.470	2.635	1.089	671	4.697	377	143	43	19	11	65	6
2011 1° trim.	9.628	2.701	1.096	656	4.787	388	195	78	12	8	87	9
2° trim.	9.854	2.740	1.132	666	4.912	404	173	61	21	8	74	9
2011 mar.	9.628	2.701	1.096	656	4.787	388	202	73	15	12	90	12
apr.	9.652	2.705	1.094	660	4.801	391	184	68	18	9	80	9
mag.	9.782	2.731	1.120	668	4.862	401	181	58	31	11	71	10
giu.	9.854	2.740	1.132	666	4.912	404	156	58	14	5	72	7
<b>di cui: a lungo termine con tasso variabile</b>												
2009	4.409	1.786	2.043	124	371	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.393	1.760	1.973	108	431	121	78	34	29	1	10	4
2010 3° trim.	4.357	1.768	1.979	109	382	117	73	30	33	1	6	3
4° trim.	4.393	1.760	1.973	108	431	121	102	33	44	1	22	2
2011 1° trim.	4.343	1.739	1.928	95	458	123	87	42	29	1	11	4
2° trim.	4.327	1.763	1.866	92	477	129	83	43	22	1	13	4
2011 mar.	4.343	1.739	1.928	95	458	123	85	45	24	2	9	5
apr.	4.356	1.742	1.915	94	482	124	102	31	40	0	26	4
mag.	4.327	1.757	1.878	93	474	125	67	50	8	1	6	2
giu.	4.327	1.763	1.866	92	477	129	79	48	18	2	6	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.

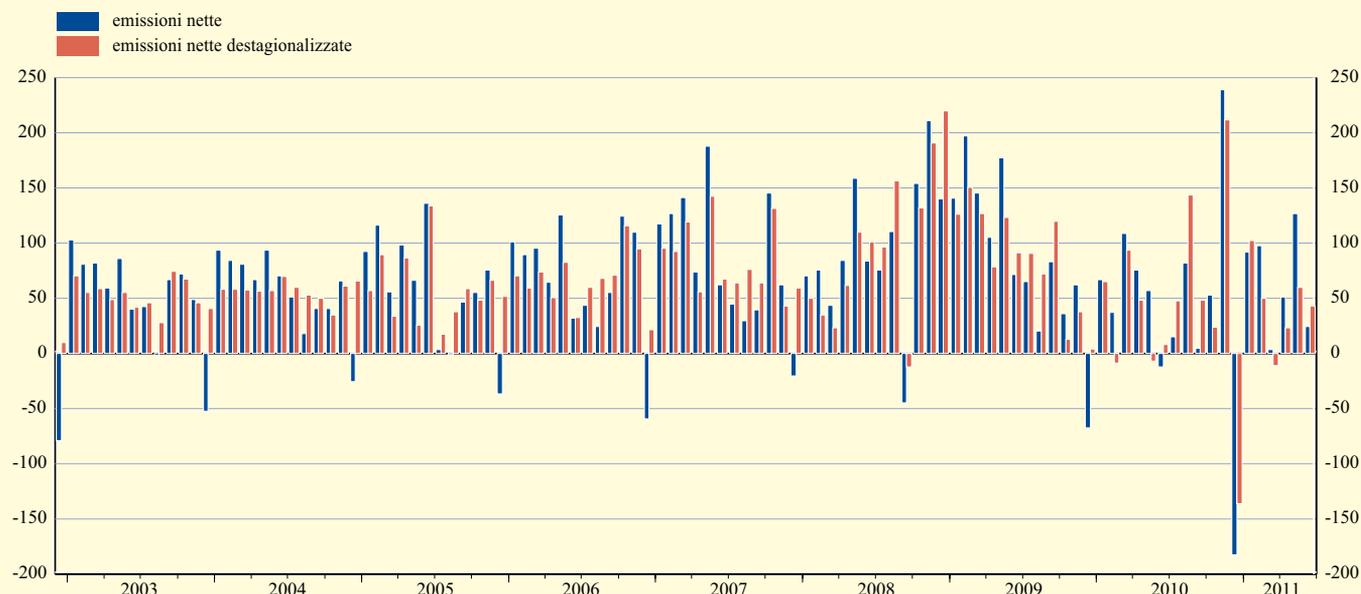
**4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento**  
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

**2. Emissioni nette**

	Dati non destagionalizzati <sup>1)</sup>						Dati destagionalizzati <sup>1)</sup>					
	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	
<b>Totale</b>												
2009	86,3	10,2	18,3	8,8	44,9	4,1	86,1	10,1	17,9	8,5	45,4	4,2
2010	45,3	-1,2	4,4	5,1	31,6	5,3	44,8	-1,5	4,4	5,1	31,8	4,9
2010 3° trim.	34,0	2,7	1,6	2,6	22,4	4,6	79,8	12,1	25,4	5,0	31,2	6,1
4° trim.	36,2	-19,9	24,2	1,3	22,9	7,7	33,1	-9,7	-12,0	4,3	48,0	2,5
2011 1° trim.	64,2	42,9	-19,8	4,4	32,5	4,3	47,1	26,8	-1,9	3,2	11,0	8,0
2° trim.	67,5	3,6	2,7	2,7	47,5	11,0	42,0	-0,6	-2,5	-1,3	34,9	11,5
2011 mar.	3,5	8,5	-38,7	5,5	5,5	22,7	-11,4	-3,1	-28,5	6,6	-7,4	20,9
apr.	51,0	2,9	3,4	1,4	37,7	5,6	23,3	-8,1	2,0	-2,7	27,9	4,2
mag.	126,7	39,1	1,0	14,7	56,8	15,1	59,7	15,3	-12,4	8,8	31,3	16,8
giu.	24,6	-31,2	3,7	-8,2	47,9	12,4	42,9	-8,9	2,8	-10,1	45,6	13,4
<b>A lungo termine</b>												
2009	87,0	14,9	21,5	12,8	33,0	4,7	86,9	15,1	21,2	12,8	33,1	4,7
2010	53,9	1,8	1,7	5,5	41,3	3,5	54,0	1,8	1,6	5,5	41,5	3,5
2010 3° trim.	20,8	-1,4	1,9	3,1	16,7	0,6	66,5	6,3	24,1	4,9	28,8	2,4
4° trim.	69,1	-5,3	14,8	3,0	53,1	3,6	56,5	6,7	-20,9	4,5	64,1	2,1
2011 1° trim.	59,0	27,3	-16,0	2,3	40,5	4,9	57,7	17,8	2,4	2,9	30,0	4,7
2° trim.	72,5	15,3	0,7	2,5	46,7	7,3	40,2	5,1	-3,8	-1,3	33,1	7,1
2011 mar.	17,1	3,7	-35,6	6,3	31,1	11,7	10,0	-6,8	-23,5	7,8	23,2	9,3
apr.	68,8	14,8	-0,9	5,5	43,2	6,2	53,4	4,6	-1,2	3,2	41,6	5,1
mag.	90,7	26,3	-2,4	4,4	53,0	9,5	24,9	6,4	-13,5	-0,4	22,0	10,4
giu.	58,1	4,9	5,4	-2,4	44,0	6,2	42,4	4,3	3,4	-6,7	35,5	5,8

**FI6 Emissioni nette di titoli non azionari: dati destagionalizzati e non destagionalizzati**

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



Fonte: BCE.

1) I dati mensili sulle emissioni nette si riferiscono alle transazioni nel mese. A fini comparativi i dati trimestrali e annuali si riferiscono alle rispettive medie mensili.

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

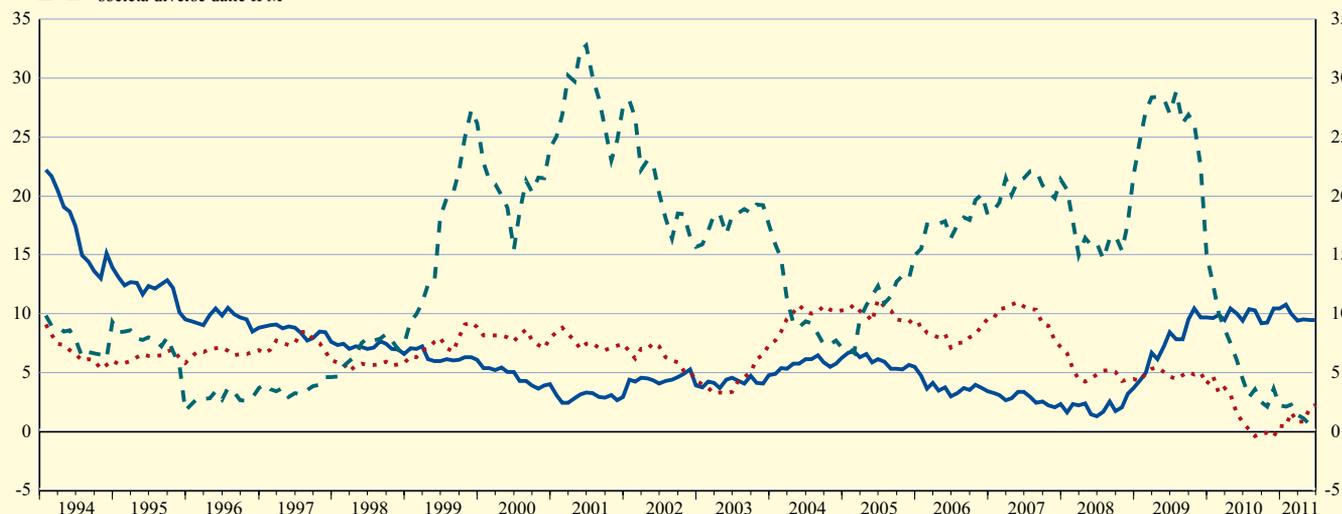
(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	Amministrazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Totale												
2010 giu.	3,6	-0,5	1,4	12,6	7,4	10,3	2,6	-0,9	0,8	8,4	5,3	14,6
lug.	3,2	-1,0	0,3	10,4	7,6	10,8	2,4	-2,5	0,5	8,1	6,2	17,1
ago.	3,6	-0,4	1,4	10,6	7,5	10,9	4,4	0,5	5,3	5,3	6,6	15,2
set.	3,1	-0,4	0,7	8,9	6,5	12,0	3,7	-0,4	5,3	4,0	5,8	17,1
ott.	3,2	0,0	0,3	8,7	6,4	11,7	3,4	-2,1	4,2	3,9	7,0	17,7
nov.	4,3	0,1	2,5	8,6	8,1	12,8	6,3	0,2	7,8	4,3	10,5	18,5
dic.	3,6	-0,3	1,6	7,6	7,0	13,1	4,4	0,3	2,5	6,8	8,5	10,3
2011 gen.	3,7	0,0	1,7	7,2	7,1	13,4	5,1	2,6	2,9	6,3	8,0	10,1
feb.	4,1	1,6	2,3	5,5	6,7	11,9	3,8	2,8	-0,6	5,6	6,6	8,9
mar.	3,4	0,7	1,3	4,8	5,9	14,5	3,0	2,0	-2,5	5,5	6,1	12,2
apr.	3,2	0,4	1,2	3,3	6,0	14,6	3,1	3,1	-1,8	2,8	5,0	11,7
mag.	3,6	1,7	0,4	4,2	6,1	17,4	1,1	3,2	-6,6	4,1	1,9	16,6
giu.	3,9	1,7	0,8	4,0	6,5	16,1	3,4	3,0	-0,8	1,4	4,7	22,8
A lungo termine												
2010 giu.	5,0	0,8	1,6	16,1	9,0	13,1	4,1	-0,7	0,6	10,6	9,5	13,4
lug.	4,7	0,2	0,5	12,9	10,3	11,4	3,4	-3,2	0,7	9,0	10,3	10,8
ago.	4,7	-0,4	1,2	13,1	10,2	11,1	4,7	-1,1	4,4	6,9	9,9	9,6
set.	4,1	-0,1	0,4	11,4	8,9	11,9	3,7	-1,5	4,3	5,6	7,4	10,0
ott.	4,0	-0,1	0,1	10,7	9,0	11,3	3,7	-1,8	3,3	5,7	8,4	10,3
nov.	4,8	-0,5	2,2	9,8	10,4	11,1	6,2	0,0	7,1	6,8	10,8	12,3
dic.	4,7	0,5	0,6	9,0	10,5	9,4	5,4	1,7	0,6	7,5	11,6	5,6
2011 gen.	4,8	0,4	0,7	8,2	11,0	8,6	6,3	4,1	0,7	7,4	11,7	6,4
feb.	5,0	1,6	1,2	6,6	10,1	8,8	5,3	4,5	-1,9	6,2	10,3	8,1
mar.	4,3	0,8	0,4	5,8	9,4	9,3	4,9	3,2	-3,4	5,9	11,5	8,5
apr.	4,3	0,9	0,2	5,0	9,5	9,7	4,8	3,5	-2,8	4,4	10,5	9,1
mag.	4,5	2,0	-0,4	5,1	9,1	12,8	2,8	3,9	-7,5	3,4	7,5	13,2
giu.	4,7	2,3	0,1	4,3	9,4	10,1	4,1	2,9	-0,3	1,3	7,4	14,8

### 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)

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



Fonte: BCE.

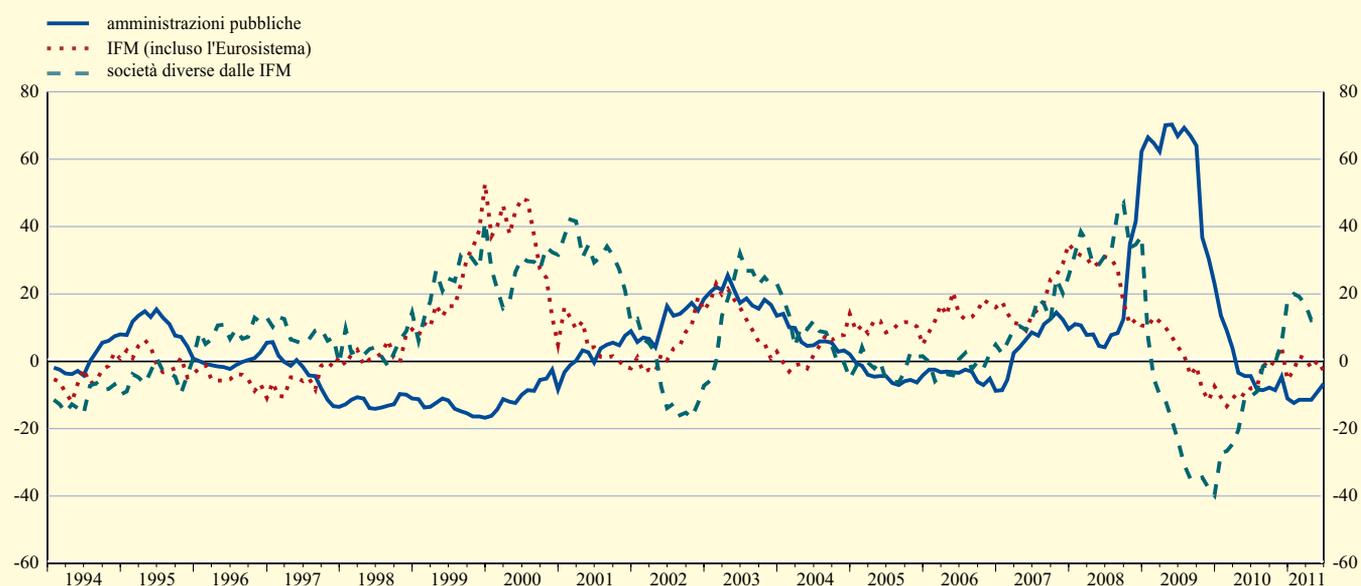
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

**4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro <sup>1)</sup> (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	7,2	17,2	25,4	8,0	5,4	12,2	1,6	36,7	-1,8	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,8	9,9	8,8	-0,5	-3,9	0,7	-1,3	6,4	27,4
2010 3° trim.	7,6	3,2	3,3	16,3	10,2	7,4	-1,5	-3,9	-1,5	-2,0	4,5	29,1
4° trim.	7,0	2,8	3,2	12,5	9,8	7,3	-0,2	-3,3	-0,8	-1,0	12,2	25,6
2011 1° trim.	6,9	3,3	3,2	9,2	9,7	5,9	0,5	-1,8	-1,8	-1,2	19,0	19,9
2° trim.	6,5	4,5	3,8	6,4	8,2	8,5	-0,2	-2,1	-4,1	-1,2	23,6	18,4
2011 gen.	7,0	2,6	3,0	10,0	10,4	5,8	0,5	-1,8	-1,7	-0,4	17,9	18,6
feb.	6,8	4,2	3,1	8,4	9,2	6,0	1,1	-1,3	-1,3	-2,5	20,9	19,0
mar.	6,5	3,9	3,1	7,3	8,8	6,6	-0,3	-3,2	-2,7	-1,0	20,7	18,9
apr.	6,1	3,8	2,8	6,2	8,1	7,1	0,1	-2,6	-3,2	-1,4	25,2	19,0
mag.	6,8	5,0	4,7	6,6	8,0	10,5	-0,5	-1,4	-5,2	-1,0	22,2	20,9
giu.	7,0	5,8	4,7	5,3	8,3	9,5	-0,3	-1,2	-5,3	-1,6	25,7	12,3
	Euro											
2009	10,1	9,1	20,4	23,7	8,2	4,4	14,6	3,7	39,2	-2,3	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,5	20,2	10,0	8,3	-0,3	-3,3	0,5	-1,7	5,9	26,1
2010 3° trim.	8,0	2,8	4,4	16,6	10,3	7,3	-1,3	-3,2	-1,8	-2,7	4,1	28,4
4° trim.	7,2	1,6	4,3	12,8	10,0	6,7	0,2	-2,4	-1,2	-1,4	12,3	26,4
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,4	9,5	9,9	4,8	1,0	-0,1	-2,6	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,7	3,7	4,1	6,4	8,5	7,9	0,5	-0,6	-4,2	-2,3	23,5	18,1
2011 gen.	7,1	1,3	3,2	10,4	10,7	4,4	0,9	-0,1	-2,7	-0,6	18,1	19,7
feb.	6,9	3,1	3,3	8,7	9,4	4,9	1,7	0,7	-2,0	-2,8	21,0	20,0
mar.	6,6	3,1	2,9	7,5	9,0	5,2	0,2	-1,5	-3,5	-2,3	20,7	19,2
apr.	6,2	3,0	3,0	6,0	8,4	6,3	0,9	-1,2	-3,2	-2,7	25,3	18,9
mag.	6,9	4,2	5,3	6,5	8,3	10,3	0,4	0,1	-5,1	-2,2	22,2	21,0
giu.	7,1	4,8	5,1	6,0	8,5	9,1	0,5	0,0	-4,9	-2,1	25,5	10,6

**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 <sup>1)</sup>

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

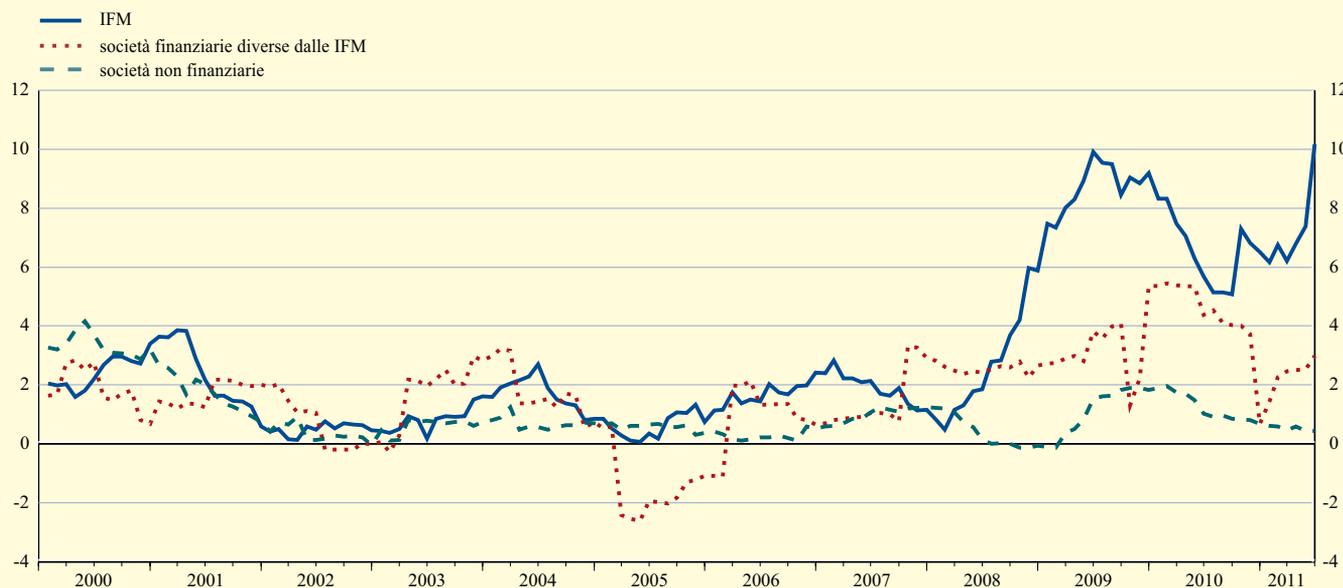
##### 1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 2008=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 giu.	3.557,5	101,8	2,7	445,3	9,9	280,9	3,8	2.831,3	1,5
lug.	3.842,8	102,0	2,7	505,7	9,6	302,5	3,6	3.034,6	1,6
ago.	4.041,3	102,0	2,7	568,4	9,5	323,1	4,0	3.149,8	1,6
set.	4.210,4	102,1	2,8	588,4	8,4	353,6	4,1	3.268,3	1,8
ott.	4.065,1	102,3	2,7	563,3	9,0	328,3	1,3	3.173,5	1,9
nov.	4.079,4	102,6	2,7	563,8	8,8	319,9	2,2	3.195,7	1,9
dic.	4.411,1	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.494,2	1,8
2010 gen.	4.243,3	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,9	1,9
feb.	4.162,0	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,5	2,0
mar.	4.474,9	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.566,0	1,8
apr.	4.409,6	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,5	1,7
mag.	4.093,9	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.325,4	1,5
giu.	4.055,1	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.293,2	1,0
lug.	4.256,6	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,8	0,9
ago.	4.121,7	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.328,0	0,9
set.	4.345,8	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.532,1	0,9
ott.	4.531,5	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,6	0,8
nov.	4.409,7	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.659,4	0,8
dic.	4.593,9	104,3	1,3	458,4	6,5	331,2	0,7	3.804,3	0,7
2011 gen.	4.757,8	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.880,2	0,6
feb.	4.846,3	104,6	1,4	535,0	6,8	378,9	2,3	3.932,4	0,6
mar.	4.767,8	104,7	1,2	491,7	6,2	363,2	2,5	3.913,0	0,5
apr.	4.910,5	104,9	1,4	497,5	6,8	371,5	2,5	4.041,5	0,6
mag.	4.796,3	104,9	1,3	475,9	7,4	356,2	2,5	3.964,2	0,4
giu.	4.741,1	105,3	1,6	475,4	10,2	350,5	3,0	3.915,1	0,4

#### 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

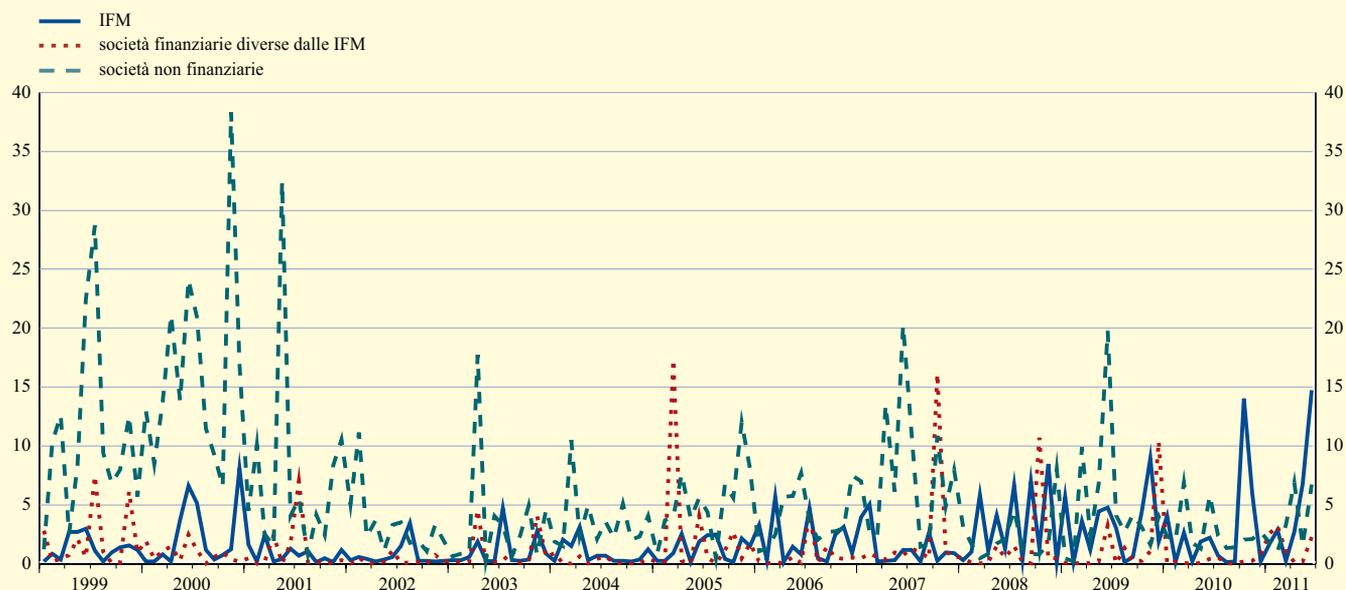
(miliardi di euro; valori di mercato)

##### 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 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.	1,4	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,2	0,2
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	0,2	16,0	14,0	0,0	14,0	0,2	0,1	0,1	2,0	0,2	1,9
nov.	8,3	1,5	6,8	5,9	0,0	5,9	0,2	0,1	0,2	2,1	1,4	0,7
dic.	3,7	3,5	0,2	0,2	0,0	0,2	0,9	0,3	0,5	2,7	3,2	-0,5
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.	7,1	0,2	6,9	2,9	0,0	2,9	3,2	0,0	3,2	1,1	0,2	0,8
mar.	4,4	1,0	3,5	0,1	0,0	0,1	1,0	0,2	0,8	3,3	0,7	2,6
apr.	9,7	0,5	9,2	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	6,9	0,5	6,3
mag.	8,5	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,1
giu.	23,7	1,3	22,4	14,7	0,0	14,7	2,3	0,3	2,0	6,7	1,0	5,7

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

(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	Con durata prestabilita			Rimborsabili con preavviso <sup>2)</sup>		A vista	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 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	0,49	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	1,90	0,61	1,58	2,62	2,95	1,30
mag.	0,49	2,52	2,93	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
giu.	0,49	2,58	3,25	3,14	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
lug.	0,52	2,74	3,16	3,09	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	2,99	1,43

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Debiti da carte di credito revolving <sup>3)</sup>	Credito al consumo			(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti per acquisto di abitazione				(TAEG) <sup>4)</sup>	Prestiti a imprese individuali e a società di persone		
			Periodo iniziale di determinazione del tasso				Periodo iniziale di determinazione del tasso					Periodo iniziale di determinazione del tasso		
			Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni		Tasso variabile e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	oltre 10 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	8	9	10	11	12	13	14
2010 ago.	8,00	16,52	5,38	6,26	7,87	7,37	2,84	3,62	3,95	3,81	3,76	3,24	4,55	3,94
set.	8,09	16,56	5,52	6,18	7,87	7,33	2,75	3,56	3,84	3,74	3,62	3,13	4,33	3,90
ott.	8,01	16,53	5,36	6,03	7,71	7,17	2,76	3,55	3,78	3,69	3,61	3,21	4,34	4,04
nov.	8,01	16,59	5,39	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97
dic.	8,00	16,59	5,16	5,95	7,24	6,89	2,78	3,52	3,80	3,71	3,68	3,36	4,32	3,96
2011 gen.	8,05	16,73	5,09	6,13	7,83	7,20	2,94	3,69	3,91	3,84	3,83	3,21	4,24	4,08
feb.	8,08	16,81	5,38	6,13	7,83	7,31	2,96	3,83	4,06	3,92	3,90	3,36	4,63	4,30
mar.	8,03	16,88	5,44	6,22	7,82	7,32	3,01	3,82	4,15	4,01	3,93	3,43	4,69	4,43
apr.	8,11	16,92	5,17	6,23	7,80	7,25	3,12	3,95	4,24	4,15	4,03	3,54	4,68	4,53
mag.	8,17	16,91	5,35	6,37	7,99	7,49	3,23	4,01	4,30	4,18	4,09	3,75	4,81	4,60
giu.	8,22	16,95	5,37	6,47	7,87	7,42	3,26	4,04	4,29	4,18	4,09	3,82	4,78	4,62
lug.	8,28	16,94	5,13	6,53	7,98	7,43	3,33	4,02	4,26	4,19	4,10	3,83	4,82	4,60

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

	Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente	Altri prestiti fino a 0,25 milioni 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 fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni	Tasso variabile fino a 3 mesi	oltre 3 mesi e fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 3 anni	oltre 3 e fino a 5 anni	oltre 5 e fino a 10 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2010 ago.	3,87	3,67	4,21	4,37	4,62	4,10	3,82	2,19	2,69	2,84	3,02	3,70	3,58
set.	3,91	3,70	4,02	4,29	4,58	4,05	3,71	2,20	2,56	2,63	2,88	3,42	3,61
ott.	3,94	3,73	4,14	4,37	4,60	4,06	3,77	2,25	2,65	2,86	3,08	3,52	3,40
nov.	3,96	3,82	4,32	4,43	4,67	4,09	3,72	2,36	2,71	2,80	3,44	3,62	3,44
dic.	3,99	3,81	3,99	4,42	4,64	4,09	3,73	2,52	2,83	2,69	3,02	3,54	3,48
2011 gen.	4,11	3,82	4,07	4,35	4,63	4,03	3,88	2,37	2,90	2,64	3,55	3,67	3,85
feb.	4,12	3,98	4,21	4,48	4,89	4,39	3,94	2,55	3,06	2,96	3,86	3,88	3,75
mar.	4,12	4,02	4,39	4,63	5,00	4,49	4,02	2,53	3,26	3,00	3,61	3,84	3,84
apr.	4,25	4,07	4,47	4,73	5,05	4,57	4,15	2,72	3,31	3,38	3,78	4,36	4,15
mag.	4,30	4,18	4,65	4,79	5,14	4,67	4,19	2,65	3,37	3,17	3,63	3,65	4,11
giu.	4,41	4,23	4,68	4,74	5,16	4,67	4,44	2,78	3,49	3,50	3,61	2,77	4,00
lug.	4,45	4,38	4,79	4,79	5,10	4,68	4,44	2,87	3,45	3,46	3,98	4,09	3,24

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, 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.

3) Questa categoria di strumenti non include debito da carte di credito a saldo, ovvero con concessione di credito a tasso zero nel ciclo di fatturazione.

4) Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) copre il costo totale del prestito. Quest'ultimo comprende una componente relativa al tasso d'interesse e una componente relativa ad altre spese (accessorie) come i costi d'istruttoria, d'amministrazione, per la preparazione dei documenti, per le garanzie.

**4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro<sup>1)</sup> \***  
(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)**

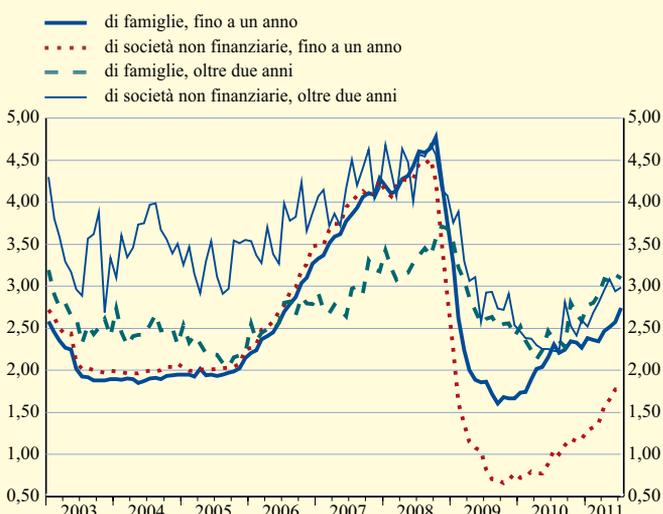
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine 9
	A vista <sup>2)</sup> 1	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso <sup>2),3)</sup>		A vista <sup>2)</sup> 6	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni 2	oltre 2 anni 3	fino a 3 mesi 4	oltre 3 mesi 5		fino a 2 anni 7	oltre 2 anni 8		
2010 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	0,49	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	1,90	0,61	1,93	3,12	1,72	
mag.	0,49	2,45	2,73	1,67	1,91	0,63	1,99	3,12	1,76	
giu.	0,49	2,49	2,75	1,70	1,92	0,67	2,07	3,11	1,93	
lug.	0,52	2,53	2,77	1,70	1,93	0,66	2,13	3,11	1,94	

**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 1	oltre 1 e fino a 5 anni 2	oltre 5 anni 3	fino a 1 anno 4	oltre 1 e fino a 5 anni 5	oltre 5 anni 6	fino a 1 anno 7	oltre 1 e fino a 5 anni 8	oltre 5 anni 9
2010 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	7,86	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	6,43	5,23	3,77	3,59	3,54
mag.	3,81	3,78	3,85	7,88	6,38	5,23	3,84	3,64	3,56
giu.	3,87	3,78	3,86	7,92	6,45	5,28	3,92	3,73	3,63
lug.	4,02	3,79	3,90	8,02	6,47	5,31	3,95	3,80	3,69

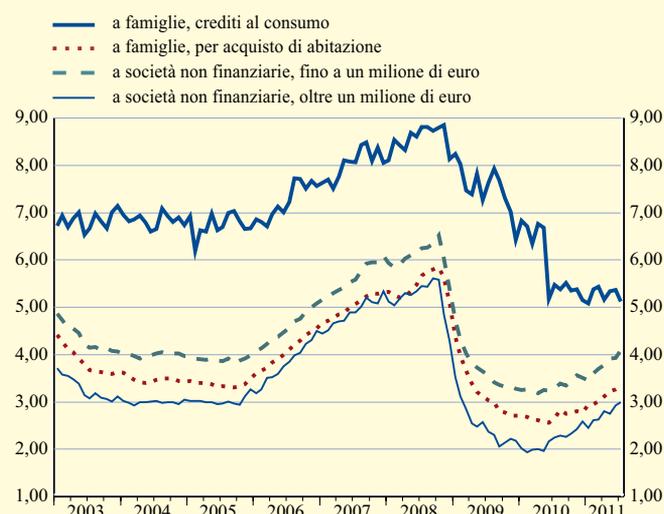
**F21 Nuovi depositi con durata prestabilita**

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



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

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



Fonte: BCE.

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

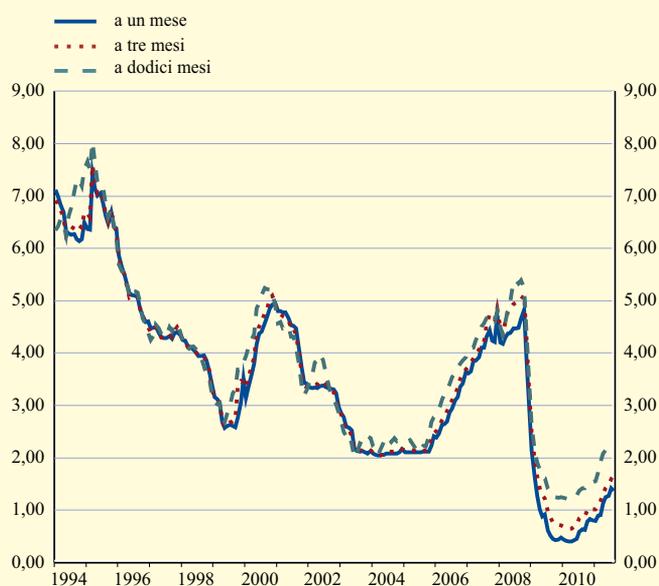
## 4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

	Area dell'euro <sup>1), 2)</sup>					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 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
2° trim.	1,04	1,22	1,42	1,70	2,13	0,26	0,20
2010 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
giu.	1,12	1,28	1,49	1,75	2,14	0,25	0,20
lug.	1,01	1,42	1,60	1,82	2,18	0,25	0,20
ago.	0,91	1,37	1,55	1,75	2,10	0,29	0,19

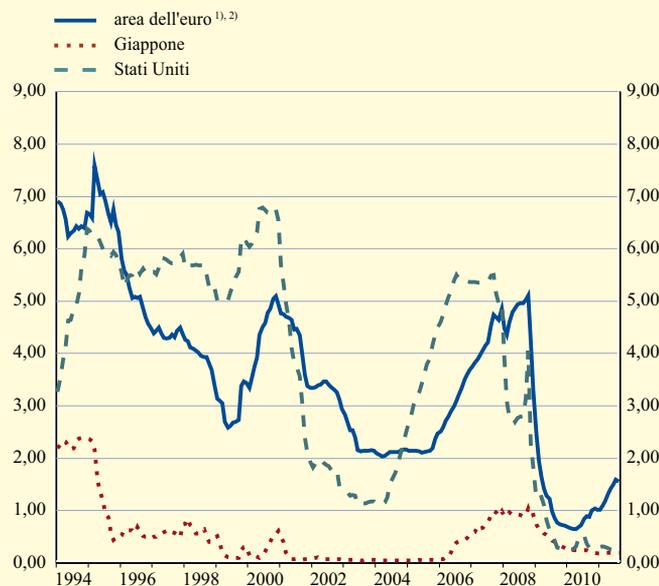
## F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro <sup>1), 2)</sup>

(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.

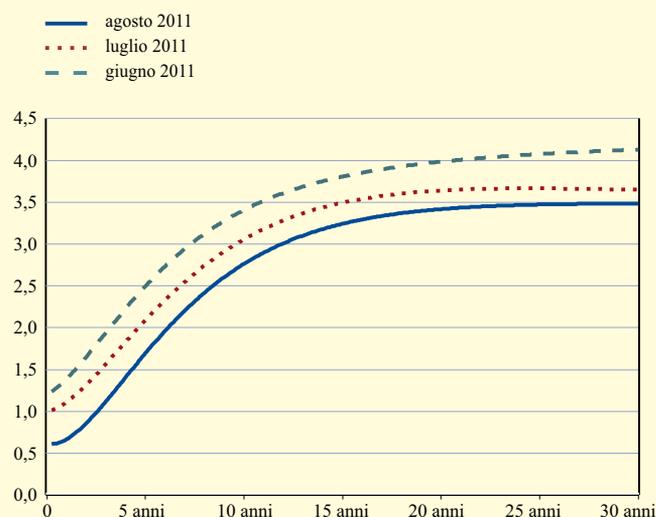
#### 4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro<sup>1)</sup>

(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 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
2° trim.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
2010 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
giu.	1,24	1,39	1,65	2,50	2,94	3,41	2,17	1,75	1,63	2,22	3,76	4,60
lug.	1,01	1,11	1,32	2,09	2,55	3,06	2,05	1,74	1,28	1,79	3,34	4,39
ago.	0,61	0,67	0,86	1,69	2,21	2,76	2,15	1,90	0,80	1,33	3,09	4,22

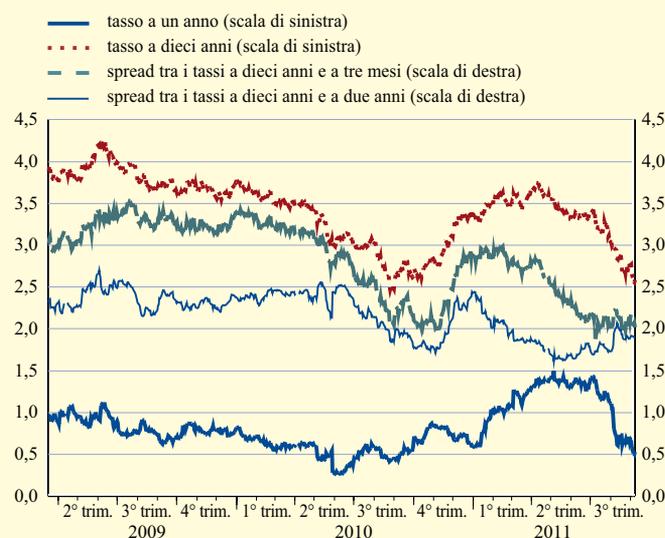
#### F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



#### F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro<sup>2)</sup>

(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.

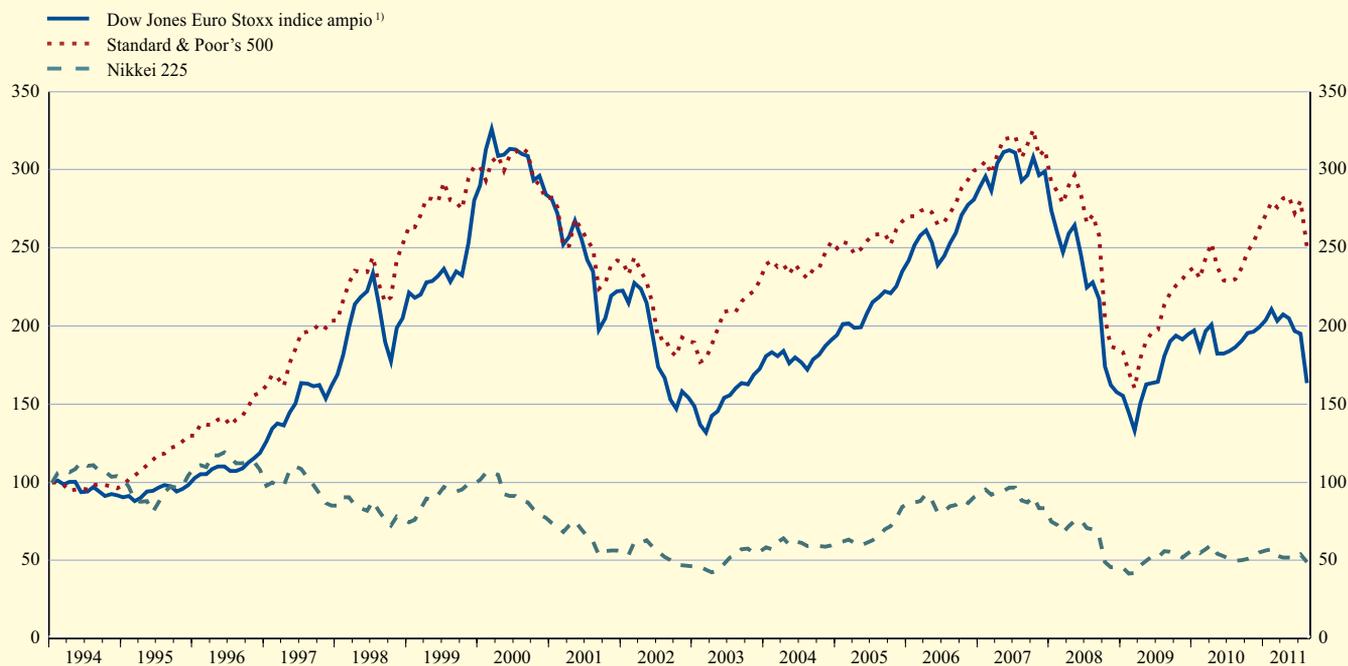
## 4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

	Indici Dow Jones Euro Stoxx <sup>1)</sup>												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	Petrolifero 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 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
2° trim.	281,2	2.862,7	552,0	169,6	370,7	328,8	175,2	391,5	239,7	333,7	385,0	448,4	1.318,3	9.609,4
2010 ago. set.	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
ott.	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
nov.	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
dic.	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
2011 gen.	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
feb.	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
mar.	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
apr.	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
mag.	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
giu.	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
lug.	272,9	2.766,6	542,5	164,9	370,0	314,3	168,0	382,0	224,1	318,3	368,2	450,3	1.287,3	9.541,5
ago.	270,5	2.743,5	550,7	160,8	384,4	317,4	160,6	375,7	221,0	307,8	360,0	467,4	1.325,2	9.996,7
ago.	226,9	2.297,2	443,7	141,1	329,7	268,6	129,0	307,3	189,7	258,4	329,3	420,7	1.185,3	9.072,9

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

	Totale					Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente)						Per memoria: prezzi amministrati <sup>2)</sup>	
	Indice 2005 = 100	Totale	Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici	Beni	Servizi	Totale	Beni alimentari trasformati	Beni alimentari non trasformati	Beni industriali non energetici	Beni energetici (non dest.)	Servizi	IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati	Prezzi amministrati
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	88,7	11,3
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 2° trim.	110,1	1,6	0,9	1,9	1,2	0,6	0,2	0,7	0,2	3,9	0,2	1,6	1,4
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	0,6	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
2° trim.	113,1	2,8	1,8	3,3	1,9	0,9	1,1	0,3	0,6	2,8	0,6	2,7	3,6
2011 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.	113,1	2,7	1,7	3,4	1,8	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,0	2,6	3,6
giu.	113,1	2,7	1,8	3,2	2,0	0,0	0,2	-0,2	0,0	-0,5	0,3	2,6	3,6
lug.	112,4	2,5	1,5	2,9	2,0	0,0	0,5	-0,2	-0,9	0,8	0,2	2,4	3,5
ago. <sup>3)</sup>	.	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	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
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 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
2° trim.	2,6	3,0	1,9	3,7	1,0	11,5	1,9	1,4	3,2	-1,0	2,0	2,1
2011 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
mag.	2,8	3,2	2,4	3,6	1,0	11,1	1,9	1,4	3,1	-1,0	1,7	2,1
giu.	2,7	3,1	2,0	3,5	0,9	10,9	1,9	1,5	3,4	-1,2	2,2	2,0
lug.	2,6	3,4	1,3	3,1	0,0	11,8	1,9	1,5	3,4	-1,6	2,2	2,0

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 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.
- 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 <sup>1)</sup>	Prezzi degli immobili residenziali <sup>2)</sup>
	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	4,8
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,9	1,3
2009	108,6	-5,1	-5,4	-2,9	-5,3	0,4	-2,1	1,2	-2,5	-11,8	0,1	-2,9
2010	111,7	2,9	3,4	1,6	3,5	0,3	0,4	0,9	0,3	6,4	2,0	1,9
2010 2° trim.	111,5	3,0	3,8	1,6	3,6	0,2	0,0	0,6	-0,1	7,2	2,4	1,7
3° trim.	112,3	4,0	3,7	2,3	4,8	0,7	0,6	1,1	0,5	8,7	2,5	2,7
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	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,3
2° trim.	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,4	3,4	1,9	3,7	11,9	.	.
2011 feb.	116,7	6,6	6,4	4,5	8,2	1,4	2,5	1,8	2,6	12,6	-	-
mar.	117,6	6,8	6,7	4,6	8,1	1,4	2,8	1,8	3,0	13,0	-	-
apr.	118,6	6,8	6,3	4,5	7,3	1,4	3,4	2,0	3,5	13,2	-	-
mag.	118,4	6,2	5,6	4,2	6,6	1,2	3,5	1,9	3,8	11,8	-	-
giu.	118,4	5,9	5,5	4,1	6,3	1,4	3,4	1,8	3,7	10,7	-	-
lug.	118,9	6,1	5,9	4,1	6,3	1,4	3,4	1,8	3,6	11,9	-	-

### 3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

in perc. del totale	Prezzo del petrolio <sup>3)</sup> (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL							
		Ponderati in base alle importazioni <sup>4)</sup>			Ponderati in base all'utilizzo <sup>5)</sup>			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni <sup>6)</sup>	Importazioni <sup>6)</sup>
		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	104,3	2,4	2,2	2,2	1,8	2,6	1,8	1,3
2008	65,9	2,0	18,4	-4,4	-1,7	9,7	-8,6	106,3	2,0	2,6	2,7	2,7	2,3	2,7	4,1
2009	44,6	-18,5	-8,9	-23,0	-18,0	-11,4	-22,8	107,3	0,9	-0,1	-0,2	2,0	-0,5	-3,2	-5,8
2010	60,7	44,7	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	108,2	0,8	1,6	1,8	0,9	1,2	3,3	5,3
2010 2° trim.	62,6	48,2	12,5	70,2	41,7	14,0	67,3	108,0	0,8	1,7	1,8	1,1	1,3	3,5	6,1
3° trim.	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	108,5	1,1	1,8	2,0	0,5	1,7	4,5	6,6
4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,5	1,0	1,8	2,1	0,7	1,7	4,6	6,7
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	109,1	1,3	2,4	2,5	0,5	2,0	5,5	8,3
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,5	1,4	2,2	2,5	0,8	1,6	3,9	5,9
2011 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	11,1	28,6	3,9	12,1	25,0	4,0	-	-	-	-	-	-	-	-
giu.	79,1	8,7	21,2	3,3	10,3	18,7	4,6	-	-	-	-	-	-	-	-
lug.	81,7	7,7	19,0	2,9	9,5	15,1	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-
ago.	76,7	2,6	17,6	-3,6	4,1	12,7	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-

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 2004-2006.
- 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 lavoro**

(dati destagionalizzati)

	Totale (indice 2000 = 100)	Totale	Per settore di attività					
			Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto<sup>1)</sup></b>								
2009	110,1	4,0	-2,9	8,9	2,2	5,8	0,7	2,8
2010	109,4	-0,6	0,3	-5,7	2,0	-1,4	1,6	0,9
2010 2° trim.	109,4	-0,7	0,2	-7,0	2,3	-1,9	1,9	1,4
3° trim.	109,1	-0,7	1,4	-4,4	2,0	-1,8	2,0	0,1
4° trim.	109,5	-0,3	0,2	-3,5	1,0	-0,5	1,5	0,6
2011 1° trim.	109,5	-0,2	1,7	-1,7	-1,1	-0,2	2,2	0,4
<b>Redditi per occupato</b>								
2009	109,9	1,5	2,2	-0,2	2,6	1,9	1,2	2,6
2010	111,7	1,6	1,1	3,4	1,6	1,6	1,5	0,7
2010 2° trim.	111,6	1,9	1,5	4,0	2,0	1,6	1,4	1,4
3° trim.	111,7	1,4	0,6	3,4	1,8	1,8	1,6	-0,1
4° trim.	112,3	1,4	0,5	3,6	1,3	1,6	1,3	0,0
2011 1° trim.	113,1	1,9	3,2	3,7	3,0	1,8	1,5	0,6
<b>Produttività del lavoro per occupato<sup>2)</sup></b>								
2009	99,9	-2,4	5,2	-8,4	0,4	-3,7	0,5	-0,2
2010	102,1	2,2	0,7	9,7	-0,4	3,1	-0,1	-0,2
2010 2° trim.	102,0	2,7	1,3	11,8	-0,3	3,5	-0,5	-0,1
3° trim.	102,4	2,1	-0,8	8,2	-0,3	3,7	-0,4	-0,1
4° trim.	102,6	1,7	0,3	7,3	0,3	2,2	-0,3	-0,5
2011 1° trim.	103,3	2,1	1,5	5,6	4,2	2,0	-0,7	0,2
<b>Redditi per ora lavorata</b>								
2009	112,3	3,4	2,7	4,5	5,3	3,3	2,7	3,1
2010	113,2	0,8	0,6	0,6	1,6	0,9	0,9	0,5
2010 2° trim.	113,1	0,9	0,4	0,4	1,8	0,5	0,8	1,1
3° trim.	113,1	0,5	-1,0	0,2	2,0	0,9	0,8	-0,3
4° trim.	113,8	1,0	1,5	1,1	1,8	1,6	0,8	0,0
2011 1° trim.	114,2	1,4	1,7	1,5	2,2	2,1	0,9	0,6
<b>Produttività per ora lavorata<sup>2)</sup></b>								
2009	102,1	-0,8	5,1	-4,4	2,6	-2,5	1,9	0,2
2010	103,6	1,4	1,3	6,6	-0,8	2,2	-0,7	-0,5
2010 2° trim.	103,5	1,6	1,6	8,1	-1,1	2,3	-1,1	-0,4
3° trim.	103,8	1,2	-0,1	4,7	-0,7	2,5	-1,2	-0,4
4° trim.	104,0	1,3	1,1	4,8	0,7	1,9	-0,5	-0,7
2011 1° trim.	104,5	1,6	0,2	3,4	3,5	2,0	-1,0	0,1

**5. Indicatori del costo del lavoro<sup>3)</sup>**

	Totale (indice dest.) 2008 = 100)	Totale	Per componente		Per settore di attività			Per memoria: indicatore dei salari contrattuali <sup>4)</sup>
			Salari e stipendi	Contributi sociali dei datori di lavoro	Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici	Costruzioni	Servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
in perc. del totale nel 2008	100,0	100,0	75,2	24,8	32,4	9,0	58,6	
2009	102,8	2,8	2,6	3,3	3,1	3,7	2,4	2,6
2010	104,3	1,5	1,4	1,7	1,0	1,8	1,7	1,7
2010 3° trim.	104,3	1,0	1,0	1,3	0,3	1,6	1,3	1,5
4° trim.	105,1	1,5	1,4	1,7	1,4	1,4	1,7	1,6
2011 1° trim.	106,1	2,6	2,3	3,6	2,8	2,6	2,5	1,7
2° 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) Rapporto tra i redditi (a prezzi correnti) per occupato e la produttività del lavoro per occupato.
- 2) PIL totale e valore aggiunto per branca di attività economica (volumi) per input di lavoro (in termini di occupati o di ore lavorate).
- 3) 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.
- 4) Dati a carattere sperimentale (per ulteriori informazioni cfr. <http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html>).

## 5.2 Produzione e domanda

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

### 1. PIL e componenti della domanda

	PIL								
	Totale	Domanda interna				Bilancia commerciale <sup>1)</sup>			
		Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi	Variazione delle scorte <sup>2)</sup>	Totale	Esportazioni <sup>1)</sup>	Importazioni <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>									
2007	9.024,2	8.888,7	5.051,8	1.808,9	1.952,8	75,2	135,5	3.750,3	3.614,8
2008	9.242,5	9.151,5	5.207,4	1.902,0	1.979,5	62,6	91,1	3.890,8	3.799,7
2009	8.933,4	8.812,4	5.134,0	1.988,5	1.731,9	-41,9	121,0	3.278,6	3.157,7
2010	9.170,1	9.047,5	5.268,7	2.016,6	1.738,0	24,2	122,6	3.754,5	3.631,9
2010 2° trim.	2.286,3	2.259,2	1.312,4	504,0	436,1	6,6	27,2	931,8	904,6
3° trim.	2.305,3	2.271,3	1.321,3	505,7	437,1	7,2	33,9	958,0	924,0
4° trim.	2.312,4	2.282,8	1.333,5	503,7	437,3	8,2	29,6	977,2	947,5
2011 1° trim.	2.341,4	2.320,1	1.346,5	509,5	449,0	15,1	21,2	1.016,9	995,7
2° trim.	2.355,3	2.329,9	1.351,9	509,7	450,5	17,7	25,5	1.028,9	1.003,5
<i>in percentuale del PIL</i>									
2010	100,0	98,7	57,5	22,0	19,0	0,3	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 2° trim.	0,9	0,7	0,2	0,3	2,1	-	-	4,2	3,8
3° trim.	0,4	0,2	0,2	0,1	-0,1	-	-	1,8	1,4
4° trim.	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,2	-	-	1,4	1,2
2011 1° trim.	0,8	0,6	0,2	0,4	1,8	-	-	2,0	1,5
2° trim.	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,2	-	-	1,0	0,5
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2007	3,0	2,8	1,6	2,2	4,7	-	-	6,3	5,9
2008	0,4	0,4	0,3	2,3	-0,9	-	-	1,0	0,9
2009	-4,3	-3,7	-1,2	2,5	-12,1	-	-	-13,0	-11,8
2010	1,8	1,1	0,8	0,5	-0,8	-	-	10,8	9,1
2010 2° trim.	2,0	1,3	0,7	0,7	-0,6	-	-	12,7	11,0
3° trim.	2,0	1,4	1,0	0,3	0,6	-	-	11,7	10,5
4° trim.	2,0	1,6	1,1	-0,1	1,2	-	-	11,1	10,5
2011 1° trim.	2,4	1,7	0,9	0,8	3,7	-	-	9,6	8,2
2° trim.	1,6	0,9	0,5	0,3	1,7	-	-	6,3	4,7
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 2° trim.	0,9	0,7	0,1	0,1	0,4	0,1	0,2	-	-
3° trim.	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
4° trim.	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,6	0,1	0,1	0,3	0,0	0,2	-	-
2° trim.	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2007	3,0	2,8	0,9	0,4	1,0	0,4	0,2	-	-
2008	0,4	0,4	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,2	-3,6	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,8	1,0	0,5	0,1	-0,2	0,6	0,7	-	-
2010 2° trim.	2,0	1,3	0,4	0,2	-0,1	0,8	0,8	-	-
3° trim.	2,0	1,4	0,6	0,1	0,1	0,6	0,6	-	-
4° trim.	1,9	1,6	0,6	0,0	0,2	0,7	0,4	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,7	0,5	0,2	0,7	0,3	0,6	-	-
2° trim.	1,6	0,9	0,3	0,1	0,3	0,2	0,7	-	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) Le esportazioni e le importazioni si riferiscono a beni e servizi e includono anche gli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro. I dati non sono del tutto coerenti con quelli riportati nella sezione 3.1, nella tavola 1 della sezione 7.1, nella tavola 3 della sezione 7.2 oppure nelle tavole 1 o 3 della sezione 7.5.
- 2) Inclusive le acquisizioni nette di oggetti di valore.

**5.2 Produzione e domanda**

(dati trimestrali destagionalizzati; dati annuali non destagionalizzati)

**2. Valore aggiunto per branca di attività economica**

	Valore aggiunto lordo (a prezzi base)							Imposte meno sussidi alla produzione
	Totale	Agricoltura, silvicoltura, caccia e pesca	Industria mineraria, manifatturiera ed energetica	Costruzioni	Commercio e servizi di riparazione, albergieri, 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)</i>								
2007	8.063,3	147,5	1.651,5	510,9	1.663,8	2.301,2	1.788,5	960,9
2008	8.294,9	143,0	1.652,3	526,8	1.724,1	2.378,6	1.870,1	947,7
2009	8.040,6	129,0	1.444,3	505,2	1.647,1	2.371,4	1.943,6	892,8
2010	8.231,0	138,5	1.529,6	486,2	1.690,3	2.407,4	1.979,0	939,1
2010 2° trim.	2.051,8	34,3	379,8	122,6	420,7	598,4	495,9	234,5
3° trim.	2.064,1	35,1	382,7	122,0	425,4	604,4	494,5	241,2
4° trim.	2.073,8	35,8	389,7	120,5	426,9	606,3	494,7	238,6
2011 1° trim.	2.099,2	36,7	396,8	125,1	431,4	611,3	497,9	242,2
2° trim.	2.110,9	36,6	399,8	125,5	433,8	613,7	501,4	244,4
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,5	29,2	24,0	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2010 2° trim.	0,7	-0,7	1,9	1,0	1,0	0,4	0,1	2,4
3° trim.	0,4	-0,8	0,7	-1,0	0,7	0,6	0,1	0,4
4° trim.	0,3	0,6	1,3	-1,3	0,0	0,4	0,1	0,0
2011 1° trim.	0,7	0,6	1,7	2,5	0,6	0,2	0,2	1,1
2° trim.	0,2	-0,2	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	-0,4
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2007	3,3	1,6	3,5	2,6	3,9	4,2	1,7	0,7
2008	0,6	1,3	-2,4	-1,6	1,4	1,6	2,0	-1,4
2009	-4,3	2,7	-13,2	-6,3	-5,4	-1,7	1,2	-3,7
2010	1,9	0,1	6,3	-4,1	2,4	1,0	0,9	1,0
2010 2° trim.	2,1	0,4	7,7	-3,8	2,7	0,6	1,0	1,6
3° trim.	2,0	-0,8	5,8	-3,1	3,1	1,2	0,8	1,9
4° trim.	2,0	0,0	6,3	-3,0	2,4	1,5	0,5	1,6
2011 1° trim.	2,2	-0,3	5,8	1,2	2,3	1,5	0,6	4,1
2° trim.	1,6	0,2	4,2	0,2	1,4	1,4	0,6	1,3
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2010 2° trim.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	0,0	-
3° trim.	0,4	0,0	0,1	-0,1	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.	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-
2° trim.	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2007	3,3	0,0	0,7	0,2	0,8	1,2	0,4	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	1,9	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 2° trim.	2,1	0,0	1,4	-0,2	0,5	0,2	0,2	-
3° trim.	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,3	0,2	-
4° trim.	2,0	0,0	1,1	-0,2	0,5	0,4	0,1	-
2011 1° trim.	2,2	0,0	1,1	0,1	0,5	0,4	0,1	-
2° trim.	1,6	0,0	0,8	0,0	0,3	0,4	0,1	-

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

## 5.2 Produzione e domanda

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

### 3. Produzione industriale

in perc. del totale nel 2005	Totale		Industria escluse le costruzioni									Costruzioni		
	1	2	Totale (dest.; indice 2005 = 100)	Totale			Industria escluse le costruzioni e i beni energetici						Beni energetici	11
				3	4	5	6	7	Beni di consumo			8		
									9	10	12			
Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Totale	Durevoli	Non durevoli								
	100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2		
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,1	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,5		
2009	-13,6	90,9	-14,8	-15,8	-16,0	-19,0	-20,8	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-8,0		
2010	4,3	97,7	7,5	7,9	7,9	10,1	9,4	3,3	2,6	3,4	3,8	-7,7		
2010 3° trim.	3,8	98,4	7,1	7,7	7,8	9,4	10,2	3,1	3,8	3,0	1,5	-8,1		
4° trim.	4,6	100,1	8,1	8,6	8,6	7,9	14,3	2,9	2,0	3,0	4,8	-9,2		
2011 1° trim.	4,6	101,0	6,5	8,1	8,2	9,0	13,1	1,4	2,7	1,3	-2,3	-2,2		
2° trim.	2,2	101,3	4,1	5,4	5,5	4,1	9,4	2,3	1,0	2,4	-5,6	-5,1		
2011 gen.	3,9	100,7	6,2	8,0	7,9	9,5	13,0	0,7	2,0	0,5	-1,9	-4,1		
feb.	6,5	101,2	7,8	9,6	9,6	10,1	15,2	2,7	3,5	2,6	-2,8	3,4		
mar.	3,5	101,1	5,7	6,9	7,1	7,5	11,5	1,0	2,6	0,7	-2,1	-5,2		
apr.	3,7	101,4	5,3	6,6	6,9	5,2	10,6	3,9	4,7	3,7	-5,3	-2,4		
mag.	3,3	101,6	4,4	6,0	6,0	4,4	10,7	2,6	1,2	2,7	-7,2	-0,8		
giu.	-0,4	100,8	2,7	3,6	3,7	2,9	7,1	0,4	-2,6	1,0	-4,3	-11,5		
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 gen.	0,6	-	0,1	0,6	-0,1	2,2	-1,8	0,0	1,1	-0,1	-4,7	3,9		
feb.	0,8	-	0,5	1,2	1,2	0,5	2,2	0,7	0,8	1,0	-1,4	-0,6		
mar.	-0,4	-	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,7	0,3	-0,1	0,5	0,3	-0,3		
apr.	0,3	-	0,2	0,2	0,4	-0,1	0,7	0,7	0,9	0,4	-3,8	0,7		
mag.	0,3	-	0,2	0,2	0,0	0,0	1,1	-0,1	-0,5	0,0	0,3	0,1		
giu.	-1,5	-	-0,7	-1,2	-0,7	-0,8	-1,4	-0,6	-2,7	-0,6	0,4	-1,5		

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

in perc. del totale nel 2005	Nuovi ordinativi nell'industria		Fatturato nell'industria		Vendite al dettaglio (escluso carburante per autoveicoli)							Immatricolazioni di nuove autovetture	
	Industria manifatturiera <sup>1)</sup> (a prezzi correnti)		Industria manifatturiera (a prezzi correnti)		A prezzi correnti	A prezzi costanti						Migliaia (dest.) <sup>2)</sup>	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, vestitori, calzature	Elettrodomestici			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2008	112,6	-5,9	116,9	1,8	1,7	103,4	-0,8	-1,8	-0,1	-1,8	-1,6	891	-7,8
2009	87,0	-22,7	95,4	-18,6	-2,9	101,4	-2,0	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	925	3,3
2010	102,1	17,3	105,1	10,2	1,4	102,5	1,1	0,5	1,7	2,6	0,6	843	-8,5
2010 3° trim.	105,0	16,3	106,3	10,1	2,1	102,7	1,7	0,4	2,9	5,5	1,1	797	-16,4
4° trim.	107,3	18,0	109,5	12,1	1,4	102,6	0,9	0,2	1,5	1,5	-0,2	849	-11,1
2011 1° trim.	111,5	18,5	114,2	14,2	1,0	102,6	0,3	-1,0	1,1	-0,3	1,7	862	-3,1
2° trim.	114,5	12,1	114,9	9,9	1,0	102,3	-0,3	-0,6	-0,1	1,2	-1,2	828	-1,8
2011 feb.	111,9	20,9	115,1	15,7	2,1	102,9	1,3	-0,4	2,5	4,3	1,9	874	0,1
mar.	112,5	14,6	113,0	11,5	-0,2	102,2	-1,2	-1,7	-0,8	-3,3	-1,0	865	-4,5
apr.	112,1	11,7	115,5	9,7	2,7	102,8	1,4	1,4	1,3	3,7	1,7	829	-0,2
mag.	116,2	13,9	119,6	17,9	-0,4	101,8	-1,8	-2,8	-1,2	-1,3	-2,7	826	-1,1
giu.	115,1	10,8	109,6	2,8	0,8	102,5	-0,4	-0,5	-0,4	1,1	-2,5	827	-3,8
lug.	.	.	.	.	1,3	102,7	0,2	-2,0	1,7	.	.	.	.
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>													
2011 mar.	-	0,6	-	-1,8	-0,5	-	-0,7	-0,4	-0,7	-2,7	-1,0	-	-1,0
apr.	-	-0,3	-	2,2	0,6	-	0,6	0,6	0,4	2,0	0,9	-	-4,1
mag.	-	3,7	-	3,5	-0,8	-	-0,9	-1,1	-0,7	-2,5	-1,6	-	-0,4
giu.	-	-1,0	-	-8,4	0,8	-	0,7	0,6	0,6	1,7	0,3	-	0,1
lug.	-	.	-	.	0,2	-	0,2	-0,4	0,5	.	.	-	.

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

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

	Indice del clima economico <sup>2)</sup> (media di lungo periodo = 100)	Industria manifatturiera				Capacità utilizzata <sup>3)</sup> (in perc.)	Clima di fiducia delle famiglie				
		Clima di fiducia					Totale <sup>4)</sup>	Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi	Situazione economica nei prossimi 12 mesi	Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi	Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi
		Totale <sup>4)</sup>	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	76,9	-14,0	-5,2	-12,2	31,0	-7,6
2010 2° trim.	99,2	-6,4	-28,8	0,5	10,3	76,6	-16,7	-6,2	-17,8	33,8	-8,9
3° trim.	102,3	-2,5	-18,4	0,3	11,3	77,6	-12,1	-5,5	-11,3	23,4	-8,2
4° trim.	105,7	2,7	-9,5	-0,8	16,8	79,1	-10,4	-5,4	-8,7	20,9	-6,6
2011 1° trim.	107,4	6,5	-1,6	-2,0	19,0	80,9	-10,6	-6,0	-9,6	19,7	-7,0
2° trim.	105,7	4,3	-1,3	-0,9	13,4	81,3	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9
2011 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	81,6	-11,6	-7,3	-14,4	16,6	-8,1
mag.	105,5	3,8	-2,7	-1,4	12,9	-	-9,9	-6,7	-11,6	13,9	-7,4
giu.	105,4	3,5	-1,4	0,1	12,0	-	-9,7	-5,8	-11,1	13,7	-8,2
lug.	103,0	0,9	-4,7	2,5	9,8	80,9	-11,2	-6,0	-14,2	16,1	-8,3
ago.	98,3	-2,9	-9,1	5,1	5,6	-	-16,5	-7,2	-23,4	25,5	-10,0

	Clima di fiducia nel settore delle costruzioni			Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio				Indice di fiducia nel settore dei servizi			
	Totale <sup>4)</sup>	Ordini totali	Aspettative di occupazione	Totale <sup>4)</sup>	Situazione corrente	Livello delle scorte	Situazione attesa	Totale <sup>4)</sup>	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 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
2° trim.	-24,2	-32,2	-16,1	-2,3	-0,9	9,9	4,0	9,9	7,6	10,3	11,8
2011 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	10,3	7,4	10,2	13,4
mag.	-24,7	-32,6	-16,8	-2,4	-1,3	10,6	4,7	9,3	6,9	10,0	11,0
giu.	-23,5	-30,4	-16,5	-2,6	0,5	10,0	1,9	10,1	8,5	10,8	11,1
lug.	-24,3	-31,3	-17,2	-3,6	-2,4	10,5	2,2	7,9	5,3	7,9	10,5
ago.	-23,3	-32,1	-14,5	-8,7	-7,4	13,5	-5,1	3,7	0,2	4,0	6,8

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 <sup>1)</sup>

(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	3,7	16,0	6,9	25,4	16,6	31,4
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	149,684	0,8	0,9	-0,3	-1,7	-0,1	-2,0	1,1	2,2	1,2
2009	146,885	-1,9	-1,8	-2,4	-2,4	-5,2	-6,7	-1,8	-2,2	1,4
2010	146,222	-0,5	-0,4	-0,7	-0,6	-3,1	-3,7	-0,6	1,0	1,1
2010 2° trim.	146,218	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-3,7	-3,5	-0,8	1,1	1,0
3° trim.	146,189	-0,1	0,0	-0,9	0,0	-2,2	-2,9	-0,5	1,6	1,0
4° trim.	146,429	0,3	0,4	-0,5	-0,3	-0,9	-3,3	0,2	1,8	1,0
2011 1° trim.	146,505	0,3	0,4	-0,4	-1,7	0,2	-2,9	0,3	2,2	0,3
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 2° trim.	0,163	0,1	0,2	-0,6	-0,8	-0,1	-0,3	0,0	0,9	0,1
3° trim.	-0,029	0,0	0,0	-0,4	0,3	-0,2	-1,0	0,0	0,2	0,1
4° trim.	0,240	0,2	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,9	0,3	0,3	0,2
2011 1° trim.	0,077	0,1	0,0	0,4	-1,6	0,3	-0,8	0,1	0,9	-0,1

### 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	4,8	16,0	7,7	27,0	16,1	28,5
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008	238.899,0	0,7	1,1	-0,9	-2,0	-0,6	-1,8	0,9	2,4	1,6
2009	230.549,8	-3,5	-3,6	-2,9	-2,3	-9,2	-8,6	-3,0	-3,5	1,0
2010	231.361,4	0,4	0,4	0,1	-1,2	-0,3	-3,3	0,3	1,7	1,4
2010 2° trim.	57.848,8	0,4	0,5	0,1	-1,2	-0,4	-2,7	0,3	1,8	1,4
3° trim.	57.915,9	0,8	0,9	0,3	-0,7	1,1	-2,5	0,6	2,4	1,2
4° trim.	57.923,6	0,7	0,8	0,1	-1,0	1,4	-3,7	0,4	2,0	1,2
2011 1° trim.	58.111,9	0,8	0,9	0,1	-0,4	2,3	-2,2	0,3	2,5	0,4
	<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 2° trim.	175,7	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,7	0,0	0,3	0,6	0,1
3° trim.	67,2	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,8	-0,9	-0,1	0,3	0,1
4° trim.	7,7	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-1,7	0,0	0,5	0,1
2011 1° trim.	188,3	0,3	0,3	0,3	-0,5	0,7	0,5	0,0	1,1	0,1

### 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	1,596	-0,1	0,1	-0,6	-0,3	-0,5	0,3	-0,3	0,2	0,5
2009	1,570	-1,7	-1,9	-0,6	0,1	-4,2	-2,1	-1,2	-1,3	-0,4
2010	1,582	0,8	0,8	0,9	-0,6	2,8	0,4	0,9	0,6	0,3
2010 2° trim.	0,396	1,0	1,1	0,9	-0,3	3,4	0,8	1,2	0,6	0,3
3° trim.	0,396	0,9	1,0	1,2	-0,6	3,3	0,4	1,1	0,8	0,2
4° trim.	0,396	0,4	0,4	0,6	-0,7	2,4	-0,4	0,2	0,2	0,2
2011 1° trim.	0,397	0,5	0,5	0,5	1,3	2,1	0,7	-0,1	0,3	0,1

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

### 5.3 Mercato del lavoro

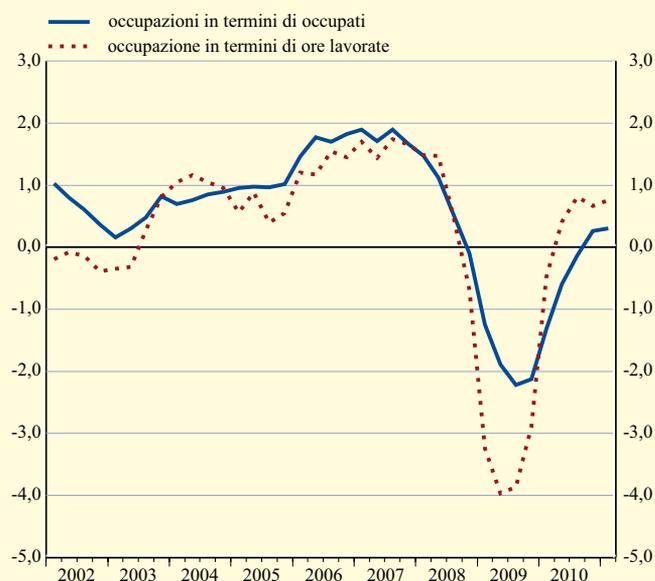
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

#### 4. Disoccupazione e posti vacanti<sup>1)</sup>

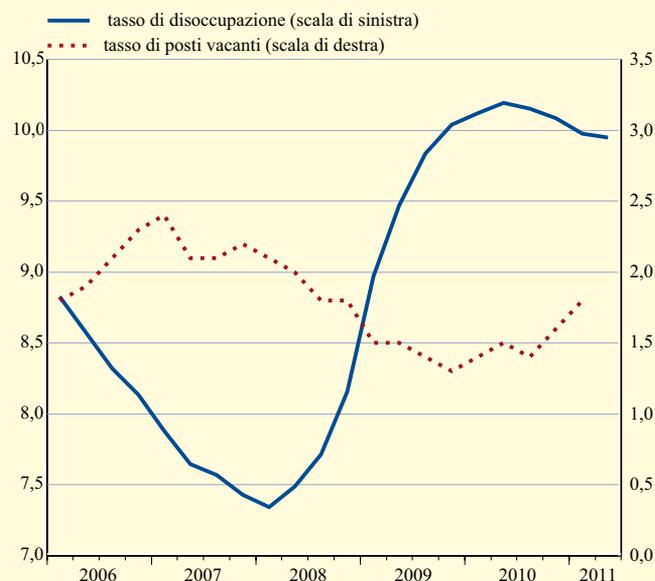
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti <sup>2)</sup> in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età <sup>3)</sup>				Per genere <sup>4)</sup>				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	
in perc. del totale nel 2010	100,0		79,5		20,5		53,9		46,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2007	11,817	7,6	9,210	6,7	2,606	15,5	5,838	6,8	5,979	8,7	2,2
2008	12,016	7,7	9,328	6,7	2,688	16,1	6,077	7,0	5,939	8,5	1,9
2009	15,030	9,6	11,755	8,4	3,275	20,2	8,120	9,4	6,909	9,8	1,4
2010	15,939	10,1	12,663	8,9	3,275	20,9	8,604	10,0	7,334	10,3	1,5
2010 2° trim.	16,033	10,2	12,715	9,0	3,317	21,1	8,691	10,1	7,342	10,3	1,5
3° trim.	15,961	10,2	12,719	9,0	3,242	20,9	8,587	10,0	7,374	10,4	1,4
4° trim.	15,857	10,1	12,651	8,9	3,206	20,7	8,490	9,9	7,367	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,674	10,0	12,498	8,8	3,176	20,6	8,351	9,7	7,323	10,3	1,8
2° trim.	15,659	9,9	12,518	8,8	3,140	20,5	8,278	9,6	7,380	10,3	.
2011 feb.	15,665	10,0	12,499	8,8	3,166	20,6	8,350	9,7	7,315	10,3	-
mar.	15,653	10,0	12,468	8,8	3,185	20,7	8,326	9,7	7,328	10,3	-
apr.	15,608	9,9	12,468	8,8	3,140	20,5	8,268	9,6	7,340	10,3	-
mag.	15,672	10,0	12,524	8,8	3,148	20,5	8,294	9,6	7,378	10,3	-
giu.	15,696	10,0	12,563	8,8	3,133	20,5	8,273	9,6	7,423	10,4	-
lug.	15,757	10,0	12,614	8,9	3,143	20,5	8,288	9,6	7,469	10,4	-

#### F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



#### F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti<sup>2)</sup>



Fonte: Eurostat.

- 1) I dati di disoccupazione si riferiscono a persone e sono calcolati in base alla metodologia raccomandata dall'ILO.
- 2) Industria, costruzioni e servizi (ad esclusione di famiglie in veste di datori di lavoro, enti e organismi extraterritoriali); dati non destagionalizzati.
- 3) Adulti: 25 anni e oltre. Giovani: sotto i 25 anni. I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di età.
- 4) I dati sono espressi in percentuale delle forze di lavoro per ciascuna classe di genere.



## FINANZA PUBBLICA

### 6.1 Entrate, spese e disavanzo/avanzo <sup>1)</sup> (in percentuale del PIL)

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

	Entrate correnti														Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>
	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 <sup>3)</sup>
	Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	A carico delle istituzioni dell'UE		Investimenti	Trasferimenti in conto capitale	A carico delle istituzioni dell'UE			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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 <sup>4)</sup>							
	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 (+) <sup>5)</sup>

	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 <sup>1)</sup>**  
(in percentuale del PIL)

**1. Area dell'euro: per strumento finanziario e settore detentore**

	Totale	Strumenti finanziari				Detentori				Altri creditori <sup>3)</sup>
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali <sup>2)</sup>			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 <sup>4)</sup>				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Amministrazioni centrali	Amministrazioni statali	Amministrazioni locali	Enti di previdenza 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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

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

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

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

	Totale	Entrate correnti					Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale <sup>2)</sup>	
		Imposte dirette	Imposte indirette	Contributi sociali	Vendite di beni e servizi	Redditi da capitale	Imposte in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005 1° trim.	42,4	41,9	10,0	13,0	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.	43,6	42,9	11,1	13,0	15,1	2,1	0,7	0,7	0,3	39,6
4° trim.	48,4	47,6	13,3	14,2	16,1	2,2	0,8	0,8	0,3	43,9
2006 1° trim.	42,8	42,4	10,3	13,3	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	1,3	0,5	0,3	41,1
3° trim.	43,8	43,3	11,6	12,9	15,1	2,1	0,8	0,5	0,3	39,9
4° trim.	48,7	48,1	14,0	14,3	15,8	2,2	0,9	0,6	0,3	44,4
2007 1° trim.	42,5	42,2	10,3	13,5	14,7	2,0	0,9	0,4	0,3	38,7
2° trim.	45,8	45,4	12,7	13,5	15,0	2,2	1,4	0,4	0,3	41,4
3° trim.	43,8	43,3	12,2	12,8	14,8	2,1	0,7	0,5	0,3	40,0
4° trim.	49,0	48,4	14,4	14,2	15,7	2,3	1,0	0,6	0,3	44,6
2008 1° trim.	42,7	42,4	10,7	12,9	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.	43,3	43,0	11,9	12,4	15,0	2,1	0,8	0,4	0,3	39,6
4° trim.	48,5	48,0	13,6	13,7	16,3	2,3	1,1	0,5	0,3	43,9
2009 1° trim.	42,6	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.	42,7	42,4	11,0	12,3	15,4	2,2	0,7	0,3	0,3	39,0
4° trim.	48,2	47,4	12,7	13,9	16,4	2,4	0,9	0,8	0,5	43,5
2010 1° trim.	42,2	42,0	10,1	12,4	15,4	2,3	0,9	0,2	0,3	38,2
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	12,9	15,2	2,2	0,7	0,3	0,3	39,3
4° trim.	48,0	47,3	12,7	13,8	16,4	2,5	1,0	0,7	0,3	43,2
2011 1° trim.	42,4	42,2	10,3	12,7	15,2	2,3	0,9	0,2	0,3	38,5

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

	Totale	Spese correnti						Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)	
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
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	-1,7
2° trim.	46,3	43,0	10,2	5,0	3,2	24,7	21,4	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,8	1,3
3° trim.	45,7	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,4	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,1	0,8
4° trim.	49,9	45,1	11,1	5,8	2,7	25,4	21,8	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,5	1,2
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	-3,0	0,0
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.	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,5	21,1	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,5	1,4
4° trim.	49,8	44,4	10,7	5,8	2,7	25,2	21,5	1,4	5,4	3,2	2,2	-1,1	1,6
2007 1° trim.	44,7	41,5	9,8	4,5	2,9	24,3	20,9	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	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.	44,6	41,2	9,5	4,8	3,0	24,0	20,8	1,2	3,4	2,5	0,9	-0,9	2,1
4° trim.	49,6	44,5	10,7	5,8	2,8	25,2	21,4	1,5	5,1	3,4	1,7	-0,7	2,1
2008 1° trim.	45,2	41,9	9,7	4,7	3,0	24,5	20,9	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,4	0,6
2° trim.	45,7	42,3	10,1	5,0	3,2	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	21,3	1,2	3,6	2,5	1,0	-2,3	0,8
4° trim.	51,5	46,4	11,0	6,2	2,8	26,4	22,4	1,4	5,2	3,5	1,7	-3,1	-0,3
2009 1° trim.	49,1	45,7	10,5	5,3	2,9	26,9	23,0	1,3	3,5	2,2	1,2	-6,5	-3,6
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	27,2	23,6	1,4	3,9	2,7	1,2	-6,8	-4,0
4° trim.	54,4	49,0	11,6	6,5	2,6	28,4	24,1	1,5	5,4	3,4	1,9	-6,3	-3,7
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	-8,0	-5,2
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.	49,2	45,1	10,1	5,2	2,8	27,0	23,3	1,3	4,1	2,4	1,7	-6,2	-3,4
4° trim.	53,2	48,0	11,2	6,4	2,7	27,8	23,8	1,5	5,2	3,1	2,1	-5,2	-2,5
2011 1° trim.	48,2	45,4	10,2	5,1	2,9	27,3	23,2	1,3	2,8	1,9	0,9	-5,8	-3,0

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 <sup>1)</sup>

(in percentuale del PIL)

### 1. Area dell'euro: debito (definizione di Maastricht) per strumento finanziario <sup>2)</sup>

	Totale	Strumento finanziario			
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine
2008 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.	81,2	2,4	12,7	8,4	57,7
2° trim.	82,5	2,4	13,2	8,1	58,8
3° trim.	82,6	2,4	13,2	8,2	58,9
4° trim.	85,3	2,4	15,4	7,7	59,7
2011 1° trim.	86,2	2,4	15,5	7,7	60,7

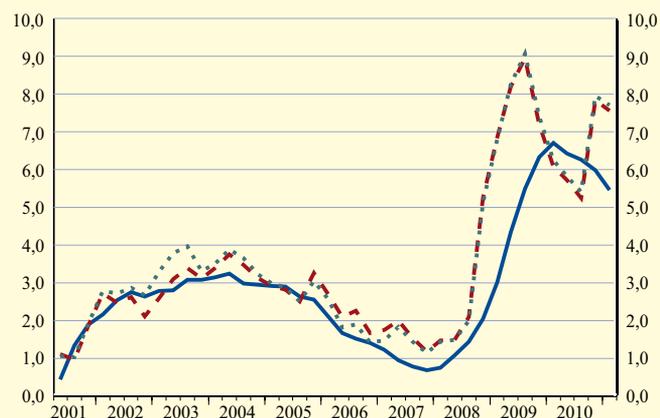
### 2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito								Per memoria: fabbisogno
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche					Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro	
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli	Azioni e altri titoli di capitale			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2008 2° trim.	3,8	-0,4	3,3	4,0	1,9	0,3	1,3	0,5	0,1	-0,7	3,7
3° trim.	2,0	-2,3	-0,3	-0,7	-1,5	0,0	0,3	0,5	0,4	0,0	1,6
4° trim.	9,1	-3,1	6,1	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,1	0,4	9,0
2009 1° trim.	12,8	-6,5	6,3	6,8	5,2	-0,1	1,0	0,8	-0,5	0,0	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	4,6
4° trim.	2,3	-6,3	-3,9	-2,5	-2,7	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-1,2	2,6
2010 1° trim.	8,2	-8,0	0,2	0,8	0,9	0,0	-0,3	0,3	-0,3	-0,3	8,5
2° trim.	7,6	-4,7	2,9	3,2	1,9	1,1	-0,2	0,4	-0,1	-0,3	7,7
3° trim.	3,0	-6,2	-3,2	-2,9	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-0,3	3,0
4° trim.	12,4	-5,2	7,2	8,0	0,8	1,6	5,7	-0,1	0,0	-0,8	12,4
2011 1° trim.	7,1	-5,8	1,3	0,9	2,2	-0,6	-0,4	-0,3	-0,4	0,8	7,5

### F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

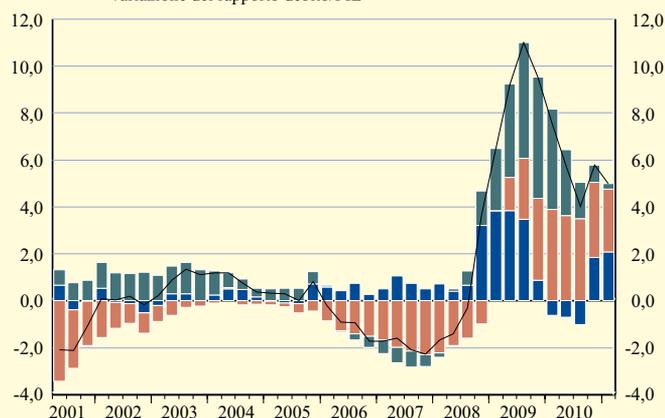
- disavanzo
- - - variazione del debito
- ... fabbisogno



### 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

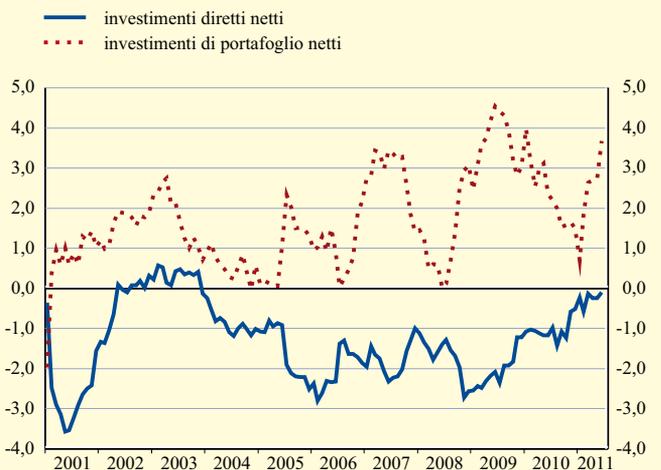
### 7.1 Bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup> (miliardi di euro; transazioni nette)

	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	-40,4	19,5	41,1	-0,5	-100,6	6,6	-33,8	46,6	-46,6	135,2	8,7	-40,6	-10,2	-12,8
2010 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.	2,2	6,4	10,4	1,7	-16,3	1,4	3,6	1,3	59,2	33,6	1,7	-91,7	-1,6	-4,9
2011 1° trim.	-30,9	-12,5	7,0	9,2	-34,6	3,0	-27,9	12,8	-11,5	133,3	-4,0	-93,9	-11,1	15,1
2° trim.	-28,5	-1,6	13,7	-20,1	-20,6	0,9	-27,6	31,0	-26,0	191,8	5,2	-144,4	4,3	-3,3
2010 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.	3,1	6,0	2,9	2,9	-8,7	-1,2	1,9	1,3	-9,0	12,3	-4,8	3,1	-0,2	-3,2
nov.	-5,1	-0,5	3,4	-1,9	-6,1	0,6	-4,5	15,5	52,0	11,9	1,6	-50,0	0,0	-11,0
dic.	4,2	0,9	4,1	0,8	-1,5	2,0	6,2	-15,6	16,3	9,4	5,0	-44,9	-1,3	9,3
2011 gen.	-20,3	-14,3	2,7	0,3	-9,0	1,0	-19,2	14,4	15,4	-33,4	2,7	35,6	-5,9	4,8
feb.	-10,2	-1,1	2,6	3,5	-15,1	2,2	-8,0	-1,0	-35,4	98,6	-3,2	-62,0	1,0	9,0
mar.	-0,5	2,9	1,7	5,4	-10,5	-0,1	-0,6	-0,7	8,5	68,1	-3,6	-67,6	-6,1	1,3
apr.	-6,5	-3,5	3,0	0,5	-6,5	0,1	-6,4	2,0	-27,8	47,8	0,7	-24,6	5,9	4,4
mag.	-18,7	1,0	4,7	-18,2	-6,2	0,5	-18,2	18,6	-3,8	55,8	1,7	-31,8	-3,1	-0,4
giu.	-3,3	0,9	6,0	-2,3	-8,0	0,3	-3,0	10,3	5,6	88,3	2,8	-87,9	1,5	-7,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 giu.	-63,4	0,5	45,7	-7,7	-102,0	6,4	-57,0	48,9	-9,0	341,6	5,2	-275,7	-13,2	8,1
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 giu.	-0,7	0,0	0,5	-0,1	-1,1	0,1	-0,6	0,5	-0,1	3,7	0,1	-3,0	-0,1	0,1

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

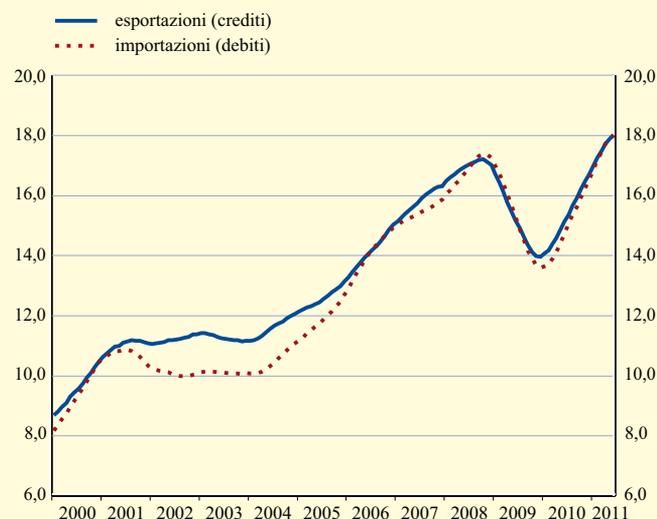
## 7.2 Conto corrente e conto capitale (miliardi di euro; transazioni)

### 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				
											Rimesse dei lavoratori		Rimesse dei lavoratori			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	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	2.597,7	2.638,2	-40,4	1.564,1	1.544,6	516,1	474,9	430,2	430,7	87,3	6,3	188,0	22,0	22,3	15,7	
2010 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.	700,7	698,5	2,2	422,1	415,7	135,4	125,0	112,1	110,4	31,1	1,6	47,5	6,0	7,2	5,7	
2011 1° trim.	680,5	711,5	-30,9	424,0	436,5	123,0	116,0	108,9	99,7	24,7	1,5	59,3	5,5	5,7	2,7	
2° trim.	708,5	737,0	-28,5	438,7	440,2	132,3	118,6	119,0	139,1	18,5	.	39,1	.	3,8	2,9	
2011 apr.	224,6	231,1	-6,5	141,4	144,9	40,9	37,9	36,3	35,8	6,0	.	12,5	.	1,1	1,0	
mag.	243,8	262,5	-18,7	151,4	150,3	44,8	40,1	40,6	58,8	7,1	.	13,3	.	1,4	0,9	
giu.	240,0	243,3	-3,3	145,9	145,0	46,5	40,5	42,1	44,5	5,4	.	13,4	.	1,3	1,0	
	Dati destagionalizzati															
2010 4° trim.	673,1	690,7	-17,6	408,7	409,6	131,8	121,2	109,3	112,8	23,3	.	47,1	.	.	.	
2011 1° trim.	700,4	716,4	-15,9	431,8	437,9	134,0	121,4	111,5	109,0	23,0	.	48,0	.	.	.	
2° trim.	705,5	723,9	-18,4	438,6	438,7	132,2	120,3	114,3	117,1	20,5	.	47,8	.	.	.	
2011 apr.	235,2	240,6	-5,4	146,9	150,7	43,6	40,3	36,9	34,0	7,8	.	15,5	.	.	.	
mag.	237,0	242,6	-5,6	147,5	144,4	44,3	40,1	38,8	42,9	6,5	.	15,3	.	.	.	
giu.	233,3	240,7	-7,4	144,2	143,6	44,3	39,9	38,6	40,2	6,1	.	17,0	.	.	.	
	flussi cumulati sui 12 mesi															
2011 giu.	2.739,3	2.799,2	-59,9	1.678,5	1.677,7	527,9	481,6	443,3	449,1	89,6	.	190,8	.	.	.	
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL															
2011 giu.	29,4	30,1	-0,6	18,0	18,0	5,7	5,2	4,8	4,8	1,0	.	2,0	.	.	.	

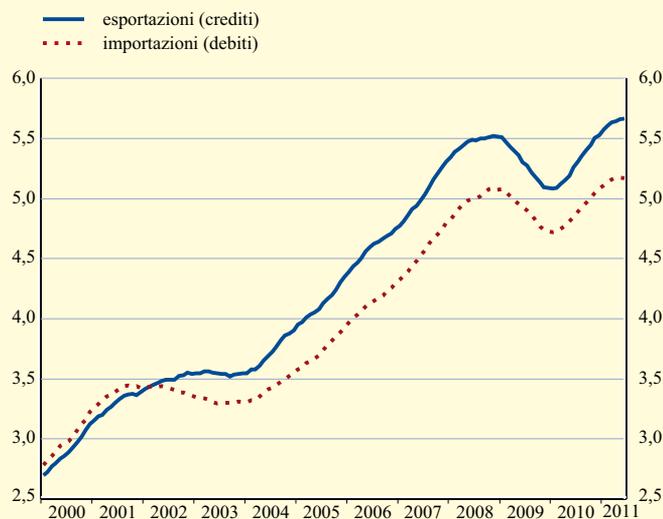
### F34 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



### F35 B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi

(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



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	23,2	14,0	407,0	416,6	173,8	-3,0	117,2	17,6	22,8	20,1	29,9	86,1	97,7	122,8	82,8	70,6	
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	4,1	105,7	106,2	45,5	-6,3	33,7	7,4	6,3	5,8	6,6	17,4	25,4	29,6	22,0	19,8	
2011 1° trim.	5,9	2,7	103,0	97,0	43,8	7,6	29,6	17,5	6,0	4,2	7,0	14,5	25,2	30,3	21,0	18,4	

**3. Scomposizione per area geografica**  
(transazioni cumulate)

	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
		Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE									
dal 2° trim. 2010 al 1° trim. 2011	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
<b>Crediti</b>																
<b>Conto corrente</b>	2.689,7	888,8	49,4	83,0	415,8	280,3	60,4	49,5	36,1	125,4	38,6	57,3	98,5	202,7	353,3	839,6
Beni	1.638,0	522,2	31,8	55,5	214,8	219,9	0,2	27,9	19,0	102,6	28,6	36,2	73,0	106,5	190,9	531,1
Servizi	525,8	165,1	10,6	14,0	104,7	29,5	6,4	8,4	7,9	16,3	7,4	12,9	16,9	53,1	77,3	160,5
Redditi	435,7	140,0	6,4	11,9	86,1	27,3	8,3	12,9	8,3	6,0	2,3	7,3	8,0	35,0	79,4	136,3
Redditi da capitale	412,4	133,3	6,3	11,8	84,6	26,6	4,0	12,9	8,2	6,0	2,3	7,2	8,0	24,2	77,6	132,7
Trasferimenti correnti	90,3	61,4	0,6	1,5	10,2	3,6	45,5	0,3	0,8	0,4	0,3	0,9	0,6	8,0	5,7	11,7
<b>Conto capitale</b>	22,5	19,3	0,0	0,0	1,2	0,9	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	2,0
<b>Debiti</b>																
<b>Conto corrente</b>	2.743,1	837,1	42,9	79,0	361,6	253,7	99,7	-	31,1	-	-	95,3	-	176,2	355,6	-
Beni	1.632,6	450,6	28,2	49,1	168,2	205,0	0,0	27,8	13,5	210,9	25,0	52,5	114,5	89,4	137,9	510,6
Servizi	482,1	137,4	7,8	12,0	84,3	33,2	0,2	5,1	6,5	12,9	5,4	10,1	10,7	43,7	100,8	149,6
Redditi	438,1	136,5	6,3	16,5	97,4	11,2	5,2	-	9,2	-	-	32,2	-	35,1	110,0	-
Redditi da capitale	424,0	128,5	6,2	16,4	96,0	4,7	5,2	-	9,1	-	-	32,0	-	34,7	109,0	-
Trasferimenti correnti	190,4	112,6	0,6	1,5	11,8	4,5	94,3	1,5	1,9	3,3	0,7	0,6	0,8	7,9	6,8	54,4
<b>Conto capitale</b>	15,3	2,1	0,0	0,1	1,1	0,3	0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5	1,4	10,3
<b>Saldo</b>																
<b>Conto corrente</b>	-53,4	51,7	6,4	3,9	54,2	26,6	-39,4	-	5,0	-	-	-38,0	-	26,5	-2,3	-
Beni	5,4	71,7	3,5	6,4	46,6	14,9	0,2	0,1	5,6	-108,2	3,6	-16,3	-41,5	17,0	52,9	20,4
Servizi	43,7	27,7	2,8	2,0	20,4	-3,7	6,2	3,3	1,4	3,4	2,0	2,8	6,2	9,4	-23,5	10,9
Redditi	-2,4	3,5	0,1	-4,6	-11,3	16,1	3,1	-	-0,9	-	-	-24,9	-	-0,1	-30,6	-
Redditi da capitale	-11,6	4,8	0,1	-4,6	-11,4	21,9	-1,2	-	-0,8	-	-	-24,8	-	-10,5	-31,4	-
Trasferimenti correnti	-100,1	-51,2	0,0	0,1	-1,6	-0,8	-48,9	-1,1	-1,1	-2,8	-0,5	0,3	-0,1	0,2	-1,1	-42,7
<b>Conto capitale</b>	7,2	17,2	0,0	-0,1	0,1	0,7	16,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,9	-8,4

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 <sup>1)</sup>			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
<b>Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)</b>														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,1	169,2	-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	144,2	162,1	-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	153,7	170,2	-16,5	4.262,0	3.478,6	4.226,3	6.737,2	-45,4	4.830,9	4.987,5	459,6
2010 3° trim.	14.747,4	16.124,8	-1.377,4	162,0	177,1	-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.	15.167,6	16.355,1	-1.187,4	165,4	178,4	-12,9	4.698,0	3.723,2	4.839,7	7.369,5	-45,1	5.083,9	5.262,3	591,2
2011 1° trim.	15.093,2	16.316,5	-1.223,4	163,1	176,3	-13,2	4.668,4	3.720,6	4.805,8	7.463,7	-22,8	5.065,2	5.132,3	576,6
<b>Variazioni nelle consistenze</b>														
2006	1.545,9	1.845,3	-299,4	18,1	21,6	-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	-7,2	-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 4° trim.	420,2	230,2	190,0	17,6	9,7	8,0	141,1	149,7	197,9	92,5	10,2	32,0	-12,0	39,0
2011 1° trim.	-74,5	-38,5	-36,0	-3,2	-1,7	-1,6	-29,5	-2,7	-34,0	94,1	22,3	-18,7	-130,0	-14,6
<b>Transazioni</b>														
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	429,4	475,9	-46,6	4,7	5,2	-0,5	141,0	94,4	138,0	273,1	-8,7	148,9	108,4	10,2
2010 4° trim.	39,8	41,0	-1,3	1,7	1,7	-0,1	-18,4	40,8	40,1	73,8	-1,7	18,2	-73,5	1,6
2011 1° trim.	166,2	178,9	-12,8	7,2	7,8	-0,6	65,9	54,4	23,9	157,1	4,0	61,3	-32,6	11,1
2° trim.	162,2	193,2	-31,0	6,9	8,2	-1,3	42,7	16,7	-16,4	175,4	-5,2	145,3	1,0	-4,3
2011 feb.	48,2	47,2	1,0	.	.	.	16,4	-19,0	2,3	100,9	3,2	27,2	-34,7	-1,0
mar.	-28,0	-28,7	0,7	.	.	.	24,1	32,6	-19,0	49,0	3,6	-42,8	-110,3	6,1
apr.	149,7	151,7	-2,0	.	.	.	41,3	13,6	-5,0	42,8	-0,7	119,9	95,3	-5,9
mag.	132,8	151,4	-18,6	.	.	.	8,1	4,3	11,9	67,6	-1,7	111,3	79,5	3,1
giu.	-120,3	-110,0	-10,3	.	.	.	-6,7	-1,1	-23,3	65,0	-2,8	-85,9	-173,9	-1,5
<b>Altre variazioni</b>														
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	-11,6	-9,0	-2,6	-165,8	5,5	-896,3	-875,8	-83,8	54,5	38,3	23,7
2009	568,4	377,0	191,4	6,4	4,2	2,1	47,1	-57,6	414,4	443,9	21,6	-4,6	-9,3	89,9
<b>Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio</b>														
2006	-333,9	-258,4	-75,5	-3,9	-3,0	-0,9	-63,5	-8,1	-149,7	-129,0	.	-106,8	-121,4	-13,9
2007	-522,0	-339,7	-182,3	-5,8	-3,8	-2,0	-104,2	-17,1	-217,4	-146,8	.	-186,6	-175,8	-13,7
2008	-39,8	55,6	-95,3	-0,4	0,6	-1,0	-19,9	-9,6	6,7	47,9	.	-35,8	17,3	9,2
2009	-45,6	-50,1	4,5	-0,5	-0,6	0,1	-4,8	1,7	-28,5	-28,0	.	-9,8	-23,9	-2,5
<b>Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi</b>														
2006	292,1	322,6	-30,5	3,4	3,8	-0,4	44,6	19,5	230,1	303,1	0,0	.	.	17,4
2007	78,7	113,4	-34,6	0,9	1,3	-0,4	45,2	5,8	77,3	107,6	-75,1	.	.	31,3
2008	-1.030,0	-1.024,1	-5,9	-11,1	-11,1	-0,1	-154,4	-95,1	-813,4	-929,1	-83,8	.	.	21,5
2009	608,2	502,4	105,8	6,8	5,6	1,2	138,1	44,6	402,5	457,8	21,6	.	.	46,0
<b>Altre variazioni dovute ad altre rettifiche</b>														
2006	-140,5	59,1	-199,7	-1,6	0,7	-2,3	-35,8	14,7	-115,5	9,3	.	9,9	35,1	0,9
2007	110,9	142,0	-31,0	1,2	1,6	-0,3	118,8	75,6	-40,7	64,3	.	34,1	2,0	-1,3
2008	2,1	136,6	-134,5	0,0	1,5	-1,5	8,5	110,2	-89,7	5,4	.	90,4	21,0	-7,1
2009	5,9	-75,2	81,1	0,1	-0,8	0,9	-86,2	-103,9	40,4	14,1	.	5,2	14,6	46,4
<b>Tassi di crescita delle consistenze</b>														
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 4° trim.	3,1	3,1	-	.	.	.	3,2	2,7	3,1	3,9	.	3,1	2,1	2,0
2011 1° trim.	2,7	2,8	-	.	.	.	3,5	4,1	2,1	4,8	.	2,6	-0,9	2,8
2° trim.	3,0	3,1	-	.	.	.	2,5	3,0	2,2	6,1	.	4,4	-1,1	2,3

Fonte: BCE.

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

**7.3 Conto finanziario**

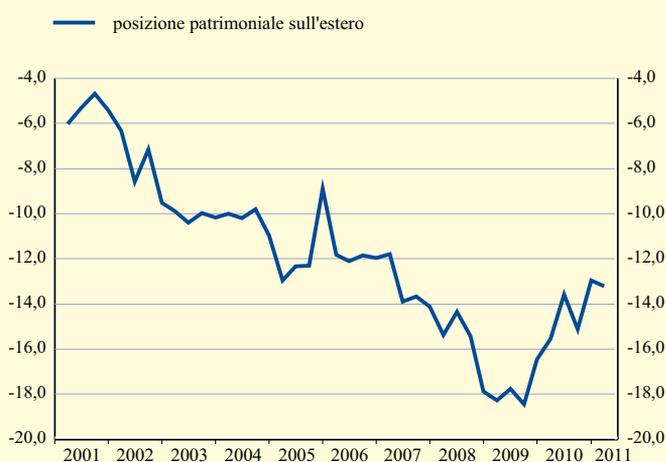
(miliardi di euro e tassi di crescita sui dodici mesi; consistenze e tassi di crescita a fine periodo; transazioni e altre variazioni nel periodo)

**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	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
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 4° trim.	4.698,0	3.624,0	268,0	3.356,0	1.073,9	16,4	1.057,5	3.723,2	2.817,4	85,6	2.731,8	905,9	13,7	892,1
2011 1° trim.	4.668,4	3.606,6	262,8	3.343,8	1.061,8	15,7	1.046,1	3.720,6	2.815,2	86,3	2.728,9	905,4	11,0	894,4
<b>Transazioni</b>														
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	141,0	34,6	7,1	27,5	106,3	1,3	105,1	94,4	140,3	7,9	132,4	-45,9	-7,5	-38,4
2010 4° trim.	-18,4	-45,0	0,4	-45,4	26,6	0,3	26,3	40,8	-5,1	1,9	-7,0	45,9	-4,9	50,8
2011 1° trim.	65,9	57,9	4,0	53,9	8,0	-0,1	8,1	54,4	40,6	0,8	39,8	13,8	-1,5	15,3
2° trim.	42,7	45,3	9,0	36,3	-2,6	-2,6	0,1	16,7	10,8	1,3	9,5	5,9	-0,1	6,1
2011 feb.	16,4	12,1	-0,6	12,7	4,3	-0,1	4,4	-19,0	0,2	0,3	-0,1	-19,2	-3,8	-15,4
mar.	24,1	12,0	4,6	7,4	12,1	-0,1	12,1	32,6	26,5	-0,1	26,6	6,1	-0,8	7,0
apr.	41,3	37,1	5,8	31,3	4,2	0,7	3,5	13,6	6,8	0,4	6,4	6,8	0,0	6,8
mag.	8,1	2,9	1,5	1,3	5,2	0,4	4,8	4,3	3,6	0,5	3,1	0,6	0,4	0,2
giu.	-6,7	5,3	1,6	3,7	-12,0	-3,7	-8,3	-1,1	0,3	0,4	0,0	-1,4	-0,5	-0,9
<b>Tassi di crescita</b>														
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 4° trim.	3,2	1,0	3,1	0,9	10,9	8,6	10,9	2,7	5,5	10,1	5,4	-4,8	-40,4	-4,0
2011 1° trim.	3,5	2,1	1,8	2,2	8,2	6,2	8,2	4,1	4,3	9,2	4,1	3,6	-46,9	4,8
2° trim.	2,5	2,5	5,5	2,3	2,4	-14,3	2,7	3,0	2,9	7,9	2,7	3,5	-39,3	4,4

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

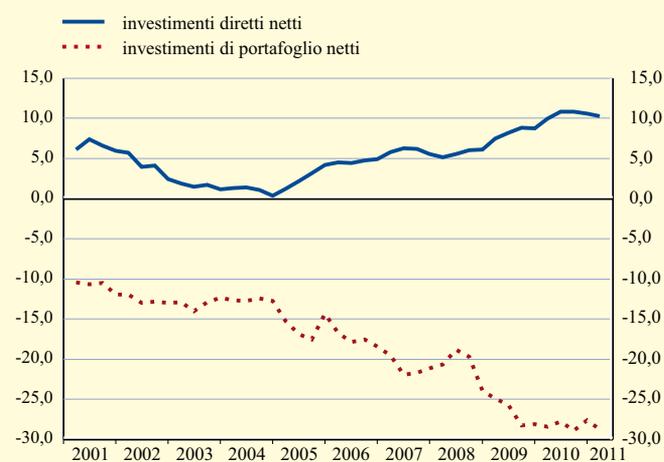
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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	Obbligazioni e note					Strumenti di mercato monetario					
		Totale	IFM	Euro-sistema	non IFM		Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM	Amministrazioni pubbliche	Totale	IFM	Euro-sistema		non IFM
						Totale			IFM	Totale					IFM	Totale	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>																	
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 4° trim.	4.839,7	1.908,9	93,3	3,6	1.815,6	47,6	2.529,7	806,7	15,6	1.723,0	77,0	401,2	314,8	41,7	86,3	0,2	
2011 1° trim.	4.805,8	1.854,2	90,0	3,1	1.764,2	44,8	2.536,6	769,6	17,1	1.767,0	97,9	415,0	323,8	40,0	91,2	0,9	
<b>Transazioni</b>																	
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	138,0	77,0	8,7	-0,2	68,3	1,2	104,7	-122,3	-1,2	227,0	51,4	-43,8	-56,4	-10,8	12,6	-1,9	
2010 4° trim.	40,1	38,8	3,2	0,0	35,6	-1,4	1,1	-96,1	-0,5	97,1	53,4	0,3	-13,0	-9,5	13,3	-0,3	
2011 1° trim.	23,9	-3,4	0,0	-0,4	-3,4	-1,8	4,3	-13,1	1,7	17,4	0,2	23,0	16,8	1,5	6,2	0,7	
2011 2° trim.	-16,4	13,0	0,2	-0,1	12,8	.	-0,1	-22,6	1,7	22,5	.	-29,3	-34,7	4,2	5,4	.	
2011 feb.	2,3	4,3	-0,1	-0,1	4,4	.	5,2	-5,5	0,3	10,6	.	-7,1	-8,5	-0,5	1,3	.	
2011 mar.	-19,0	-1,5	1,3	-0,1	-2,8	.	-19,0	-15,9	0,4	-3,1	.	1,5	0,0	0,0	1,5	.	
2011 apr.	-5,0	13,6	3,6	0,0	9,9	.	-6,4	-11,0	0,2	4,6	.	-12,1	-15,9	-2,6	3,8	.	
2011 mag.	11,9	8,0	1,4	-0,1	6,6	.	9,4	-0,7	0,9	10,0	.	-5,5	-10,0	3,6	4,5	.	
2011 giu.	-23,3	-8,5	-4,9	0,0	-3,6	.	-3,1	-11,0	0,6	7,9	.	-11,7	-8,8	3,2	-2,8	.	
<b>Tassi di crescita</b>																	
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 4° trim.	3,1	4,9	11,3	-5,2	4,5	3,5	4,3	-13,3	-6,8	15,2	121,3	-10,3	-16,0	-23,6	18,4	-91,3	
2011 1° trim.	2,1	2,2	-1,2	-16,4	2,4	-3,5	2,3	-15,0	2,4	12,7	124,5	0,1	-6,2	-8,5	31,5	65,4	
2011 2° trim.	2,2	3,5	5,9	-12,9	3,3	.	2,6	-14,2	17,7	11,9	.	-5,6	-11,8	7,9	19,8	.	

#### 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	
		Totale	IFM	Totale							IFM	Totale
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>												
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 4° trim.	7.369,5	3.175,0	657,5	2.517,5	3.718,0	1.148,3	2.569,7	1.676,1	476,5	81,5	395,0	354,9
2011 1° trim.	7.463,7	3.234,6	650,0	2.584,7	3.715,6	1.089,1	2.626,5	1.749,2	513,5	113,7	399,7	362,9
<b>Transazioni</b>												
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	273,1	124,6	-3,4	128,1	145,3	44,4	100,8	183,9	3,3	46,7	-43,4	-33,4
2010 4° trim.	73,8	54,2	-7,0	61,1	44,1	25,3	18,8	33,3	-24,5	-1,9	-22,6	-16,7
2011 1° trim.	157,1	90,5	7,2	83,3	15,9	29,7	-13,7	32,1	50,7	38,8	11,9	21,4
2011 2° trim.	175,4	-37,4	-3,5	-33,9	181,6	47,5	134,1	.	31,2	39,2	-8,0	.
2011 feb.	100,9	53,5	7,1	46,4	23,6	13,0	10,6	.	23,9	23,2	0,7	.
2011 mar.	49,0	28,1	-1,8	29,9	12,2	-17,0	29,2	.	8,7	11,3	-2,5	.
2011 apr.	42,8	-28,2	3,7	-31,9	71,4	13,4	57,9	.	-0,4	15,0	-15,3	.
2011 mag.	67,6	-13,7	0,5	-14,2	49,5	16,2	33,3	.	31,9	21,6	10,3	.
2011 giu.	65,0	4,5	-7,6	12,2	60,8	17,9	42,9	.	-0,3	2,6	-2,9	.
<b>Tassi di crescita</b>												
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 4° trim.	3,9	4,4	-0,5	6,0	4,1	3,8	4,3	12,2	0,7	73,3	-9,6	-8,1
2011 1° trim.	4,8	6,9	2,8	8,1	2,5	5,4	1,2	8,4	9,5	64,2	-0,5	2,2
2011 2° trim.	6,1	5,0	1,8	5,9	5,5	10,9	3,2	.	19,5	152,6	-2,1	.

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)

**5. Altri investimenti: attività**

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre attività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti/banconote, monete e depositi	Banconote, monete e depositi
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2008	5.370,1	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 4° trim.	5.083,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,8	32,4	166,2	7,6	117,7	21,0	1.912,8	218,2	1.540,9	454,5
2011 1° trim.	5.065,2	35,3	35,1	0,2	2.962,1	2.921,9	40,2	151,1	7,6	103,0	15,0	1.916,8	225,7	1.538,8	451,3
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	148,9	-2,9	-2,9	0,0	7,5	-1,3	8,8	39,5	-0,2	38,8	4,8	104,8	12,7	82,2	29,8
2010 4° trim.	18,2	6,1	6,0	0,1	-28,9	-28,4	-0,6	34,5	0,0	34,6	4,8	6,5	3,0	-1,3	-6,1
2011 1° trim.	61,3	3,6	3,6	0,0	61,9	53,8	8,1	-7,7	-0,1	-8,2	-4,2	3,5	6,2	-5,8	-3,7
2011 2° trim.	145,3	4,6	.	.	90,1	.	.	1,3	.	.	1,8	49,3	.	.	8,8
2011 feb.	27,2	3,0	.	.	39,0	.	.	0,5	.	.	2,2	-15,3	.	.	-7,8
2011 mar.	-42,8	0,0	.	.	-37,8	.	.	-2,5	.	.	-2,2	-2,5	.	.	-5,5
2011 apr.	119,9	5,6	.	.	95,4	.	.	1,7	.	.	-0,3	17,2	.	.	4,5
2011 mag.	111,3	-1,5	.	.	86,5	.	.	-2,1	.	.	-0,4	28,4	.	.	3,5
2011 giu.	-85,9	0,6	.	.	-91,9	.	.	1,7	.	.	2,5	3,7	.	.	0,8
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 4° trim.	3,1	-13,1	-12,9	-9,9	0,3	0,0	27,7	35,4	-2,7	59,2	41,5	5,6	6,3	5,6	7,6
2011 1° trim.	2,6	26,4	27,4	-10,9	0,4	0,0	44,4	36,8	-2,8	65,0	68,2	3,6	10,5	3,1	4,8
2011 2° trim.	4,4	65,7	.	.	3,6	.	.	20,8	.	.	5,7	3,9	.	.	2,4

**6. Altri investimenti: passività**

	Totale	Eurosistema			IFM (escluso l'Eurosistema)			Amministrazioni pubbliche				Altri settori			
		Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Prestiti/ banconote, monete e depositi	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività	Totale	Crediti commer- ciali	Prestiti	Altre passività
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)															
2008	5.724,4	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 4° trim.	5.262,3	268,9	265,8	3,0	3.506,2	3.460,6	45,5	152,6	0,0	145,9	6,6	1.334,6	192,6	1.000,9	141,1
2011 1° trim.	5.132,3	272,3	271,8	0,5	3.354,2	3.299,3	55,0	180,5	0,0	174,1	6,3	1.325,3	197,4	983,9	144,0
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	108,4	8,9	6,3	2,6	2,0	-4,0	6,0	65,6	0,0	65,0	0,6	31,8	11,3	3,3	17,2
2010 4° trim.	-73,5	17,3	16,0	1,3	-100,1	-102,9	2,8	47,0	0,0	46,8	0,2	-37,8	3,6	-36,0	-5,4
2011 1° trim.	-32,6	9,6	12,1	-2,6	-72,0	-82,9	10,8	27,9	0,0	28,7	-0,8	1,9	2,4	-4,7	4,2
2011 2° trim.	1,0	7,2	.	.	-10,8	.	.	12,2	.	.	.	-7,6	.	.	.
2011 feb.	-34,7	4,6	.	.	-16,1	.	.	7,0	.	.	.	-30,2	.	.	.
2011 mar.	-110,3	-2,1	.	.	-122,7	.	.	7,5	.	.	.	7,0	.	.	.
2011 apr.	95,3	0,6	.	.	103,7	.	.	-1,8	.	.	.	-7,1	.	.	.
2011 mag.	79,5	5,3	.	.	56,2	.	.	10,8	.	.	.	7,2	.	.	.
2011 giu.	-173,9	1,3	.	.	-170,7	.	.	3,2	.	.	.	-7,7	.	.	.
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 4° trim.	2,1	3,4	2,4	.	0,1	0,0	15,7	89,5	.	95,4	9,0	2,4	6,4	0,2	9,6
2011 1° trim.	-0,9	9,4	9,6	.	-4,8	-5,2	26,7	111,0	.	118,0	6,1	1,2	7,3	-1,0	7,1
2011 2° trim.	-1,1	12,6	.	.	-5,0	.	.	102,1	.	.	.	0,2	.	.	.

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 ufficiali<sup>1)</sup>

	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
	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 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 1° trim.	576,6	351,5	346,988	51,1	21,6	152,4	5,6	18,2	128,2	0,5	108,6	19,0	0,4	0,0	21,3	-24,5	52,6		
2011 giu.	580,9	361,4	346,989	50,5	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	-	-	-	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2		
lug.	621,6	396,3	346,988	51,3	24,1	149,9	5,2	15,2	129,5	-	-	-	0,0	0,0	22,0	-20,7	52,8		
	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 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	0,0	-	-1,2	6,2	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-		
2° trim.	-4,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
	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 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	0,0	-	-1,9	72,7	5,2	-44,7	68,6	3,9	-4,3	11,9	-28,0	-	-	-	-	-		
2° trim.	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

### 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 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.	10.903,6	4.873,3	476,5	3.718,0	192,7	196,3	1.446,7	2.183,6	268,9	4.736,0	2.268,4
2011 1° trim.	10.808,7	4.729,1	513,5	3.715,6	197,5	205,8	1.447,3	2.292,6	272,3	4.557,1	2.239,4
	Consistenze (in percentuale del PIL)										
2007	110,7	57,0	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,9	23,0
2008	118,2	57,5	4,1	36,5	1,9	2,6	15,6	19,0	5,2	54,4	23,9
2009	116,6	51,4	5,9	38,8	2,0	2,5	16,1	22,1	2,8	51,5	24,1
2010 3° trim.	120,7	53,2	5,8	41,9	2,0	2,7	15,1	24,3	2,7	53,7	24,9
4° trim.	119,0	53,2	5,2	40,6	2,1	2,1	15,8	23,8	2,9	51,7	24,8
2011 1° trim.	116,9	51,2	5,6	40,2	2,1	2,2	15,7	24,8	2,9	49,3	24,2

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
<b>2009</b>	<b>Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	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
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	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
<b>Altri investimenti</b>	-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
<b>dal 2° trim. 2010 al 1° trim. 2011</b>	<b>Transazioni cumulate</b>														
<b>Investimenti diretti</b>	12,8	31,6	-0,2	2,5	6,5	22,8	0,0	-19,2	6,2	-6,3	-23,7	-10,4	-8,8	-0,1	43,5
All'estero	159,3	77,5	1,7	5,4	40,6	29,9	0,0	-0,1	6,0	-5,6	-12,2	3,5	21,5	0,0	68,8
Azioni/utili reinvestiti	76,6	53,4	1,5	4,3	19,6	28,1	0,0	-1,0	3,9	-4,6	-16,1	-9,2	3,1	0,0	47,1
Debito	82,7	24,1	0,2	1,1	21,0	1,8	0,0	0,8	2,0	-1,0	3,9	12,7	18,4	0,0	21,7
Nell'area dell'euro	146,5	46,0	2,0	2,9	34,1	7,1	0,0	19,0	-0,2	0,6	11,5	13,9	30,3	0,1	25,3
Azioni/utili reinvestiti	115,0	34,4	0,9	6,2	25,1	2,1	0,0	22,2	0,4	1,9	0,2	16,0	22,8	0,0	17,2
Debito	31,5	11,6	1,0	-3,4	9,0	5,0	0,0	-3,2	-0,6	-1,2	11,3	-2,0	7,5	0,1	8,1
<b>Investimenti di portafoglio: attività</b>	97,6	-11,5	-1,1	6,3	-30,9	5,1	9,1	-3,9	7,8	-10,1	5,7	48,1	-20,6	0,3	81,7
Azioni	37,9	7,2	1,5	5,5	-1,1	1,1	0,1	4,8	7,3	-3,6	-1,0	11,7	-2,7	-0,5	14,7
Strumenti di debito	59,7	-18,7	-2,6	0,9	-29,8	4,0	9,0	-8,6	0,5	-6,6	6,6	36,5	-17,9	0,8	67,0
Obbligazioni e note	59,3	-0,9	-0,3	1,3	-13,8	3,1	8,7	-8,6	0,7	0,6	1,8	20,5	-15,3	1,3	59,3
Strumenti di mercato monetario	0,4	-17,8	-2,3	-0,5	-16,1	0,9	0,2	0,0	-0,1	-7,2	4,9	15,9	-2,6	-0,6	7,7
<b>Altri investimenti</b>	172,7	114,2	10,9	-6,4	112,7	9,8	-12,8	-4,4	5,2	6,0	49,1	13,4	61,2	-28,1	-44,0
Attività	128,7	53,1	3,9	16,5	18,5	13,4	0,7	-1,5	9,1	19,1	19,6	-1,1	23,9	-10,4	16,9
Amministrazioni pubbliche	38,0	16,1	0,9	1,1	12,1	1,8	0,2	1,6	0,0	2,3	0,7	11,2	1,6	0,7	3,7
IFM	21,5	-14,9	0,3	11,5	-37,9	11,7	-0,5	-3,5	6,6	11,7	9,8	4,2	11,6	-11,2	7,1
Altri settori	69,1	51,8	2,7	3,9	44,3	0,0	0,9	0,5	2,4	5,1	9,1	-16,5	10,6	0,0	6,1
Passività	-44,1	-61,1	-6,9	23,0	-94,2	3,6	13,4	2,9	3,9	13,1	-29,5	-14,4	-37,3	17,6	60,8
Amministrazioni pubbliche	89,1	42,5	0,0	0,0	39,7	0,0	2,7	0,1	0,0	-0,2	0,1	17,2	1,2	14,0	14,2
IFM	-150,0	-119,9	-6,1	19,6	-141,4	2,7	5,4	1,5	0,9	12,4	-29,2	-11,0	-40,3	3,5	32,0
Altri settori	16,9	16,3	-0,8	3,3	7,6	0,9	5,3	1,3	3,0	0,8	-0,4	-20,6	1,8	0,1	14,6

Fonte: BCE.

## 7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti <sup>1)</sup>

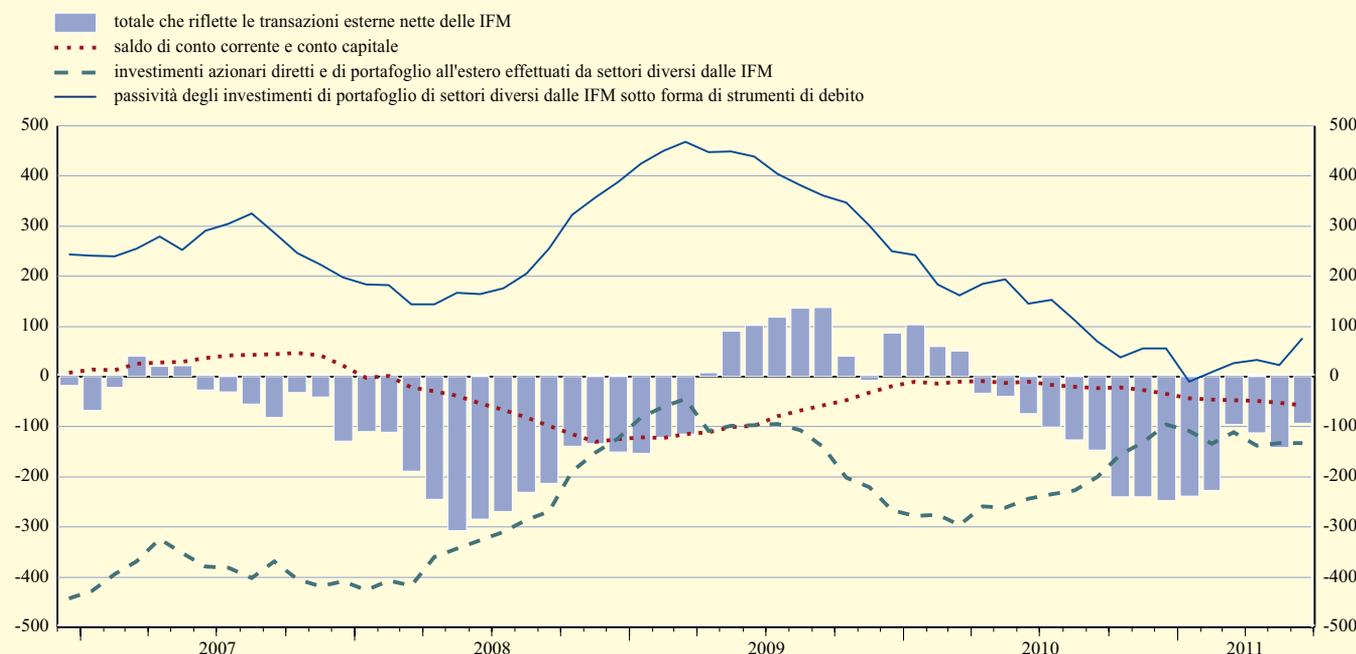
(miliardi di euro; transazioni)

### 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	-247,6	-34,5	-132,7	93,9	-68,1	-239,6	128,2	56,6	-143,5	97,4	8,7	-13,9
2010 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.	-57,8	3,2	18,9	43,9	-35,6	-110,5	61,2	-4,3	-40,4	9,3	1,7	-5,1
2011 1° trim.	71,6	-27,9	-62,0	55,2	3,4	-23,6	83,3	-1,8	4,2	29,8	-4,0	15,1
2° trim.	-41,2	-27,6	-36,4	15,6	-12,8	-27,9	-33,9	126,1	-50,6	4,6	5,2	-3,3
2010 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.	-80,7	1,7	6,4	-17,5	-15,1	-85,8	45,9	11,5	-21,1	1,5	-4,8	-3,4
nov.	-10,7	-4,6	8,2	42,4	-9,5	-24,9	-19,4	29,0	-25,5	3,1	1,6	-11,1
dic.	33,6	6,1	4,3	18,9	-11,0	0,2	34,8	-44,8	6,1	4,6	4,9	9,4
2011 gen.	-18,0	-19,2	-25,3	37,0	5,0	-13,2	7,1	-39,8	-15,6	38,5	2,7	4,8
feb.	-2,0	-8,0	-17,1	-15,4	-4,4	-12,0	46,4	11,3	14,8	-23,2	-3,2	9,0
mar.	91,6	-0,6	-19,5	33,6	2,8	1,6	29,9	26,7	5,0	14,5	-3,6	1,3
apr.	-58,4	-6,4	-34,8	13,2	-9,9	-8,3	-31,9	42,6	-18,9	-8,9	0,7	4,4
mag.	-19,9	-18,2	-6,2	3,3	-6,6	-14,5	-14,2	43,6	-26,4	18,0	1,7	-0,4
giu.	37,1	-3,0	4,6	-0,9	3,6	-5,0	12,2	39,9	-5,4	-4,5	2,8	-7,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 giu.	-93,1	-57,6	-106,4	109,5	-53,9	-206,1	134,6	76,4	-98,3	95,7	5,2	7,7

## F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM <sup>1)</sup>

(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 merceologica<sup>1)</sup>**  
(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	628,0	264,4	355,5	1.063,2	1.266,3	734,3	193,8	316,6	840,8	182,1
2010	20,2	22,5	1.534,7	766,4	309,5	420,4	1.271,5	1.546,1	946,3	227,5	346,9	1.015,4	247,3
2010 3° trim.	22,8	27,0	397,9	198,2	80,4	108,5	330,7	401,7	245,8	59,9	89,3	266,9	63,0
4° trim.	22,3	25,7	404,8	202,3	83,4	109,8	333,7	406,7	253,4	58,3	89,3	264,7	66,4
2011 1° trim.	21,4	24,0	427,1	214,4	85,8	116,0	349,9	434,4	275,3	59,3	91,5	276,2	74,3
2° trim.	12,6	12,2	428,6	.	.	.	349,2	433,5	.	.	.	272,8	.
2011 gen.	27,5	30,2	140,5	70,4	27,4	38,2	114,0	144,1	91,0	20,5	30,1	90,6	25,2
feb.	22,4	26,3	142,6	71,4	28,9	38,6	117,4	144,8	91,2	19,5	30,5	92,4	22,9
mar.	16,2	17,1	144,1	72,6	29,5	39,1	118,4	145,5	93,1	19,3	30,8	93,3	26,2
apr.	14,3	17,6	143,7	72,1	28,2	39,2	115,8	146,2	94,0	20,1	29,7	91,5	26,8
mag.	21,4	16,7	145,8	72,9	29,8	39,9	120,9	146,6	93,5	19,3	30,3	93,4	23,8
giu.	3,4	3,2	139,0	.	.	.	112,5	140,7	.	.	.	87,8	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,6	-13,5	119,6	114,8	119,0	128,0	116,0	109,7	101,2	115,7	136,4	111,0	102,0
2010	14,8	10,7	136,8	132,6	137,6	143,7	134,1	120,9	113,2	129,7	142,9	127,5	100,9
2010 2° trim.	16,4	14,8	135,3	131,8	135,4	141,9	133,3	120,6	113,3	129,1	142,4	127,1	99,6
3° trim.	15,9	12,6	140,1	135,2	142,8	145,8	137,6	122,4	114,5	133,2	143,2	130,7	101,4
4° trim.	15,1	10,3	142,6	137,5	148,1	148,5	139,6	123,7	116,5	132,2	144,9	131,3	103,2
2011 1° trim.	13,3	7,6	146,0	141,1	149,0	152,3	142,9	124,9	117,7	131,7	144,5	133,1	97,2
2010 dic.	14,1	8,9	141,7	136,9	144,9	148,7	137,5	122,4	116,7	128,2	142,7	130,2	102,3
2011 gen.	18,5	12,8	144,7	140,1	143,7	150,4	140,1	125,2	118,4	135,9	142,0	130,5	103,7
feb.	14,3	9,8	146,0	140,8	150,4	152,1	143,6	125,8	118,0	130,8	145,2	134,0	91,9
mar.	8,6	1,5	147,2	142,3	153,0	154,3	145,0	123,8	116,8	128,5	146,4	134,7	96,0
apr.	7,9	4,5	147,0	140,4	148,5	155,0	142,3	124,0	116,6	137,3	142,3	133,8	95,1
mag.	16,3	7,3	149,6	142,5	157,2	158,6	148,6	126,5	118,2	133,5	146,9	137,9	85,8

**2. Prezzi<sup>2)</sup>**

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) <sup>3)</sup>							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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
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 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	5,9	8,5	2,0	2,9	25,8	5,8	118,4	12,1	11,3	0,7	5,8	31,7	6,9
2° trim.	110,2	4,1	6,0	0,8	1,8	22,0	4,0	118,7	7,3	3,6	-3,2	2,9	27,8	1,7
2011 feb.	109,1	5,9	8,7	1,9	2,9	25,9	5,8	118,6	12,5	11,8	1,1	5,9	31,3	7,3
mar.	109,7	5,7	8,3	1,6	2,8	26,3	5,6	119,8	11,7	9,8	-0,5	5,5	32,4	6,1
apr.	110,3	5,0	7,1	1,1	2,6	25,1	4,9	120,0	9,6	6,8	-2,2	4,5	30,4	3,9
mag.	110,2	4,0	5,9	0,8	1,6	22,0	3,9	118,4	6,8	1,9	-3,1	2,8	28,3	0,8
giu.	110,0	3,4	5,1	0,6	1,1	18,9	3,3	117,7	5,7	2,4	-4,3	1,6	24,7	0,4
lug.	110,5	4,0	5,3	0,7	1,6	25,5	3,9	120,6	8,8	5,2	-2,9	3,1	29,9	2,9

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories - BEC*). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

## 7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

### 3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Esportazioni (f.o.b.)</b>															
2009	1.279,9	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,9	34,8	152,4	284,4	69,0	28,6	92,0	54,3	29,4
2010	1.534,7	30,2	52,7	195,5	209,4	63,6	93,0	47,3	180,3	354,9	94,7	34,5	104,8	73,3	18,8
2010 1° trim.	352,6	7,0	11,9	46,4	47,7	13,7	21,3	10,5	41,3	81,3	21,9	8,0	24,9	16,7	5,4
2° trim.	379,3	7,4	13,3	48,1	51,4	15,3	22,9	11,5	45,1	88,2	23,5	8,7	25,6	18,6	5,3
3° trim.	397,9	7,6	13,5	50,4	54,2	17,2	24,0	12,1	47,7	91,8	23,9	8,9	26,8	18,9	4,4
4° trim.	404,8	8,2	14,0	50,7	56,2	17,4	24,7	13,2	46,2	93,5	25,4	9,0	27,5	19,1	3,7
2011 1° trim.	427,1	8,1	15,0	53,2	59,2	18,6	25,8	15,3	49,9	99,0	28,7	9,3	28,1	20,2	0,9
2° trim.	428,6	.	.	.	.	20,2	26,4	14,3	48,0	98,1	27,2	9,5	27,1	21,0	.
2011 gen.	140,5	2,7	4,9	17,6	19,2	6,0	8,3	4,8	16,5	32,1	9,3	3,1	9,4	6,3	1,9
feb.	142,6	2,7	4,9	17,6	19,8	6,4	8,5	5,1	16,7	33,4	9,6	3,1	9,2	7,0	0,0
mar.	144,1	2,7	5,2	18,1	20,1	6,3	9,0	5,4	16,7	33,4	9,8	3,1	9,4	6,9	-1,0
apr.	143,7	2,8	4,9	16,9	19,8	6,5	8,9	4,9	16,2	32,3	8,9	3,2	9,2	7,0	3,0
mag.	145,8	2,8	5,3	18,0	20,6	7,1	9,3	4,8	16,3	33,7	9,5	3,2	9,1	7,4	-0,6
giu.	139,0	.	.	.	.	6,6	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,0	8,8	6,6	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,8	13,6	4,1	6,1	3,1	11,7	23,1	6,2	2,3	6,8	4,8	1,3
<b>Importazioni (c.i.f.)</b>															
2009	1.266,3	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,2	26,5	116,2	380,1	157,7	44,0	94,8	59,5	-25,3
2010	1.546,1	27,6	47,7	148,5	197,6	111,2	74,3	30,7	129,0	492,3	208,4	50,8	118,7	75,0	-48,5
2010 1° trim.	352,3	6,6	10,4	34,8	45,1	25,7	17,1	7,2	29,3	110,3	45,9	11,7	26,9	16,6	-10,6
2° trim.	385,3	6,9	11,9	36,6	48,9	28,3	19,5	7,6	31,8	124,6	53,2	12,8	29,9	18,1	-14,7
3° trim.	401,7	7,1	12,6	38,0	50,7	27,6	19,1	7,7	34,1	130,3	55,6	13,3	29,5	19,5	-9,7
4° trim.	406,7	7,1	12,8	39,0	53,0	29,6	18,5	8,2	33,9	127,1	53,7	13,1	32,4	20,9	-13,5
2011 1° trim.	434,4	7,3	13,2	41,7	55,7	34,7	19,3	9,0	35,4	135,0	54,7	13,6	35,7	21,4	-17,6
2° trim.	433,5	.	.	.	.	34,4	19,9	8,9	34,2	137,4	56,0	12,6	30,6	21,7	.
2011 gen.	144,1	2,3	4,2	13,8	18,2	11,2	6,4	3,0	11,9	44,0	17,8	4,4	12,2	7,2	-4,5
feb.	144,8	2,6	4,4	13,9	18,5	10,4	6,4	3,0	11,8	44,7	18,1	4,5	12,3	7,1	-3,6
mar.	145,5	2,5	4,6	14,0	18,9	13,0	6,5	3,0	11,7	46,2	18,7	4,7	11,2	7,2	-9,5
apr.	146,2	2,4	4,3	13,9	18,6	12,1	6,5	3,0	11,6	46,5	18,7	4,3	10,3	7,3	-5,3
mag.	146,6	2,6	4,7	13,9	19,1	12,4	6,8	3,0	11,5	45,8	18,8	4,2	9,7	7,4	-5,5
giu.	140,7	.	.	.	.	9,9	6,6	2,9	11,2	45,0	18,5	4,0	10,6	7,0	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,6	12,8	7,2	4,8	2,0	8,3	31,8	13,5	3,3	7,7	4,8	-3,1
<b>Saldo</b>															
2009	13,6	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,8	8,3	36,2	-95,7	-88,7	-15,4	-2,8	-5,2	54,7
2010	-11,4	2,6	5,0	47,0	11,8	-47,6	18,7	16,6	51,3	-137,4	-113,7	-16,3	-14,0	-1,7	67,3
2010 1° trim.	0,3	0,4	1,5	11,6	2,6	-12,0	4,3	3,3	12,0	-28,9	-24,1	-3,7	-2,0	0,1	16,0
2° trim.	-6,0	0,5	1,3	11,5	2,5	-13,0	3,4	3,8	13,3	-36,4	-29,6	-4,1	-4,3	0,5	20,1
3° trim.	-3,8	0,6	0,9	12,4	3,5	-10,4	4,9	4,5	13,6	-38,5	-31,7	-4,4	-2,7	-0,6	14,1
4° trim.	-1,9	1,1	1,2	11,6	3,2	-12,2	6,2	5,0	12,4	-33,7	-28,3	-4,1	-4,9	-1,8	17,2
2011 1° trim.	-7,2	0,8	1,8	11,6	3,5	-16,0	6,5	6,3	14,5	-36,1	-25,9	-4,4	-7,6	-1,2	18,4
2° trim.	-4,9	.	.	.	.	-14,2	6,5	5,3	13,8	-39,3	-28,7	-3,1	-3,5	-0,7	.
2011 gen.	-3,5	0,4	0,7	3,8	1,0	-5,2	1,9	1,8	4,7	-11,9	-8,4	-1,3	-2,8	-0,9	6,3
feb.	-2,3	0,1	0,5	3,7	1,3	-4,1	2,1	2,1	4,9	-11,3	-8,5	-1,4	-3,0	-0,1	3,6
mar.	-1,4	0,2	0,6	4,1	1,2	-6,7	2,5	2,4	4,9	-12,8	-9,0	-1,7	-1,8	-0,3	8,5
apr.	-2,5	0,4	0,7	3,1	1,2	-5,7	2,3	1,9	4,6	-14,2	-9,8	-1,1	-1,1	-0,2	8,4
mag.	-0,8	0,2	0,6	4,1	1,5	-5,2	2,6	1,8	4,8	-12,1	-9,2	-1,0	-0,6	0,0	4,9
giu.	-1,6	.	.	.	.	-3,3	1,6	1,6	4,3	-12,9	-9,6	-1,0	-1,8	-0,4	.

Fonte: Eurostat.



## TASSI DI CAMBIO

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

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

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

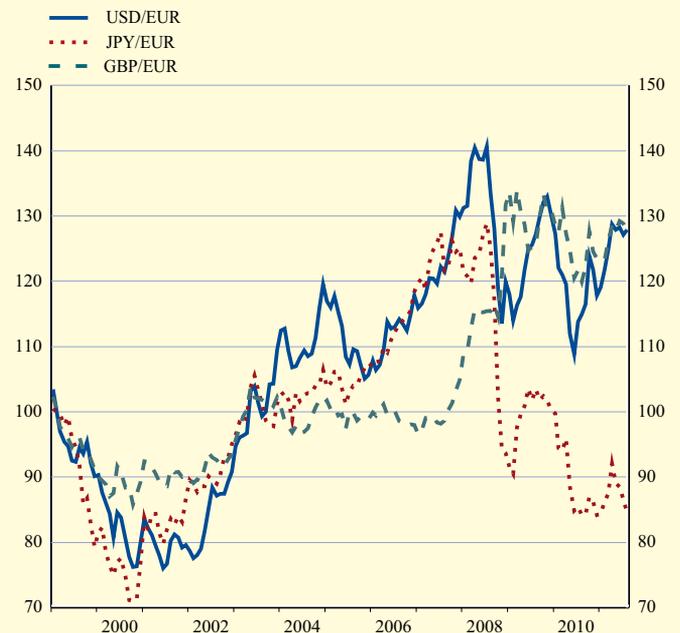
### F39 Tassi di cambio effettivi

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



### F40 Tassi di cambio bilaterali

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



Fonte: BCE.

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

## 8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	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 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
2° trim.	1,9558	24,324	7,4573	0,7092	3,4528	266,42	3,9596	4,1378	9,0153	0,88274	7,3932	2,2579
2011 feb.	1,9558	24,277	7,4555	0,7037	3,4528	271,15	3,9264	4,2457	8,7882	0,84635	7,4149	2,1702
mar.	1,9558	24,393	7,4574	0,7072	3,4528	270,89	4,0145	4,1621	8,8864	0,86653	7,3915	2,2108
apr.	1,9558	24,301	7,4574	0,7092	3,4528	265,29	3,9694	4,1004	8,9702	0,88291	7,3639	2,1975
mag.	1,9558	24,381	7,4566	0,7093	3,4528	266,96	3,9404	4,1142	8,9571	0,87788	7,4052	2,2603
giu.	1,9558	24,286	7,4579	0,7091	3,4528	266,87	3,9702	4,1937	9,1125	0,88745	7,4065	2,3077
lug.	1,9558	24,335	7,4560	0,7092	3,4528	267,68	3,9951	4,2413	9,1340	0,88476	7,4316	2,3654
ago.	1,9558	24,273	7,4498	0,7093	3,4528	272,37	4,1195	4,2505	9,1655	0,87668	7,4620	2,5147
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ago.	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	1,8	3,1	0,2	0,3	-0,9	0,4	6,3
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 ago.	0,0	-2,1	0,0	0,1	0,0	-3,2	3,2	0,3	-2,7	6,4	2,9	29,1
	Dollaro australiano 13	Real brasiliano 14	Dollaro canadese 15	Yuan renminbi cinese 16	Dollaro di Hong Kong 17	Corona islandese <sup>1)</sup> 18	Rupia indiana <sup>2)</sup> 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 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	
2° trim.	1,3550	2,2960	1,3932	9,3509	11,1932	-	64,3809	12,364,41	4,9490	117,41	4,3451	
2011 feb.	1,3543	2,2765	1,3484	8,9842	10,6312	-	62,0142	12,165,92	4,9939	112,77	4,1541	
mar.	1,3854	2,3220	1,3672	9,1902	10,9093	-	62,9526	12,263,18	4,9867	114,40	4,2483	
apr.	1,3662	2,2889	1,3834	9,4274	11,2269	-	64,1128	12,493,48	4,9573	120,42	4,3502	
mag.	1,3437	2,3131	1,3885	9,3198	11,1551	-	64,4735	12,290,33	4,9740	116,47	4,3272	
giu.	1,3567	2,2850	1,4063	9,3161	11,2021	-	64,5200	12,327,02	4,9169	115,75	4,3585	
lug.	1,3249	2,2329	1,3638	9,2121	11,1104	-	63,3537	12,171,27	4,8801	113,26	4,2716	
ago.	1,3651	2,2888	1,4071	9,1857	11,1846	-	65,0717	12,249,95	5,0841	110,43	4,2822	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ago.	3,0	2,5	3,2	-0,3	0,7	-	2,7	0,6	4,2	-2,5	0,2	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 ago.	-4,8	0,9	4,9	5,0	11,6	-	8,3	5,8	4,0	0,4	5,3	
	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 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	
2° trim.	16,8752	1,7992	7,8259	62,256	40,2750	1,7842	9,7852	1.559,23	1,2514	43,592	1,4391	
2011 feb.	16,4727	1,7925	7,8206	59,558	39,9469	1,7421	9,8126	1.524,99	1,2974	41,918	1,3649	
mar.	16,8063	1,8877	7,8295	60,870	39,8061	1,7757	9,6862	1.568,05	1,2867	42,506	1,3999	
apr.	16,9211	1,8331	7,8065	62,361	40,5363	1,8024	9,7200	1.567,52	1,2977	43,434	1,4442	
mag.	16,7177	1,8024	7,8384	61,953	40,0573	1,7763	9,8461	1.555,99	1,2537	43,398	1,4349	
giu.	16,9931	1,7666	7,8302	62,468	40,2670	1,7763	9,7807	1.555,32	1,2092	43,923	1,4388	
lug.	16,6491	1,6877	7,7829	60,961	39,8343	1,7359	9,7000	1.510,29	1,1766	42,949	1,4264	
ago.	17,5456	1,7108	7,7882	60,836	41,2954	1,7340	10,1532	1.542,01	1,1203	42,875	1,4343	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 ago.	5,4	1,4	0,1	-0,2	3,7	-0,1	4,7	2,1	-4,8	-0,2	0,6	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 ago.	6,6	-5,3	-1,8	4,4	5,4	-0,8	7,8	1,3	-16,5	4,7	11,2	

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
<b>IACP</b>										
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
2011 1° trim.	4,5	1,9	2,6	3,8	3,2	4,3	3,6	7,5	1,3	4,1
2° trim.	3,4	1,8	2,9	4,6	4,7	3,9	4,0	8,3	1,7	4,4
2011 mag.	3,4	2,0	3,1	4,8	5,0	3,9	4,3	8,5	1,7	4,5
giu.	3,5	1,9	2,9	4,7	4,8	3,5	3,7	8,0	1,5	4,2
lug.	3,4	1,9	3,0	4,2	4,6	3,1	3,6	4,9	1,6	4,4
<b>Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
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
<b>Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL</b>										
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
<b>Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 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
mag.	5,39	3,89	3,13	6,36	5,05	7,11	6,06	7,26	3,01	3,49
giu.	5,39	3,77	2,96	5,87	5,05	7,22	5,88	7,09	2,89	3,09
lug.	5,36	3,79	3,02	5,67	5,05	7,35	5,81	7,30	2,75	2,88
<b>Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo</b>										
2011 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
mag.	3,77	1,22	1,46	0,78	1,65	6,88	4,40	5,26	2,46	0,82
giu.	3,74	1,20	1,51	0,74	1,69	6,27	4,61	5,25	2,46	0,83
lug.	3,75	1,19	1,66	0,82	1,81	6,74	4,70	5,11	2,56	0,83
<b>PIL a prezzi costanti</b>										
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	1,7	-0,3	1,3	1,2	3,8	-1,3	5,7	1,4
2010 4° trim.	3,7	2,7	2,6	3,5	4,6	2,4	3,9	0,2	7,6	1,5
2011 1° trim.	3,3	2,8	1,9	3,4	6,8	1,6	4,4	0,8	6,4	1,6
2° trim.	2,0	.	1,9	5,7	6,2	1,2	4,5	0,8	5,3	0,7
<b>Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL</b>										
2009	-7,6	-2,0	3,5	11,0	7,7	1,5	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,2	-2,9	5,4	5,5	4,5	3,8	-2,6	-3,9	6,2	-3,0
2010 4° trim.	-6,8	-1,4	6,4	0,8	7,1	3,0	-2,8	-2,1	5,6	-2,8
2011 1° trim.	2,7	2,3	5,1	1,9	2,1	5,5	-2,0	-2,4	8,5	-2,9
2° trim.	.	.	7,4	.	-3,3	.	-1,1	.	5,6	.
<b>Debito estero lordo in percentuale del PIL</b>										
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 3° trim.	103,6	55,7	201,3	162,5	89,4	143,3	66,2	74,8	198,5	431,1
4° trim.	101,8	57,4	192,0	165,2	86,0	141,1	65,9	75,9	191,7	419,4
2011 1° trim.	98,5	56,4	187,1	158,7	84,7	134,7	67,8	73,5	187,0	417,5
<b>Costo del lavoro per unità di prodotto</b>										
2009	12,7	3,5	4,7	-7,0	-2,8	1,9	2,2	-1,3	4,8	6,1
2010	0,8	0,6	-1,1	-10,6	-7,6	-1,1	4,8	0,8	-1,7	2,2
2010 4° trim.	-1,9	1,3	-0,8	1,6	-3,1	-2,0	5,7	-3,9	-2,1	1,1
2011 1° trim.	1,7	0,4	-0,3	3,1	-1,3	0,9	2,7	-1,3	-3,2	0,0
2° trim.	.	.	-0,8	.	.	.	.	9,4	.	.
<b>Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)</b>										
2009	6,8	6,7	6,0	17,2	13,7	10,0	8,2	6,9	8,3	7,6
2010	10,2	7,3	7,4	18,6	17,8	11,1	9,6	7,3	8,4	7,8
2011 1° trim.	11,1	6,9	7,6	16,2	16,5	11,0	9,3	7,1	7,7	7,7
2° trim.	11,2	6,5	7,3	.	15,6	10,1	9,5	7,4	7,5	.
2011 mag.	11,2	6,5	7,4	.	15,6	10,0	9,5	7,3	7,7	7,8
giu.	11,4	6,5	7,3	.	15,6	9,9	9,5	7,3	7,4	.
lug.	11,5	6,4	7,1	.	.	9,7	9,4	7,3	7,4	.

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

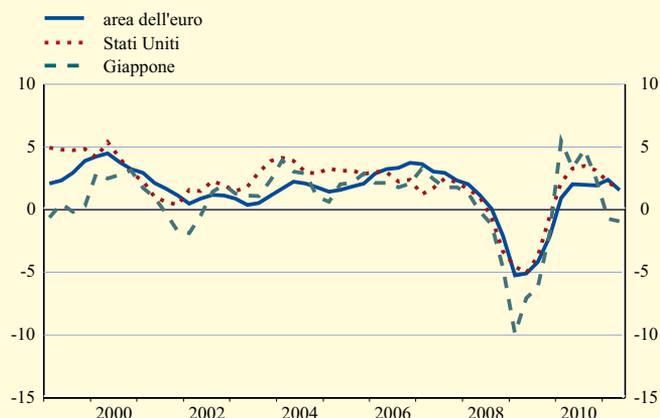
## 9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	Indice dei prezzi al consumo	Costo del lavoro per unità di prodotto <sup>1)</sup>	PIL a prezzi costanti	Indice della produzione industriale (industria manifatturiera)	Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro (dest.)	Aggregato monetario ampio <sup>2)</sup>	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi <sup>3)</sup>	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; <sup>3)</sup> dati di fine periodo	Tasso di cambio <sup>4)</sup> (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo <sup>5)</sup> in percentuale del PIL
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Stati Uniti</b>											
2007	2,9	2,5	1,9	3,1	4,6	6,3	5,30	4,81	1,3705	-2,9	48,4
2008	3,8	2,8	-0,3	-4,7	5,8	7,1	2,93	2,70	1,4708	-6,3	56,7
2009	-0,4	-0,6	-3,5	-13,5	9,3	7,9	0,69	4,17	1,3948	-11,3	68,6
2010	1,6	-2,0	3,0	5,9	9,6	2,3	0,34	3,57	1,3257	-10,6	77,4
2010 2° trim.	1,8	-2,5	3,3	7,5	9,6	1,6	0,44	3,13	1,2708	-11,1	73,3
3° trim.	1,2	-1,5	3,5	7,2	9,6	2,5	0,39	2,69	1,2910	-10,4	75,3
4° trim.	1,3	-0,9	3,1	6,6	9,6	3,2	0,29	3,57	1,3583	-10,4	77,4
2011 1° trim.	2,1	1,3	2,2	6,6	8,9	4,5	0,31	3,76	1,3680	-9,9	78,4
2° trim.	3,4	1,9	1,5	4,6	9,1	5,5	0,26	3,46	1,4391	.	.
2011 apr.	3,2	-	-	5,1	9,0	5,2	0,28	3,55	1,4442	-	-
mag.	3,6	-	-	4,1	9,1	5,3	0,26	3,33	1,4349	-	-
giu.	3,6	-	-	4,5	9,2	6,0	0,25	3,46	1,4388	-	-
lug.	3,6	-	-	4,1	9,1	8,2	0,25	3,08	1,4264	-	-
ago.	.	-	-	.	9,1	.	0,29	2,51	1,4343	-	-
<b>Giappone</b>											
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	1,4	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,7	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,7	4,0	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	.	.
2010 2° trim.	-0,7	-1,8	3,3	21,2	5,1	2,9	0,24	1,18	117,15	.	.
3° trim.	-1,0	-3,4	4,8	14,0	5,0	2,7	0,24	1,03	110,68	.	.
4° trim.	-0,3	-1,3	2,5	6,0	5,0	2,5	0,19	1,18	112,10	.	.
2011 1° trim.	-0,5	1,1	-0,7	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	.	.
2° trim.	-0,4	.	-0,9	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	.	.
2011 apr.	-0,5	-	-	-13,6	4,7	2,7	0,20	1,26	120,42	-	-
mag.	-0,4	-	-	-5,5	4,5	2,7	0,20	1,22	116,47	-	-
giu.	-0,4	-	-	-1,8	4,6	2,8	0,20	1,18	115,75	-	-
lug.	0,2	-	-	-2,8	.	2,9	0,20	1,09	113,26	-	-
ago.	.	-	-	.	.	.	0,19	1,05	110,43	-	-

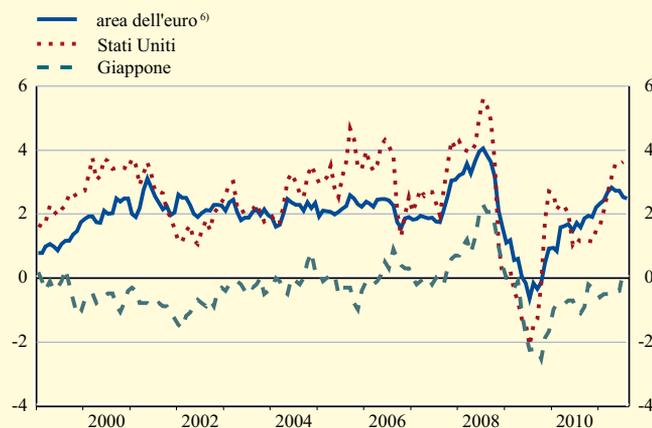
### F41 PIL a prezzi costanti

(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](http://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 <sup>1)</sup>

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA <sup>2)</sup>. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette <sup>3)</sup>. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

#### 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](http://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'accreditamento netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accreditamento/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 <sup>4)</sup>

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](http://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 <sup>4)</sup>

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

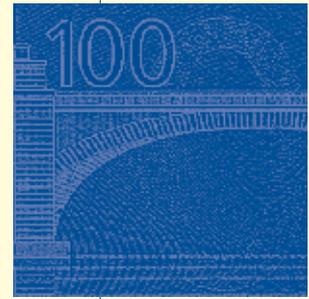
##### CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

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](http://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](mailto:statistics@ecb.europa.eu).

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 7 settembre 2011.

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

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

### SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999<sup>1)</sup> 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 ALTRE SOCIETÀ FINANZIARIE

La sezione 2 presenta le statistiche sui bilanci delle IFM e di altre società finanziarie. Quest'ul-

tima categoria comprende i fondi di investimento (esclusi i fondi di mercato monetario che rientrano nel settore delle IFM), le società veicolo finanziarie, le società di assicurazione e i fondi pensione.

La sezione 2.1 riporta il bilancio aggregato del settore delle IFM, ovvero la somma dei bilanci armonizzati di tutte le IFM residenti nell'area dell'euro. Le IFM includono le banche centrali, le istituzioni creditizie come definite nella legislazione dell'UE, 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 conces-

si 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.

La sezione 2.7 presenta una scomposizione per valuta di alcune voci di bilancio delle IFM.

Le sezioni da 2.2 a 2.6 forniscono anche tassi di crescita in termini di variazioni percentuali sui dodici mesi basate sulle transazioni.

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 effettuate sulla base del Regolamento BCE/2008/32<sup>2)</sup>. Definizioni dettagliate sul settore sono contenute nella terza edizione della pubblicazione *Monetary Financial institutions and market statistics sector manual - Guidance for the statistical classification of customers* (BCE, marzo 2007).

La sezione 2.8 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 2.9 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.

Da dicembre 2008 l'informazione statistica armonizzata è raccolta e compilata sulla base del Regolamento BCE/2007/8<sup>3)</sup> relativo alle statistiche sulle attività e passività dei fondi di investimento. Ulteriori informazioni sulle statistiche relative ai fondi di investimento sono disponibili nel *Manual on investment fund statistics* (BCE, maggio 2009).

La sezione 2.10 presenta il bilancio aggregato delle società veicolo finanziarie (SVF) residenti nell'area dell'euro. Le SVF sono società costituite per effettuare operazioni di cartolarizzazione. La cartolarizzazione consiste tipicamente nel trasferimento di una attività o di un insieme di attività ad una SVF che iscrive tali attività nel proprio bilancio come prestiti cartolarizzati, titoli non azionari, altre attività cartolarizzate. Il rischio di credito collegato a una attività o a un insieme di attività può venir trasferito a una SVF anche mediante l'uso di *credit default swaps*, garanzie o altri meccanismi simili. Il collaterale detenuto dalle SVF a fronte di tali esposizioni è costituito da depositi presso le IFM oppure da titoli diversi dalle azioni. Le SVF di norma cartolarizzano prestiti originati dal settore delle IFM. Le SVF devono segnalare tali prestiti nel bilancio o, indipendentemente dalla facoltà prevista per le IFM dalle regole contabili di cancellare il prestito dal proprio bilancio. Trovano separata indicazione i dati relativi ai prestiti cartolarizzati dalle SVF che rimangono iscritti nei bilanci delle IFM (e sono quindi segnalati nelle statistiche di quest'ultime). Da dicembre 2009 la raccolta dei dati trimestrali viene effettuata sulla base del Regolamento BCE/2008/30<sup>4)</sup>.

La sezione 2.11 riporta il bilancio aggregato delle società di assicurazione e dei fondi pensione residenti nell'area dell'euro. Le società di

2) G.U. L. 15 del 20.1.2009, pag. 14.

3) G.U. L. 211 dell'11.8.2007, p.8.

4) G.U. L. 15 del 20.1.2009, p.1.

assicurazione includono sia il settore assicurativo sia quello riassicurativo, mentre tra i fondi pensione rientrano solo i fondi che hanno autonomia decisionale e sono tenuti a mantenere una contabilità completa (fondi pensione autonomi). Questa sezione presenta una suddivisione geografica e settoriale delle controparti emittenti titoli non azionari, detenuti dalle società di assicurazione e dai fondi pensione.

## 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 destagionalizzati 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); 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'accredito netto/indebitamento netto); 6) il conto finanziario che registra le acquisizioni nette di attività finanziarie e la variazione netta delle passività. Dal mo-

mento che ciascuna transazione non finanziaria si riflette in una transazione finanziaria, il saldo del conto finanziario concettualmente è anch'esso pari all'accredito 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 opzionali, 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 relativi ai titoli di debito emessi dalle IFM che compaiono fra le passività nel bilancio consolidato delle IFM (tavola 2 della sezione 2.1, colonna 8). Il totale delle emissioni nette relativo al totale dei titoli di debito, riportato nella colonna 1 della tavola 2 della sezione 4.2, corrisponde al totale delle emissioni nette da parte di residenti nell'area dell'euro nella colonna 9 nella sezione 4.1. La differenza residua fra i titoli di debito a lungo termine e il totale dei titoli di debito a tas-

so 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 Svensson<sup>5)</sup>. 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

5) Svensson, L. E. (1994), *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, CEPR, Discussion Papers n. 1051, Centre for Economic Policy Research, Londra, 1994.

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 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 termine<sup>6)</sup>. 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 specifici<sup>7)</sup>. La scomposizione in base all'utilizzo finale dei prodotti, adottata per i prezzi alla produzione e la produzione industriale, corrisponde alla suddivisione armonizzata dell'industria escluse le costruzioni (NACE Rev. 2 sezioni da B a E) dei "Raggruppamenti principali di industrie", conformemente al Regolamento della Commissione (CE) n. 656/2007 del 14 giugno 2007<sup>8)</sup>. 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

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

7) G.U. L. 393 del 30.12.2006, pag. 1.

8) G.U. L. 155 del 15.6.2007, pag. 3.

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 lavoro<sup>9)</sup> e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003<sup>10)</sup>. 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, 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 2000<sup>11)</sup>, che emenda il SEC 95. La sezione 6.2 riporta il debito lordo

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

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

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

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 pubbliche<sup>12)</sup>. 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 patrimoniale verso l'estero (p.p.e.; sezioni da 7.1, a 7.4) vengono generalmente utilizzati concetti e definizioni in linea con il Manuale dell'FMI sulla bilancia dei pagamenti (5<sup>a</sup> edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)<sup>13)</sup>, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)<sup>14)</sup>. Ulteriore documentazione sulle metodologie e le fonti utilizzate nelle statistiche relative a b.d.p. e p.p.e. è contenuta nella pubblicazione del-

la 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.cmfb.org](http://www.cmfb.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

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

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

14) G.U. L. 159 del 20.6.2007, pag. 48.

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 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 evo-

lutiva 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 destagionalizzati 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, Thailandia, Taiwan, Turchia e Venezuela. I TCE reali sono calcolati utilizzando gli indici dei prezzi al consumo, gli indici dei prezzi alla produzione, i deflatori del prodotto interno lordo e i costi del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera e nel totale dell'economia.

Per informazioni più dettagliate sul calcolo dei TCE, cfr. 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 <sup>1)</sup>



### 15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

### 5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

### 5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

### 2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

### 7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

### 4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo del-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

la BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

#### **2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE, 8 OTTOBRE E 5 NOVEMBRE 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

#### **3 DICEMBRE 2009**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 13 aprile 2010.

#### **14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

#### **4 MARZO 2010**

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla 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.



#### **7 LUGLIO 2011**

Il Consiglio direttivo della BCE decide di aumentare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 13 luglio 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 2,25 e allo 0,75 per cento, a decorrere dal 13 luglio 2011.

#### **4 AGOSTO 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'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento. Decide inoltre di adottare diver-

se misure per far fronte alle nuove tensioni in alcuni mercati finanziari. In particolare, decide che l'Eurosistema condurrà un'operazione di rifinanziamento supplementare a più lungo termine finalizzata a immettere liquidità con una scadenza di circa sei mesi con procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 17 gennaio 2012, in particolare di continuare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo.

#### **8 SETTEMBRE 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'1,50, al 2,25 e allo 0,75 per cento.

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



Target2<sup>1)</sup> 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

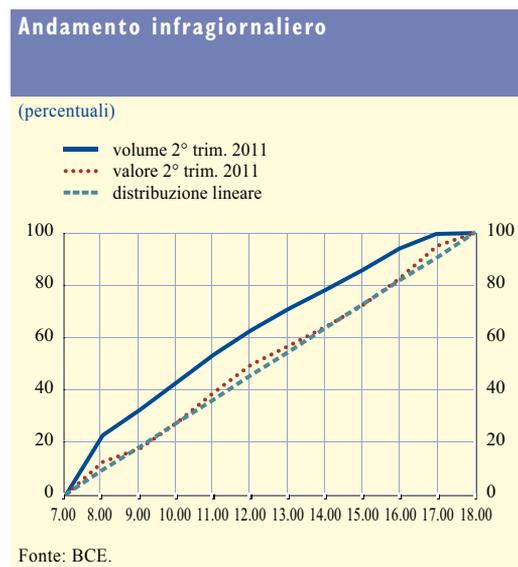
Nel secondo trimestre 2011 su Target2 sono state regolate 22.410.171 operazioni, per un valore totale di 144.109 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 355.717 operazioni per un valore di 2.287 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 30 giugno, giorno in cui sono stati trattati in totale 515.075 pagamenti. Con una quota di mercato del 59 per cento in termini di volume e del 90 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 40 per cento in termini di volume e al 93 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 15,0 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, 217 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

## ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti allo scadere di ciascuna ora della giornata operativa, per il secondo trimestre 2011. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 70 per cento del volume già scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. Alle 13.00 il 56 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 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.
<b>Target2</b>					
Volume totale	22.532.655	21.568.091	22.790.133	21.856.960	22.410.171
Media giornaliera	357.661	326.789	349.305	341.515	355.717
<b>Euro1 (EBA)</b>					
Volume totale	14.971.067	14.755.175	15.445.811	14.829.518	15.372.628
Media giornaliera	237.636	223.563	230.124	231.711	244.010

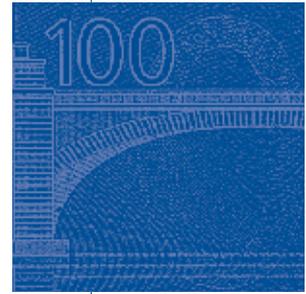
**Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni**

(miliardi di euro)	2010 2° trim.	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.
<b>Target2</b>					
Valore totale	153.299	150.349	150.795	146.071	144.109
Media giornaliera	2.433	2.278	2.285	2.282	2.287
<b>Euro1 (EBA)</b>					
Valore totale	16.152	15.199	15.563	15.261	15.222
Media giornaliera	256	230	241	238	242

#### **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 secondo trimestre 2011, Target2 ha registrato in questo periodo una disponibilità del 100 per cento. In conseguenza di ciò, il tempo medio di regolamento dei pagamenti è risultato inferiore ai cinque minuti, nel pieno rispetto di quanto ci si attende dal sistema.



## 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

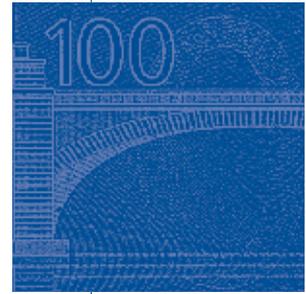
- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *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](mailto: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](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)).

**Altri investimenti [*other investment*]:** voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

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

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

**Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

**Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]:** procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

**Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]:** procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

**Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]:** le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

**Azioni [*equities*]:** titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

**Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]:** prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

**Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]:** bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

**Cancellazione [*write-off*]:** rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

**Cartolarizzazione [*securitisation*]:** operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

**Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]:** esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

**Conti capitale [*capital accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

**Conto capitale [*capital account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

**Conto corrente [*current account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

**Conti finanziari [*financial accounts*]:** parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

**Conto finanziario [*financial account*]:** un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

**Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]:** indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

**Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]:** prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni).

ni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

**Curva dei rendimenti [*yield curve*]:** rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

**Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]:** i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

**Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]:** il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

**Debito estero lordo [*gross external debt*]:** consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

**Deflazione [*deflation*]:** un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

**Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]:** operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]:** l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

**Disinflazione [*disinflation*]:** processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

**Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]:** misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

**Euribor [EURIBOR (*euro interbank offered rate*)]:** tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

**Eurosistema [*Eurosystem*]:** il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

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

**Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]:** fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

**Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]:** istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

**Forze di lavoro [*labour force*]:** il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

**Garanzie [*collateral*]:** attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

**IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]:** istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

**Impieghi disponibili [*job vacancies*]:** termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

**Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]:** indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

**Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]:** indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

**Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]:** indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici.

L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

**Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]:** indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

**Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]:** indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

**Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]:** misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

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

**Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]:** transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

**Investimenti diretti [*direct investment*]:** investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

**M1:** aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

**M2:** aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

**M3:** aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

**Misure di maggiore sostegno al credito [enhanced credit support]:** misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

**Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]:** accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

**Operazione di assorbimento della liquidità [liquidity-absorbing operation]:** operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

**Operazione di mercato aperto [open market operation]:** operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

**Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [longer-term refinancing operation (LTRO)]:** operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e un anno.

**Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]:** operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

**Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [main refinancing operation (MRO)]:** regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

**Operazione temporanea [reverse transaction]:** operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

**Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]:** tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

**Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (P.P.P.)]:** tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze

dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

**Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]:** depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

**Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]:** valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

**Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]:** i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

**Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]:** il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

**Produttività del lavoro [*labour productivity*]:** la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

**Produzione industriale [*industrial production*]:** il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

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

**Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]:** il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

**Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]:** il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

**Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]:** la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi

previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

**Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]:** obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

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

**Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]:** settore che secondo la definizione del SEC 95 comprende tutte le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

**Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]:** entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. In alcuni casi, esse si limitano a detenere le attività cartolarizzate e provvedono a emettere i titoli per il tramite di una diversa entità, che è spesso a sua volta una SVF.

**Stabilità dei prezzi [*price stability*]:** è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

**Survey of Professional Forecasters (SPF):** indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

**Svalutazione [*write-down*]:** correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

**Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]:** medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i 10 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

**Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]:** i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

**Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]:** tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

**Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]:** il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

**Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]:** limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

**Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]:** titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

**Titolo di debito [*debt security*]:** promessa da parte dell'emittente (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.

