



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

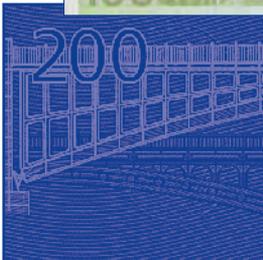
**BOLLETTINO MENSILE
OTTOBRE**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE OTTOBRE 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 5 ottobre 2011.*

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

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



INDICE

EDITORIALE

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

Il contesto esterno all'area dell'euro
Gli andamenti monetari e finanziari
Prezzi e costi
La produzione, la domanda
e il mercato del lavoro

Riquadri:

- 1 La finanziarizzazione delle materie prime e i rendimenti nei diversi mercati **13**
- 2 Andamenti recenti del tasso di cambio del franco svizzero con l'euro **18**
- 3 Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2011 **25**
- 4 I saldi TARGET2 delle banche centrali nazionali nell'area dell'euro **36**
- 5 Partecipazione del settore privato e sue implicazioni per la stabilità finanziaria **45**
- 6 Implicazioni delle pressioni esterne sui prezzi per l'inflazione armonizzata nell'area dell'euro **53**

ARTICOLI

Offerta di moneta: il comportamento delle banche e le implicazioni per l'analisi monetaria **67**

Caratteristiche strutturali del settore della distribuzione commerciale e relativo impatto sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro **87**

La crisi finanziaria alla luce dei conti dell'area dell'euro nella prospettiva dei flussi di fondi **107**

5 STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO

ALLEGATI

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

SI

I

V

VII

SIGLARIO

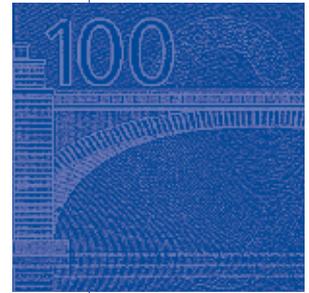
PAESI

| | | | |
|----|-----------------|----|-------------|
| BE | Belgio | HU | Ungheria |
| BG | Bulgaria | MT | Malta |
| CZ | Repubblica Ceca | NL | Paesi Bassi |
| DK | Danimarca | AT | Austria |
| DE | Germania | PL | Polonia |
| EE | Estonia | PT | Portogallo |
| IE | Irlanda | RO | Romania |
| GR | Grecia | SI | Slovenia |
| ES | Spagna | SK | Slovacchia |
| FR | Francia | FI | Finlandia |
| IT | Italia | SE | Svezia |
| CY | Cipro | UK | Regno Unito |
| LV | Lettonia | JP | Giappone |
| LT | Lituania | US | Stati Uniti |
| LU | Lussemburgo | | |

ALTRE

| | |
|-------------|--|
| BCE | Banca centrale europea |
| BCN | Banche centrali nazionali |
| b.d.p. | bilancia dei pagamenti |
| BRI | Banca dei regolamenti internazionali |
| CD | Certificati di deposito |
| CLUPM | Costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria manifatturiera |
| c.i.f. | costo, assicurazione e nolo al confine del paese dell'importatore |
| ECU | Unità monetaria europea |
| EUR | euro |
| FMI | Fondo monetario internazionale |
| f.o.b. | franco a bordo al confine del paese dell'esportatore |
| HWWI | Istituto per l'economia internazionale di Amburgo |
| IAPC | Indice armonizzato dei prezzi al consumo |
| IFM | Istituzioni finanziarie monetarie |
| ILO | Organizzazione internazionale del lavoro |
| IME | Istituto monetario europeo |
| IPC | Indice dei prezzi al consumo |
| IPP | Indice dei prezzi alla produzione |
| MBP5 | Manuale del FMI sulla bilancia dei pagamenti (5ª edizione) |
| NACE | classificazione statistica delle attività economiche nell'Unione europea |
| OCSE | Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico |
| PIL | Prodotto interno lordo |
| SEBC | Sistema europeo di banche centrali |
| SEC 95 | Sistema europeo dei conti nazionali 1995 |
| SITC rev. 4 | Standard International Trade Classification (4ª revisione) |
| TCE | Tasso di cambio effettivo |
| UE | Unione europea |
| UEM | Unione economica e monetaria |

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



EDITORIALE

Nella riunione del 6 ottobre, 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 e le nuove informazioni hanno confermato che probabilmente continuerà a collocarsi oltre il 2 per cento nei mesi a venire, ma registrerà in seguito una diminuzione. Allo stesso tempo l'espansione monetaria di fondo prosegue a ritmo contenuto. Le perduranti tensioni nei mercati finanziari e gli effetti sfavorevoli sulle condizioni di finanziamento potrebbero verosimilmente frenare la crescita economica dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. Le prospettive economiche restano soggette a un'incertezza particolarmente elevata e a rischi al ribasso intensificati. Nel contempo i tassi di interesse a breve termine rimangono modesti. Resta essenziale che la politica monetaria preservi la stabilità dei prezzi nel medio periodo, assicurando il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, 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 termine. 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. È necessaria un'analisi molto accurata di tutti i nuovi dati e di tutti gli andamenti nel prossimo futuro.

Il Consiglio direttivo ha inoltre stabilito i dettagli inerenti alle operazioni di rifinanziamento che avranno luogo dall'ottobre 2011 al 10 luglio 2012, segnatamente ha deciso di condurre due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine – una nell'ottobre prossimo con scadenza a circa 12 mesi e l'altra nel dicembre prossimo con scadenza a circa 13 mesi – e di seguitare ad applicare la procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti a tutte le operazioni di rifinanziamento. In aggiunta, il Consiglio direttivo ha deciso di varare un nuovo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite nel novembre prossimo¹⁾. 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, dopo la riduzione del secondo trimestre del 2011, allo 0,2 per cento sul periodo precedente, la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro dovrebbe risultare molto moderata nella seconda metà dell'anno, in base alle attese correnti. In particolare, una serie di fattori sembra frenare la dinamica di fondo dell'area, fra questi la decelerazione della domanda mondiale, il peggioramento del clima di fiducia di consumatori e imprese, nonché effetti sfavorevoli sulle condizioni di finanziamento derivanti dalle tensioni in atto in diversi mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Al tempo stesso il Consiglio direttivo continua ad attendersi che l'attività economica dell'area dell'euro tragga beneficio dal protrarsi della crescita positiva nei paesi emergenti, nonché dal livello contenuto dai tassi di interesse a breve termine e dalle varie misure adottate a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Secondo la valutazione del Consiglio direttivo, le prospettive economiche per l'area dell'euro restano soggette a rischi verso il basso, in un contesto di incertezza particolarmente elevata. Tali rischi sono connessi segnatamente alle persistenti tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari nell'area dell'euro e a livello mondiale, nonché al potenziale ulteriore propagarsi di tali pressioni all'economia reale dell'area; inoltre riguardano i prezzi dell'energia tuttora elevati, le spinte protezionistiche 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 3,0 per cento in settembre, dopo il 2,5 di agosto. I tassi di inflazione si sono collocati su

1) Per maggiori informazioni, cfr. i comunicati stampa del 6 ottobre 2011 *ECB announces details of refinancing operations from October 2011 to 10 July 2012* e *ECB announces new covered bond purchase programme*.

livelli elevati dalla fine dello scorso anno, principalmente per effetto dei rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva è probabile che si mantengano chiaramente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, ma registrino in seguito una diminuzione. Tale evoluzione riflette l'aspettativa di una dinamica della crescita salariale relativamente stabile a fronte di una moderata espansione dell'economia.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che le prospettive di medio periodo sull'andamento dei prezzi siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. I rischi verso l'alto riguardano in particolare possibili 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 luglio e agosto il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è passato dal 2,1 al 2,8 per cento, mentre quello relativo ai prestiti al settore privato corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni si è portato dal 2,6 al 2,8 per cento. Una serie di fattori, forse connessi all'intensificarsi delle tensioni in alcuni mercati finanziari, potrebbe avere avuto un effetto al rialzo sulle componenti di M3. In particolare, ingenti afflussi verso i depositi a vista e le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, nonché un cospicuo afflusso verso i pronti contro termine sembrano avere determinato gli andamenti monetari di agosto. L'afflusso verso i pronti contro termine riflette soprattutto i prestiti interbancari garantiti, regolati in misura crescente tramite controparti centrali appartenenti al settore detentore di moneta. Nel complesso, l'espansione di M3 è stata alimentata specialmente dall'incremento del tasso di crescita sui dodici mesi di M1, dall'1,0 per cento di luglio all'1,7 di agosto, e dall'aumento di quello relativo agli strumenti negoziabili.

Dal lato delle contropartite, in agosto il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni, è rimasto invaria-

to al confronto con luglio, rispettivamente al 2,2 e al 2,7 per cento. Nell'adeguata prospettiva di medio periodo, 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 quindi moderato.

La situazione del settore bancario richiede particolare attenzione, data l'interazione tra le questioni relative al rischio sovrano e il fabbisogno di finanziamento delle banche. Come ha già fatto in passato, il Consiglio direttivo esorta le banche a condurre tutti gli interventi necessari per rafforzare i loro bilanci, trattenere gli utili, assicurare moderazione riguardo alle remunerazioni e ricorrere al mercato per consolidare ulteriormente la loro componente patrimoniale. Ove opportuno, esse dovrebbero sfruttare appieno le misure di sostegno pubblico, le quali dovrebbero essere rese pienamente operative, inclusa la possibilità che in futuro la European Financial Stability Facility (EFSF) conceda prestiti ai governi per la ricapitalizzazione delle banche.

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 e le nuove informazioni hanno confermato che probabilmente continuerà a collocarsi oltre il 2 per cento nei mesi a venire, ma registrerà in seguito una diminuzione. La verifica incrociata con le informazioni derivanti dall'analisi monetaria conferma che l'espansione monetaria di fondo prosegue a ritmo contenuto. Le perduranti tensioni nei mercati finanziari e gli effetti sfavorevoli sulle condizioni di finanziamento potrebbero verosimilmente frenare la crescita economica dell'area dell'euro nella seconda metà dell'anno. Le prospettive economiche restano soggette a un'incertezza particolarmente elevata e a rischi al ribasso intensificati. Nel contempo i tassi di interesse a breve termine rimangono modesti. Resta essenziale che la politica monetaria preservi la stabilità dei prezzi nel medio periodo, assicurando il saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area dell'euro, 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 termine. 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. È necessaria un'analisi molto accurata di tutti i nuovi dati e di tutti gli andamenti nel prossimo futuro.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, a fronte della perdurante elevata incertezza sui mercati finanziari, è necessario che tutti i governi prendano misure incisive, concentrate nelle fasi iniziali dei periodi di programmazione, per rafforzare la fiducia dei cittadini nella sostenibilità delle finanze pubbliche. 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 cruciale per assicurare la stabilità finanziaria nell'intera area dell'euro. I paesi soggetti ai programmi di risanamento congiunti dell'UE-FMI, nonché i paesi particolarmente vulnerabili alle condizioni sui mercati finanziari devono attuare in modo inequivocabile tutti i provvedimenti annunciati per il riequilibrio dei conti pubblici e il rafforzamento dell'assetto nazionale di finanza pubblica; inoltre devono essere pronti ad adottare eventuali misure aggiuntive che possono rendersi necessarie in funzione dell'evolversi della situazione.

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 incremen-

tare la competitività, a promuovere la flessibilità delle rispettive economie e a migliorare il proprio potenziale di crescita a più 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 favoriscano la flessibilità salariale, soprattutto la rimozione dei meccanismi di indicizzazione automatica delle retribuzioni e il rafforzamento degli accordi a livello di impresa. Più in generale, in questi tempi difficili è essenziale assicurare moderazione in termini sia di margini di profitto che di salari. 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. Al tempo stesso il Consiglio direttivo esorta tutti i governi dei paesi dell'area dell'euro a dare piena attuazione a tutti gli aspetti delle decisioni che questi hanno assunto il 21 luglio scorso.

Questo numero del Bollettino contiene tre articoli. Il primo illustra come le informazioni fornite dall'analisi degli andamenti monetari e creditizi possano contribuire a individuare l'impatto del comportamento e dell'attività di intermediazione delle banche sull'economia. Il secondo considera gli aspetti strutturali dei settori della distribuzione e il loro effetto sull'andamento dei prezzi nell'area dell'euro; inoltre suggerisce che vi è ampio margine per ulteriori riforme intese a migliorare il mercato unico. Infine, il terzo prende in esame l'evoluzione della crisi finanziaria sotto il profilo dei flussi dei fondi.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

L'economia mondiale ha rallentato negli ultimi mesi, per motivi in parte riconducibili a fattori transitori. Il venir meno di questi ultimi nella seconda metà dell'anno dovrebbe tuttavia fornire un certo sostegno alla crescita. Ciò nonostante, soprattutto nelle economie avanzate, le rinnovate tensioni sui mercati finanziari internazionali e i persistenti problemi strutturali agiscono da freno alla ripresa. Nei mercati emergenti il rallentamento della crescita è stato più contenuto e potrebbe contribuire a mitigare le pressioni al surriscaldamento avvertite in alcuni paesi. Le spinte inflazionistiche restano complessivamente più pronunciate nelle economie emergenti che in quelle avanzate.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

L'economia mondiale ha rallentato negli ultimi mesi. Tale andamento va ricondotto in parte ad alcuni fattori transitori, quali l'impatto delle calamità naturali in Giappone sulle catene produttive mondiali e l'effetto frenante dei prezzi elevati delle materie prime sui redditi disponibili. Se la diminuzione dei turbamenti nelle filiere produttive ha fornito un certo slancio alla crescita nella seconda metà dell'anno, le rinnovate tensioni nei mercati finanziari internazionali – che si sono riflesse sia nell'aumento della volatilità in tali mercati sia nel calo dei valori azionari – e i problemi strutturali frenano la ripresa. Tali problemi sono connessi in larga parte alla perdurante esigenza di risanare i bilanci sia pubblici che privati, come anche alla persistente debolezza del mercato immobiliare e di quello del lavoro in alcune delle principali economie avanzate. Permangono inoltre differenze tra aree economiche in termini di posizione rispetto al ciclo. Se nei paesi avanzati la ripresa rimane piuttosto debole, in quelli emergenti la moderazione della crescita sembra essere più contenuta e potrebbe contribuire a mitigare le pressioni al surriscaldamento evidenti in alcuni di essi.

Il rallentamento dell'economia mondiale si è riflesso nei risultati delle indagini congiunturali. A settembre l'indice mondiale complessivo dei direttori agli acquisti (PMI) è aumentato lievemente al 52,0 (da 51,5 del mese precedente), un livello ancora superiore al valore soglia teorico tra espansione e contrazione – fissato a 50 –, ma inferiore alla media dal 2000 (cfr. figura 1). In settembre, il PMI per il settore manifatturiero si è attestato a quota 50, e quello relativo ai servizi si è collocato a 52,6, ad indicare una dinamica piuttosto modesta anche in questo comparto dell'economia. La crescita dei nuovi ordinativi nel settore manifatturiero avrebbe inoltre ulteriormente rallentato, mentre ha registrato un lieve aumento in quello dei servizi. In linea con i suddetti andamenti dell'attività manifatturiera su scala internazionale, i dati più recenti sul commercio mondiale e il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero mostrano una dinamica lenta anche nell'interscambio globale. Rispetto ai tre mesi precedenti, nei tre mesi fino a luglio la crescita del commercio internazionale di beni (esclusa l'area dell'euro) è scesa allo 0,3 per cento, da circa il 3 per cento nel primo trimestre dell'anno.

Figura 1 PMI manifatturiero mondiale

(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Le pressioni sui costi sembrano essersi lievemente allentate a livello mondiale. A settembre il PMI Global All-Industry Input Prices è sceso leggermente (a 57,3, da 58,0 nel mese precedente), rimanendo di conseguenza ben al di sotto dei massimi del primo trimestre dell'anno. L'inflazione complessiva sui dodici mesi si è generalmente stabilizzata nelle economie avanzate, mentre in quelle emergenti le spinte al rialzo sui prezzi sono rimaste più pronunciate. Per i paesi OCSE il tasso complessivo è salito in agosto al 3,2 per cento (dal 3,1 di luglio; cfr. figura 2), a causa dei forti aumenti dei prezzi dei beni alimentari ed energetici, mentre quello calcolato al netto di tali componenti è stato pari all'1,8 per cento (contro l'1,7 di luglio). Nelle economie emergenti l'inflazione è ancora elevata sia per i crescenti vincoli di capacità produttiva sia per la maggiore incidenza delle materie prime nei rispettivi panieri di consumo.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

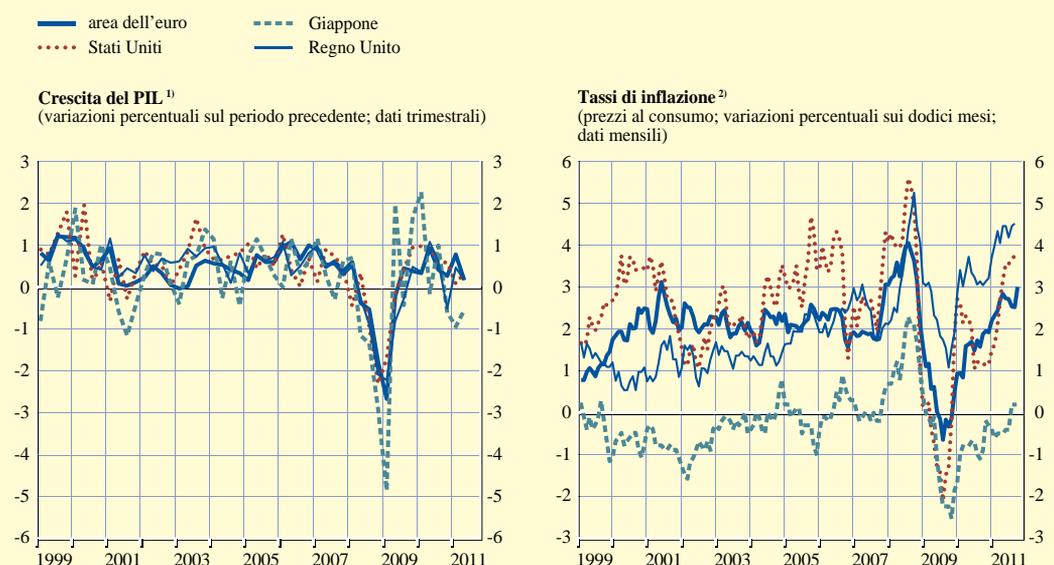


Fonte: OCSE.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti la ripresa è rimasta lenta nel secondo trimestre del 2011. Stando alla terza stima del Bureau of Economic Analysis, in tale periodo il PIL in termini reali sarebbe salito dell'1,3 per cento in ragione d'anno (0,3 per cento sul periodo precedente; cfr. figura 3). Tale stima è superiore alla

Figura 3 I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



Fonti: dati nazionali, BRI, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Per l'area dell'euro e il Regno Unito sono stati utilizzati dati di fonte Eurostat; per gli Stati Uniti e il Giappone, dati di fonti nazionali. I dati relativi al PIL sono destagionalizzati.

2) Misurata sullo IAPC per l'area dell'euro e il Regno Unito, sull'indice dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti e il Giappone.

precedente e fa seguito ad una crescita dello 0,4 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre. Il rallentamento della crescita nel secondo trimestre ha continuato a riflettere sia il calo 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 – avvertiti particolarmente nel settore automobilistico – conseguenti al terremoto nella parte orientale del Giappone. Gli investimenti delle imprese hanno continuato a crescere e quelli in edilizia residenziale si sono ripresi dal calo del primo trimestre. La revisione al rialzo della crescita del PIL in termini reali nel secondo trimestre rispetto alla stima precedente è ascrivibile principalmente al maggior contributo della spesa per consumi delle esportazioni e, in misura inferiore, degli investimenti fissi privati (solo in parte controbilanciati dal contributo più negativo delle scorte).

Con riferimento ai prezzi, in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata mediante l'indice dei prezzi al consumo (IPC) è salita al 3,8 per cento (dal 3,6 di luglio), il livello più alto da settembre 2008. L'aumento dell'inflazione complessiva nel corso del 2011 continua a riflettere il pronunciato incremento sui dodici mesi dei prezzi dei beni energetici. Nonostante una lieve moderazione nel periodo recente, tale incremento è stato pari in agosto al 18,4 per cento in ragione d'anno. Anche l'inflazione dei prezzi dei beni alimentari è salita ulteriormente, al 4,6 per cento. Il tasso calcolato al netto delle componenti alimentare ed energetica ha continuato a salire, portandosi in agosto al 2,0 per cento, dall'1,8 di luglio. La crescita dell'inflazione di fondo rispetto ai bassi livelli del 2010 deriva in parte dall'ascesa graduale ma costante dei costi delle abitazioni a partire da valori molto bassi.

Il 21 settembre 2011 il Federal Open Market Committee (FOMC) ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento ed ha continuato a prevedere che le condizioni economiche giustifichino valori eccezionalmente bassi del tasso sui Federal Funds almeno fino alla metà del 2013. Al tempo stesso il FOMC ha annunciato nuove misure intese a stimolare la lenta ripresa economica e contribuire a sostenere le condizioni nei mercati dei mutui ipotecari, compresa l'estensione della scadenza media dei titoli da esso detenuti.

GIAPPONE

In Giappone la seconda pubblicazione dei dati di contabilità nazionale per il secondo trimestre del 2011 mostra una contrazione del prodotto pari allo 0,5 per cento sul trimestre precedente, inferiore rispetto alla prima stima, a confermare l'impatto negativo del terremoto e dello tsunami che hanno colpito il paese in marzo. Gli indicatori mensili recenti segnalano tuttavia una ripresa dell'economia, in presenza di un graduale allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta provocati dal terremoto. La produzione industriale, che pure ha registrato un aumento modesto in luglio ed agosto, si è riportata su valori molto prossimi a quelli antecedenti la calamità naturale (circa il 96 per cento rispetto al livello di febbraio). In modo analogo le esportazioni di beni in termini reali misurate dall'indice delle esportazioni reali della Banca del Giappone sono cresciute lievemente in agosto (dello 0,1 per cento sul mese precedente), ma l'indice, grazie ai forti incrementi di maggio e giugno, si attesta ad un livello attualmente inferiore di appena il 2 per cento circa rispetto ai livelli di febbraio. Al tempo stesso le importazioni di beni in termini reali hanno continuato a crescere, sebbene in misura modesta.

Con riferimento ai prezzi al consumo, in agosto l'inflazione sui dodici mesi misurata dall'IPC si attesta allo 0,2 per cento, stabile rispetto al livello riscontrato nel mese precedente. Il tasso calcolato al netto dei beni alimentari freschi è aumentato allo 0,2 per cento (dallo 0,1 di luglio), mentre quello ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici è rimasto in territorio negativo. 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.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito i dati mensili segnalano la perdurante debolezza dell'economia nel terzo trimestre del 2011. Secondo gran parte delle indagini presso le imprese e delle statistiche sui consumi delle famiglie permangono livelli relativamente modesti in agosto e settembre. Nel breve periodo è quindi probabile un ritmo di ripresa ancora limitato, anche se le azioni di stimolo della politica monetaria dovrebbero sostenere l'attività economica. Si prevede ancora che le condizioni di credito restrittive, il processo di aggiustamento dei bilanci delle famiglie e il sostanziale inasprimento fiscale continuino ad agire da freno alla crescita della domanda interna.

L'inflazione sui dodici mesi misurata dall'IPC è rimasta elevata nel periodo recente ed è salita in agosto al 4,5 per cento, dal 4,4 di luglio. Al contrario, il tasso di fondo (misurato al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici) è sceso dal 3,8 al 3,7 per cento. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione continui a crescere. Nel più lungo periodo, tuttavia, il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i 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 contribuiranno 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. Il 6 ottobre il Comitato ha stabilito di procedere ad un ulteriore acquisto di titoli per 75 miliardi di sterline, finanziato dall'emissione di riserve della banca centrale, ad incrementare lo stock di 200 miliardi di sterline accumulato dagli acquisti precedenti.

CINA

In Cina la crescita economica ha continuato, in agosto, a contrarsi. Gli indici PMI segnalano un indebolimento dell'attività sia nel settore manifatturiero sia in quello dei servizi, principalmente riconducibile al peggioramento delle condizioni della domanda estera e all'inasprimento delle politiche sul piano interno. Mentre il commercio estero ha perso slancio rispetto agli inizi dell'anno, le importazioni hanno registrato una robusta crescita in agosto. Ciò indica il graduale venir meno dell'impatto provocato dai disturbi temporanei lungo le catene produttive risultanti dal terremoto e dallo tsunami che hanno colpito il Giappone. Gli investimenti fissi sono rimasti forti, grazie soprattutto alle perduranti azioni di stimolo nel settore immobiliare.

L'inflazione sui dodici mesi calcolata sull'IPC è scesa al 6,3 per cento in agosto, dal 6,5 di luglio, principalmente a causa della moderazione dei prezzi dei beni alimentari. La recente stabilizzazione dei corsi delle materie prime e dei beni alimentari dovrebbe attenuare le spinte inflazionistiche nei prossimi mesi, portando l'inflazione su livelli più prossimi all'obiettivo del 4 per cento fissato dalle autorità. La crescita dei nuovi prestiti interni e dell'aggregato M2 ha decelerato ulteriormente in agosto, a causa della politica monetaria restrittiva della prima metà dell'anno. La banca centrale della Repubblica popolare cinese mantiene invariati da luglio i tassi di riferimento e il coefficiente di riserva, a segnalare un arresto delle politiche restrittive in presenza di crescenti timori per le prospettive dell'economia mondiale.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

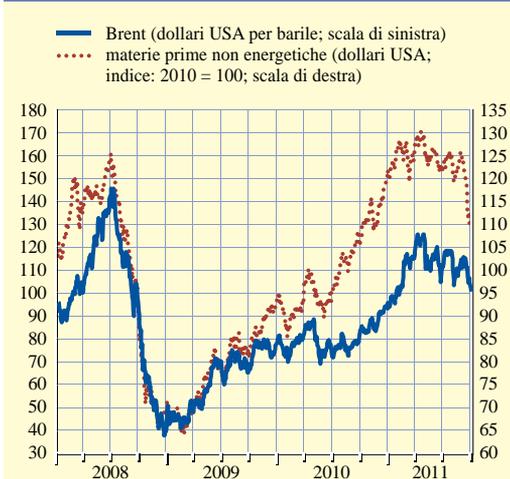
I prezzi del petrolio sono diminuiti in settembre e agli inizi di ottobre. Il 5 ottobre il greggio di qualità Brent veniva quotato a 100,7 dollari al barile, un livello ancora superiore dell'8,1 per cento

rispetto agli inizi dell'anno ma inferiore del 12 per cento nel confronto con i primi di settembre (cfr. figura 4). In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012 che si collocano a circa 96,1 dollari al barile.

Il calo dei prezzi si inserisce sullo sfondo delle maggiori turbolenze nei mercati finanziari e dei connessi timori per le prospettive economiche mondiali. Benché questo non abbia ancora influito sulla domanda, soprattutto nei paesi emergenti, l'Agenzia Internazionale per l'Energia ha rivisto al ribasso le proiezioni per la stessa nel 2011 e 2012.

I corsi delle materie prime non energetiche sono diminuiti in settembre. Le quotazioni dei beni alimentari e dei metalli hanno entrambe risentito dei timori per le prospettive economiche mondiali e per il potenziale impatto delle stesse sulla domanda di materie prime. A fine settembre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore del 10,3 per cento rispetto agli inizi dell'anno. Il riquadro 1 analizza l'evolversi della correlazione tra i rendimenti delle materie prime e quelli delle attività finanziarie.

Figura 4 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



Fonti: Bloomberg e HWWI.

Riquadro 1

LA FINANZIARIZZAZIONE DELLE MATERIE PRIME E I RENDIMENTI NEI DIVERSI MERCATI

Dalla metà degli anni 2000 gli scambi di *future* su materie prime si sono intensificati, un fenomeno spesso definito come “finanziarizzazione delle materie prime”. Una determinante fondamentale di questo processo è la crescente propensione degli investitori a detenere commodity – o strumenti di investimento ad esse collegati – come parte della loro strategia di diversificazione dei portafogli, sulla base della correlazione storicamente bassa tra i rendimenti delle materie prime e quelli delle attività finanziarie.

La crescita degli scambi negli ultimi anni può essere inoltre riconducibile al comportamento delle banche, le quali hanno costituito e commercializzato fondi comuni aventi lo scopo di replicare l'andamento di particolari indici dei prezzi delle materie prime (“fondi su indici”) e fornire quindi agli investitori una modalità semplice per acquisire un'esposizione verso le fluttuazioni dei corsi dei prodotti di base. I fondi su indici che replicano un determinato indice di materie prime – e che seguono pertanto strategie di investimento passive, consistenti soprattutto nell'acquisto di contratti *future*¹⁾ –

1) I fondi su indici assumono di norma posizioni lunghe nei mercati dei *future* e, all'avvicinarsi della data di consegna, le rinnovano fino alla scadenza successiva poiché non sono interessati alla consegna fisica della materia prima. Queste posizioni non riflettono quindi orientamenti o aspettative circa l'evoluzione successiva dei prezzi. È solo nella fase di rinnovo, vale a dire quando un contratto *future* si approssima alla sua scadenza, che questi fondi intervengono vendendolo e sostituendolo con uno a scadenza più lunga. Occorre tuttavia riconoscere che alcuni fondi su indici detengono di fatto metalli preziosi e, in alcuni casi, anche rame.

potrebbero avere contribuito ad una pressione costante sui prezzi dei *future* su diverse merci, rendendo di conseguenza più simili gli andamenti degli stessi.

I responsabili delle politiche stanno prestando attenzione alla crescente correlazione tra i rendimenti delle materie prime e quelli osservabili sugli altri mercati finanziari, al di sopra di quanto potrebbe essere giustificato dall'evoluzione delle determinanti fondamentali dei prezzi delle materie prime, poiché questo potrebbe comportare una serie di conseguenze negative per la politica monetaria e la stabilità finanziaria. Se le quotazioni delle materie prime fossero più correlate ai corsi degli strumenti finanziari che ai fondamentali delle stesse, l'inflazione potrebbe diventare eccessivamente volatile ed i cicli economici potrebbero essere mitigati o accentuati dalla maggiore variabilità di tali quotazioni rispetto al passato. Inoltre, la più elevata correlazione tra i rendimenti delle materie prime e quelli delle attività finanziarie potrebbe influire sull'esposizione al rischio dei portafogli internazionali.

A partire da tali presupposti, l'obiettivo di questo riquadro è quello di esaminare gli andamenti delle suddette correlazioni nel corso dell'ultimo decennio e fornire alcuni riscontri del possibile impatto delle variazioni dei volumi di scambio di determinate materie prime su tali correlazioni.

Correlazione fra i rendimenti delle materie prime e quelli delle attività finanziarie

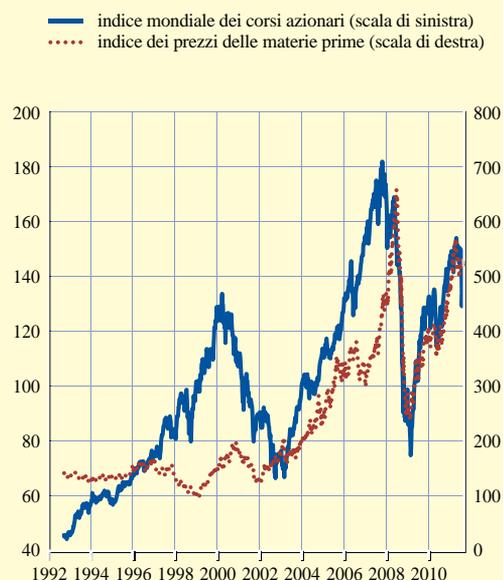
L'evidenza empirica indica chiaramente che la correlazione tra i rendimenti delle materie prime e quelli delle attività finanziarie è aumentata a partire dai primi anni 2000. Come mostra la figura A, le quotazioni delle materie prime e i mercati azionari mondiali hanno mostrato una crescente sincronia a partire dal 2003 circa ed hanno seguito prevalentemente lo stesso andamento a partire dal 2008.

L'analisi delle variazioni nel tempo della correlazione fra i rendimenti di determinate materie prime e quelli dell'indice azionario mondiale (espressi in dollari statunitensi), misurati a frequenze settimanali dal 30 settembre 1997, conferma questo quadro (cfr. figura B). Le tre correlazioni prescelte hanno oscillato entro un intervallo piuttosto ristretto fra il 1997 e il 2008, si sono impennate contemporaneamente (salendo a circa 0,5) in presenza delle turbolenze originate dal fallimento di Lehman Brothers e si sono successivamente mantenute su livelli elevati rispetto alla media del decennio precedente.

La motivazione teorica della maggiore correlazione tra i rendimenti delle materie prime e quelli delle azioni è costituita dal fatto che gli investitori finanziari potrebbero essere più sensibili alle notizie macroeconomiche rispetto ai fondamentali delle varie materie prime, e che di con-

Figura A Andamenti dei prezzi delle materie prime e dei corsi azionari

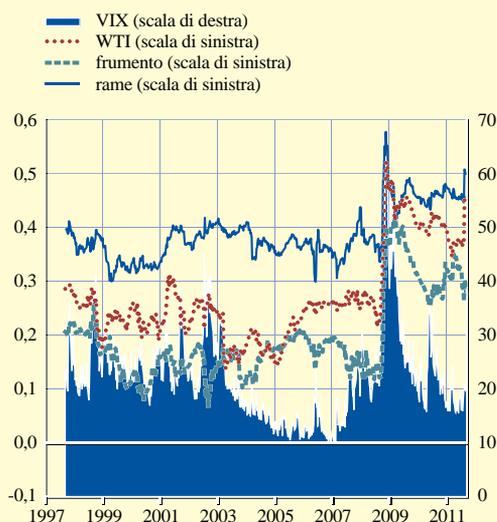
(indice: 29 dicembre 1998 = 100; dati settimanali)



Fonti: Thomson Reuters.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 13 settembre 2011.

Figura B Correlazioni fra rendimenti delle materie prime e delle azioni

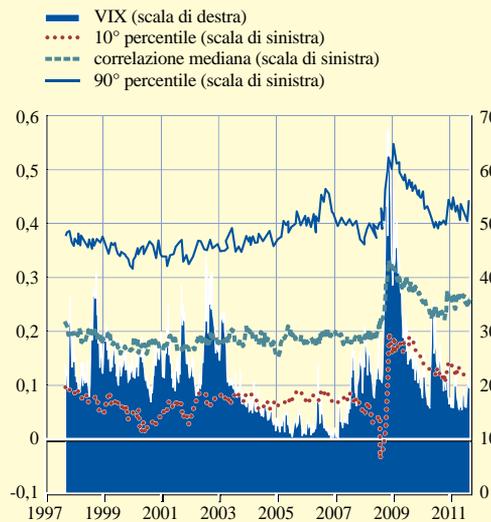
(scala di sinistra: correlazione; scala di destra: volatilità; dati settimanali)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: per le azioni si utilizza l'indice azionario mondiale espresso in dollari statunitensi. VIX è la volatilità implicita dell'indice del mercato azionario statunitense. WTI è il prezzo del petrolio greggio West Texas Intermediate. L'ultima osservazione è relativa al 13 settembre 2011.

Figura C Correlazioni fra rendimenti delle materie prime

(scala di sinistra: correlazione; scala di destra: volatilità; dati settimanali)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Note: VIX è la volatilità implicita dell'indice del mercato azionario statunitense. La correlazione mediana è la mediana delle 66 correlazioni fra i 12 rendimenti delle materie prime (cfr. nota 2). Anche i percentili si riferiscono a queste 66 correlazioni. L'ultima osservazione è relativa al 13 settembre 2011.

seguenza gli andamenti dei principali indicatori economici potrebbero influire sia sulle materie prime che sulle attività finanziarie, accrescendone pertanto la correlazione.

Correlazione fra i rendimenti delle materie prime

La figura C fornisce informazioni di sintesi ricavate dalla matrice di correlazione dei rendimenti di 12 *future* su merci²⁾, cioè la correlazione media e il 10° e 90° percentile. Analogamente a quanto avvenuto per il collegamento tra i prezzi delle materie prime e quelli delle azioni, anche la correlazione tra i rendimenti delle commodity si è mantenuta piuttosto stabile tra il 1997 e la metà del 2008, per poi subire una repentina impennata e mantenersi per qualche tempo su livelli elevati.

Il comportamento dei fondi su indici che assegnano simultaneamente gli importi ricevuti dagli investitori alle materie prime incluse nell'indice di riferimento potrebbe avere contribuito a questa evoluzione. Gli studi recenti³⁾ non consentono tuttavia di trarre conclusioni univoche in materia e gran parte dei risultati disponibili finora suggerisce l'assenza di effetti significativi.

2) Caffè, rame, cotone, gas, oro, combustibili da riscaldamento, granoturco, argento, soia, platino, frumento e greggio di qualità WTI.
3) Irwin, S.H. e Sanders, D.R., "The impact of index and swap funds on commodity futures markets", *Food, Agriculture and Fisheries Working Paper* dell'OCSE, n. 27, 2010. Singleton, K.J., "Investors flows and the 2008 boom/bust in oil prices", *Working Paper* della Stanford Graduate School of Business, 2011. Stoll H. e Whaley R., "Commodity index investing and commodity futures prices", *Journal of Applied Finance*, 20, 2010, pagg. 7-46. Tang, K. e Xiong, W., "Index investing and the financialization of commodities", *Working Paper* della Princeton University, 2011.

In sintesi, sia la correlazione tra i prezzi delle materie prime e i corsi azionari sia quella tra i rendimenti di materie prime diverse è aumentata dopo le turbolenze finanziarie di settembre 2008; ciò nonostante, non ha raggiunto valori paragonabili a quelli della correlazione tra i mercati azionari di tutto il mondo⁴⁾. L'idea che le materie prime possano avere perso la loro utilità come metodo di diversificazione dei portafogli internazionali non sembra quindi fondata.

Inoltre, le figure B e C riportano l'indice VIX della volatilità del mercato azionario statunitense assieme alle correlazioni e mostrano come il picco raggiunto da queste ultime corrisponda esattamente al momento in cui la percezione mondiale del rischio rilevata dal VIX ha toccato un suo massimo storico. Tale andamento è in linea con l'evidenza riconosciuta del fatto che i test di contagio basati sulle correlazioni siano distorti per eccesso dalle oscillazioni dei livelli di volatilità. Inoltre, poiché la percezione del rischio non sembra essere cresciuta in modo permanente, si prevede che ad una sua diminuzione si abbassino anche le correlazioni (rispetto ai massimi recenti). Di fatto, è stato già osservato un lieve ridimensionamento di queste ultime in presenza di una flessione della volatilità rispetto a tali massimi.

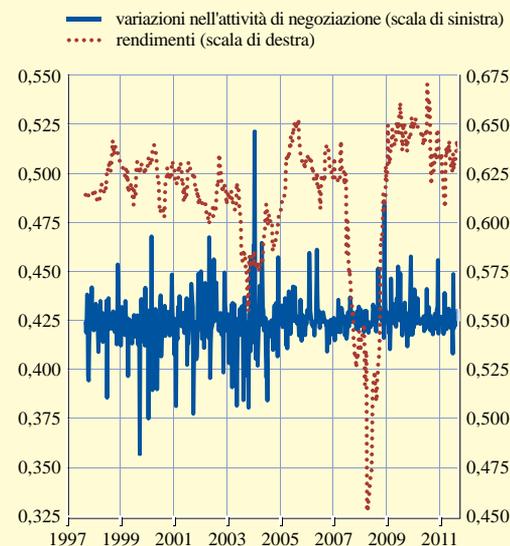
Attività di negoziazione e correlazione tra i rendimenti delle diverse materie prime

L'analisi del collegamento tra l'attività di negoziazione e la correlazione tra i rendimenti delle diverse materie prime costituisce un'ulteriore strumento di valutazione dell'impatto dei fondi su indici. Se questi ultimi influiscono sulle correlazioni attraverso l'acquisto contestuale delle materie prime di un determinato indice, la correlazione tra i rendimenti di una particolare coppia di merci dovrebbe aumentare al crescere di quella tra i corrispondenti andamenti degli scambi. La misura utilizzata per questi ultimi è il tasso di variazione delle posizioni aperte, vale a dire del numero di contratti *future* in essere per le materie prime considerate⁵⁾.

La figura D riporta i risultati relativi al granturco e al frumento, una coppia di materie prime che presenta di norma un'elevata correlazione strutturale per la comune influenza dei fattori legati alle condizioni climatiche⁶⁾. In primo luogo, la correlazione tra gli scambi appare piuttosto bassa ed erratica; quella tra i

Figura D Correlazioni dinamiche fra l'attività di negoziazione di granturco e grano e la corrispondente correlazione fra i loro rendimenti

(correlazioni; dati settimanali)



Fonti: Bloomberg, CFTC ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 13 settembre 2011.

- 4) Per esempio, si stima di norma che le correlazioni fra i rendimenti dei mercati azionari statunitensi e quelli dell'area dell'euro siano comprese fra 0,8 e 0,9.
- 5) L'attività di negoziazione viene misurata in base alle posizioni aperte in contratti *future* nelle borse statunitensi. Tali statistiche sono diffuse con frequenza settimanale dalla Commodity Futures Trading Commission (CFTC) degli Stati Uniti.
- 6) La stessa analisi è stata effettuata per le altre 65 coppie di materie prime ottenute dall'elenco di cui alla nota 2 di questo riquadro, con risultati ancora più deboli.

rendimenti è invece molto più elevata e meno volatile. Inoltre, gran parte dei picchi di correlazione fra gli scambi è stata osservata in concomitanza con bassi livelli di correlazione tra i rendimenti, a segnalare l'assenza di un forte effetto dell'attività di trading sui comovimenti dei rendimenti delle materie prime ⁷⁾.

In sostanza, dalla metà del 2008 la correlazione tra i rendimenti delle diverse materie prime e quella tra i rendimenti delle materie prime e i corsi azionari hanno raggiunto dei massimi pur non toccando livelli tali da modificare il ruolo delle merci come mezzo di diversificazione nei portafogli internazionali. Inoltre, l'analisi presentata in questo riquadro non offre alcuna solida evidenza circa le tesi spesso citate di un ruolo svolto dalle negoziazioni nella crescita della correlazione tra i rendimenti delle diverse materie prime. L'aumento osservato è invece dovuto più probabilmente ad altri fattori, quali le determinanti comuni del ciclo macroeconomico mondiale.

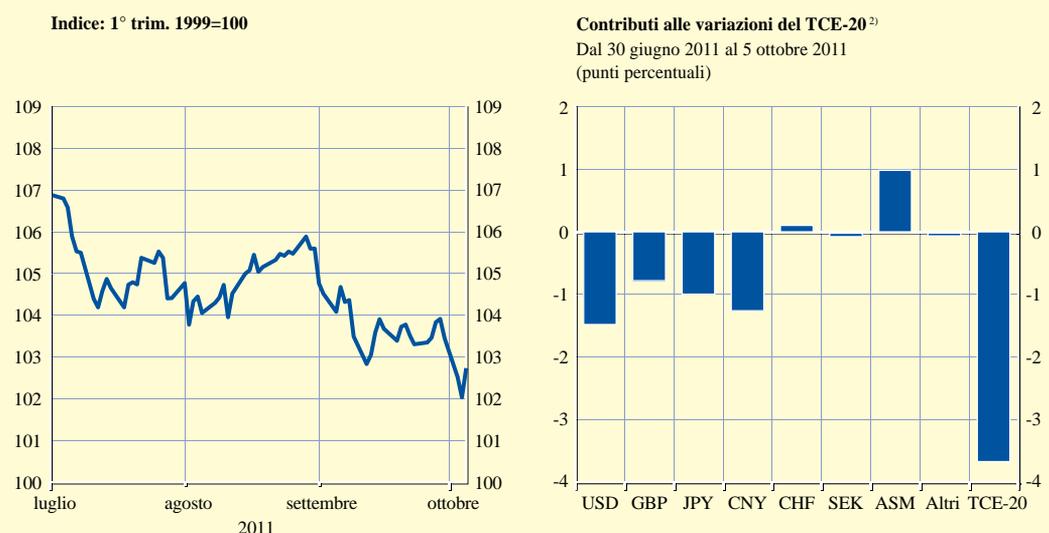
7) La correlazione campionaria tra le due correlazioni è di circa 0,05.

I.3 TASSI DI CAMBIO

Tra la fine di giugno e gli inizi di ottobre il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si è deprezzato in un contesto di volatilità piuttosto elevata e il 5 ottobre era inferiore del 3,7 per cento rispetto al livello di fine giugno 2011 e dell'1,8 per cento rispetto alla media del 2010 (cfr. figura 5).

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

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

1) Un aumento dell'indice rappresenta un apprezzamento del tasso di cambio effettivo dell'euro nei confronti di 20 dei più importanti partner commerciali dell'area che includono tutti gli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro.

2) I contributi alle variazioni del TCE-20 sono riportati singolarmente per le valute dei sei principali partner commerciali dell'area dell'euro. La categoria "Altri Stati membri (ASM)" si riferisce al contributo aggregato delle valute degli Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro (eccetto la sterlina britannica e la corona svedese). La categoria "Altri" si riferisce al contributo aggregato dei rimanenti sei partner commerciali dell'area dell'euro nell'indice TCE-20. Le variazioni sono calcolate utilizzando i pesi basati sull'interscambio commerciale complessivo relativi a ciascun paese nell'indice TCE-20.

Tavola 1 Andamenti dei tassi di cambio dell'euro¹⁾

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

| | peso nel TCE-20 | tasso di cambio al 5 ottobre 2011 | apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 5 ottobre 2011 | | |
|----------------------|-----------------|-----------------------------------|---|-----------------|----------------|
| | | | da: | | rispetto a: |
| | | | 30 giugno 2011 | 1° gennaio 2010 | media del 2010 |
| Dollaro statunitense | 19,4 | 1,334 | -7,7 | -7,3 | 0,6 |
| Sterlina britannica | 17,8 | 0,863 | -4,4 | -3,2 | 0,6 |
| Renminbi cinese | 13,6 | 8,504 | -9,0 | -13,4 | -5,2 |
| Yen giapponese | 8,3 | 102,3 | -12,0 | -23,5 | -12,0 |
| Franco svizzero | 6,4 | 1,227 | 1,6 | -17,5 | -11,1 |
| Zloty polacco | 4,9 | 4,395 | 10,1 | 7,1 | 10,0 |
| Corona svedese | 4,9 | 8,119 | -0,6 | -10,5 | -4,4 |
| Corona ceca | 4,1 | 24,81 | 1,9 | -5,6 | -1,9 |
| Won sudcoreano | 3,9 | 1.586 | 2,8 | -4,6 | 3,5 |
| Fiorino ungherese | 3,1 | 298,8 | 12,3 | 10,7 | 8,5 |
| TCEN ²⁾ | | 102,7 | -3,7 | -8,2 | -1,9 |

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).

In termini bilaterali, negli ultimi tre mesi l'euro ha perso terreno rispetto a gran parte delle divise principali. Fra il 30 giugno e il 5 ottobre si è indebolito nei confronti dello yen giapponese, del renminbi cinese, del dollaro statunitense e della sterlina britannica (rispettivamente del 12,0, 9,0, 7,7 e 4,4 per cento). Il franco svizzero, che aveva registrato un pronunciato apprezzamento fino ai primi di settembre, si colloca attualmente al di sopra del tasso di cambio minimo di 1,20 franchi per euro fissato dalla Banca nazionale svizzera; il 5 ottobre era inferiore dell'1,6 per cento rispetto alla fine di giugno (cfr. anche il riquadro 2). La moneta unica si è notevolmente rafforzata su alcune altre divise europee, in particolare sullo zloty polacco e il fiorino ungherese, rispettivamente del 10,1 e 12,3 per cento (cfr. tavola 1). Nel periodo in esame la volatilità misurata in base ai prezzi delle opzioni sulle valute è aumentata significativamente per tutte le coppie di valute e si colloca attualmente ben al di sopra dei livelli medi di lungo periodo.

Fra il 30 giugno e il 5 ottobre le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Il lat lettone si è collocato in prossimità dell'area di deprezzamento della banda di oscillazione del ± 1 per cento fissata unilateralmente.

Riquadro 2

ANDAMENTI RECENTI DEL TASSO DI CAMBIO DEL FRANCO SVIZZERO CON L'EURO

Dagli inizi dell'anno il franco svizzero si è apprezzato significativamente sia rispetto all'euro che nei confronti delle altre valute principali e, dopo il massimo di agosto, è ora scambiato al di sopra del minimo di 1,20 franchi per euro fissato dalla Banca nazionale svizzera – sotto la propria responsabilità – il 6 settembre 2011. Ai primi di agosto il tasso di cambio della divisa elvetica ha raggiunto un massimo storico a circa 1,05 franchi per euro e 0,73 franchi per dollaro, corrispondente a un apprezzamento di circa il 20 per cento sulla moneta unica europea e di circa il 25 per cento su quella statunitense rispetto agli inizi dell'anno. Considerando gli andamenti su un arco di tempo più ampio, il tasso di cambio del

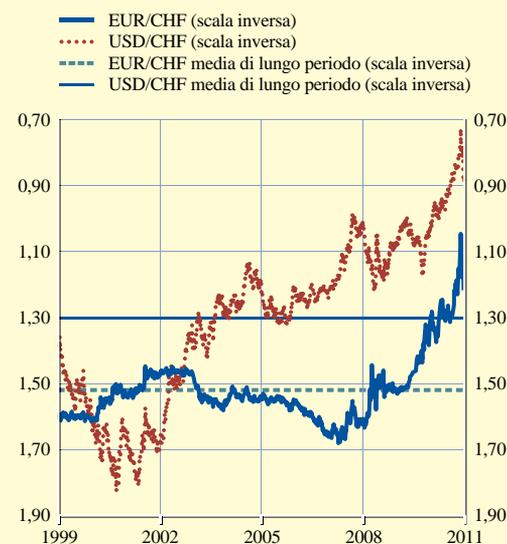
franco svizzero con l'euro era superiore di circa il 35 per cento rispetto alla media dal 1999.

L'apprezzamento sostenuto della valuta elvetica durante la crisi finanziaria mondiale sembra riflettere in larga parte la sua percezione di moneta "rifugio" in un contesto di elevata avversione al rischio. La tenuta relativa dell'economia svizzera durante la crisi, prospettive di crescita comparativamente favorevoli e finanze pubbliche sane costituiscono inoltre fattori aggiuntivi che potrebbero spiegare i maggiori afflussi di capitale osservati ed il rafforzamento del franco. Tali andamenti sarebbero stati ulteriormente intensificati dall'assottigliarsi del differenziale di tasso di interesse con le altre economie principali, oltre che dalle attese di un persistente apprezzamento della moneta.

Dalla metà di agosto il franco svizzero è sceso lievemente rispetto ai precedenti massimi storici. Il 6 settembre, quando la Banca nazionale svizzera ha annunciato che non avrebbe più tollerato un tasso di cambio inferiore a 1,20 franchi per euro e che sarebbe stata disposta ad acquistare valuta estera in quantità illimitata, la divisa elvetica si è deprezzata dell'8 per cento ed è successivamente rimasta al di sopra del livello minimo fissato unilateralmente, pur non allontanandosi da esso. Agli inizi di agosto la Banca nazionale svizzera aveva ristretto l'intervallo obiettivo per il tasso d'interesse Libor a tre mesi (a 0,00-0,25 punti percentuali) con lo scopo di scendere su un livello il più prossimo possibile allo zero, in quanto riteneva che gli andamenti valutari minacciassero l'economia e accrescessero i rischi verso il basso per la stabilità dei prezzi. La Banca aveva inoltre ripetutamente aumentato l'offerta di liquidità sul mercato monetario in franchi, portando gradualmente i depositi a vista del settore bancario presso di essa da 80 a 200 miliardi di franchi a metà agosto. Tale risultato è stato ottenuto non rinnovando le operazioni di pronti contro termine attive e i titoli della banca centrale in scadenza, riacquistando i titoli di banca centrale in essere, conducendo operazioni di swap in valuta e di pronti contro termine con tassi di interesse negativi. A seguito di tali misure, i tassi di interesse a breve termine sono scesi temporaneamente su livelli inferiori allo zero.

Tasso di cambio del franco svizzero con l'euro e il dollaro statunitense

(franchi svizzeri per unità di valuta)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione è relativa al 5 ottobre.

1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

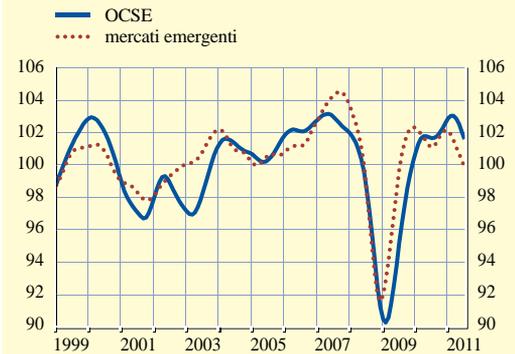
Guardando al futuro, il graduale venir meno di alcuni fattori transitori avversi dovrebbe sostenere l'attività economica mondiale nella seconda metà dell'anno. Al tempo stesso, le difficoltà strutturali che continuano a pesare sulle principali economie avanzate frenano le dinamiche di crescita. Le rinnovate tensioni nei mercati finanziari amplificano ulteriormente gli effetti negativi sul clima di fiducia, la ricchezza e la crescita. Gli andamenti recenti dei mercati azionari sono stati altresì contraddistinti da un'accresciuta incertezza e questo potrebbe indurre a posticipare ulteriormente le decisioni di consumo e i piani di investimento, come sembra confermare il basso livello degli indicatori del clima di fiducia dei consumatori e delle imprese. Il ritmo della ripresa a medio termine potrebbe di

conseguenza restare particolarmente modesto in alcune tra le principali economie avanzate. Ciò è in linea con l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE (cfr. figura 6) – concepito per anticipare i punti di svolta dell'attività economica rispetto al *trend* – relativo a luglio, che continua a segnalare un rallentamento in gran parte dei paesi dell'OCSE e delle principali economie non appartenenti all'organizzazione.

In un contesto di incertezza particolarmente elevata, i rischi per l'attività restano orientati verso il basso. Essi sono principalmente connessi alle attuali tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, come anche al perdurante livello elevato dei prezzi dei beni energetici, alle pressioni protezionistiche e ad una possibile correzione disordinata degli squilibri globali.

Figura 6 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

La crescita sui dodici mesi di M3 è fortemente aumentata ad agosto, mentre quella dei prestiti al settore privato è salita moderatamente. Questi andamenti sono ampiamente ascrivibili alle transazioni condotte tramite controparti centrali, il che avvalorava la tesi secondo cui l'acuirsi della crisi finanziaria e del debito sovrano ad agosto ha avuto un impatto rilevante sulle dinamiche della moneta e del credito. Questo impatto è risultato altresì evidente dall'aumento delle consistenze di depositi overnight e di quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. Guardando oltre i flussi risultanti dalle ricomposizioni di portafoglio innescate dall'accresciuta incertezza nei mercati finanziari, le dinamiche della moneta e del credito paiono essersi stabilizzate nell'area dell'euro, segnalando che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo si è attestato su un livello complessivamente moderato.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

La crescita sui dodici mesi di M3 è salita al 2,8 per cento in agosto, dal 2,1 di luglio (cfr. figura 7). All'origine dell'andamento vi è una crescita sul mese precedente eccezionalmente elevata, pari all'1,2 per cento, a sua volta riconducibile al terzo flusso mensile più elevato dall'inizio della Terza fase dell'UEM. È probabile che la forte incertezza nei mercati finanziari ad agosto abbia concorso a questo marcato incremento in due modi: da un lato, la crescente inquietudine delle banche riguardo alla solidità finanziaria percepita delle loro controparti potrebbe essere stata attenuata dalla sostenuta attività di prestito fra IFM condotta con operazioni pronti contro termine effettuate tramite controparti centrali che sono incluse nel settore detentore di moneta; dall'altro, gli andamenti delle componenti di M3 segnalano ricomposizioni di portafoglio da parte del settore detentore di moneta, che ha spostato fondi da attività più rischiose a strumenti compresi in M3.

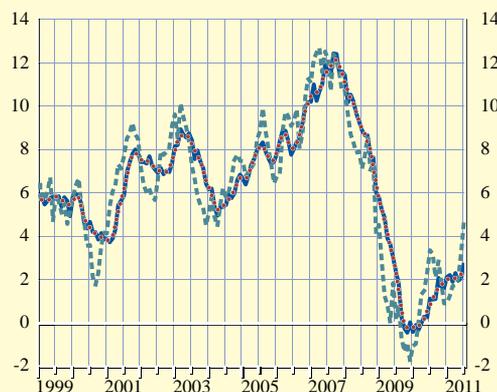
Dal lato delle componenti, il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è aumentato in agosto a seguito del consistente incremento dei depositi *overnight* detenuti dalle famiglie, mentre si sono lievemente ridotti gli altri depositi a breve termine (M2-M1). L'espansione sui dodici mesi degli strumenti negoziabili (M3-M2) ha segnato un deciso aumento, di riflesso al forte incremento dei contratti pronti contro termine e, in misura minore, delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

Dal lato delle contropartite, il tasso di incremento sui dodici mesi dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è aumentato lievemente, collocandosi al 2,8 per cento in agosto dal 2,6 del mese precedente. I tassi di variazione dei prestiti delle IFM alle famiglie e alle società non finanziarie sono rimasti invariati, mentre è sensibilmente aumentato quello dei prestiti alle società di assicurazione e ai fondi pensione.

Figura 7 Crescita di M3

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

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



Fonte: BCE.

In agosto le principali attività detenute dalle IFM dell'area dell'euro (escluso l'Eurosistema) hanno segnato il secondo incremento mensile consecutivo. L'aumento, che è risultato piuttosto generalizzato, riflette i contributi particolarmente elevati provenienti dai prestiti alle IFM (escluso l'Eurosistema), dai prestiti al settore privato e dalle attività sull'estero. Nel periodo compreso fra giugno e agosto, le attività principali delle IFM (escluso l'Eurosistema) hanno segnato una crescita più vivace che nei tre mesi terminati a luglio.

PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

In agosto il tasso di variazione sui dodici mesi dell'aggregato monetario ristretto M1 ha segnato un deciso aumento, mentre quello degli altri depositi a breve termine è leggermente diminuito; la crescita degli strumenti negoziabili ha accelerato marcatamente. I depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* hanno continuato a fornire il maggior contributo all'espansione sui dodici mesi di M3.

Il tasso di crescita sui dodici mesi di M1 è salito all'1,7 per cento in agosto, dall'1,0 di luglio, a seguito di un consistente incremento dei depositi *overnight*, principalmente riconducibile alle famiglie. Nel mese in esame è stato altresì registrato un notevole incremento delle banconote e monete in circolazione.

Il tasso di variazione sui dodici mesi dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è diminuito lievemente, al 3,3 per cento in agosto dal 3,7 del mese precedente. Il calo, riconducibile al rallentamento di entrambe le componenti di questi depositi, cela tuttavia flussi mensili positivi. Agli afflussi verso questa tipologia di depositi hanno contribuito principalmente le famiglie, le società di assicurazione e i fondi pensione. Gli andamenti di agosto sono coerenti con le aspettative di calo sui tassi di interesse del mercato monetario, che ha determinato una diminuzione del differenziale di remunerazione fra i depositi *overnight* e gli altri depositi a breve termine (in particolare dei depositi con durata prestabilita fino a due anni).

Il tasso di crescita sui dodici mesi degli strumenti negoziabili è aumentato sensibilmente, portandosi al 5,4 per cento in agosto dall'1,2 in luglio. La forte variazione positiva dell'aggregato registrata ad agosto è ascrivibile ai contratti pronti contro termine e alle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari. In larga misura, le operazioni pronti contro termine sono state condotte tramite piattaforme di contrattazione elettroniche in cui operano intermediari finanziari non monetari diversi da fondi pensione e società di assicurazione (AIF). È probabile che tali transazioni rispecchino in parte una preferenza per i prestiti interbancari garantiti negoziati tramite controparti centrali, a causa dell'accresciuta incertezza circa la solidità finanziaria percepita delle controparti. Dal canto loro, le quote e le partecipazioni in fondi comuni monetari hanno registrato il primo flusso positivo significativo degli ultimi otto mesi. Nel contesto attuale, è probabile che tali flussi riflettano ricomposizioni di portafoglio di natura transitoria. Un uso temporaneo di questi strumenti era già stato osservato nel periodo di eccezionali riallocazioni di portafoglio compreso tra il 2001 e la metà del 2003.

La crescita sui dodici mesi dei depositi di M3 – che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui è disponibile una tempestiva scomposizione per settore – è salita al 3,6 per cento in agosto, dal 2,8 del mese precedente. I depositi di M3 degli intermediari finanziari non monetari e delle famiglie hanno fatto osservare incrementi mensili significativi, mentre quelli delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Per quanto riguarda le contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi del credito delle IFM ai residenti dell'area dell'euro si è collocato al 2,5 per cento in agosto, invariato rispetto a

Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

| | Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾ | Tassi di crescita sul periodo corrispondente | | | | | |
|---|---|--|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| | | 2010 3° trim. | 2010 4° trim. | 2011 1° trim. | 2011 2° trim. | 2011 lug. | 2011 ago. |
| M1 | 48,8 | 7,9 | 4,9 | 3,2 | 1,7 | 1,0 | 1,7 |
| Banconote e monete in circolazione | 8,4 | 6,5 | 5,6 | 4,9 | 4,2 | 4,3 | 4,5 |
| Depositi <i>overnight</i> | 40,3 | 8,2 | 4,8 | 2,9 | 1,2 | 0,3 | 1,1 |
| M2 - M1 (= altri depositi a breve termine) | 38,8 | -5,1 | -1,1 | 1,3 | 3,4 | 3,7 | 3,3 |
| Depositi con durata prestabilita fino a due anni | 18,9 | -16,2 | -8,7 | -2,7 | 2,3 | 3,5 | 3,0 |
| Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi | 19,9 | 8,4 | 7,2 | 5,4 | 4,5 | 3,9 | 3,5 |
| M2 | 87,6 | 1,8 | 2,2 | 2,4 | 2,4 | 2,2 | 2,4 |
| M3 - M2 (= strumenti negoziabili) | 12,4 | -6,5 | -3,0 | -1,7 | -0,4 | 1,2 | 5,4 |
| M3 | 100,0 | 0,7 | 1,5 | 1,9 | 2,1 | 2,1 | 2,8 |
| Credito a residenti nell'area dell'euro | | 2,1 | 3,4 | 3,7 | 3,1 | 2,5 | 2,5 |
| Credito alle amministrazioni pubbliche | | 7,8 | 11,8 | 10,9 | 6,5 | 4,9 | 5,3 |
| Prestiti alle amministrazioni pubbliche | | 6,5 | 15,5 | 17,7 | 10,7 | 8,3 | 6,3 |
| Credito al settore privato | | 0,8 | 1,5 | 2,1 | 2,4 | 2,0 | 1,8 |
| Prestiti al settore privato | | 1,0 | 1,7 | 2,4 | 2,6 | 2,4 | 2,6 |
| Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾ | | 1,2 | 2,2 | 2,8 | 2,9 | 2,6 | 2,8 |
| Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve) | | 2,6 | 2,7 | 2,8 | 3,4 | 3,6 | 3,7 |

Fonte: BCE.

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

2) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dai bilanci delle IFM per cessioni o cartolarizzazioni.

luglio (cfr. tavola 2). All'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche ha fatto riscontro il rallentamento di quello al settore privato.

L'accelerazione del credito alle amministrazioni pubbliche è riconducibile ai maggiori acquisti di titoli di debito pubblici, che sono stati in parte compensati dal rallentamento dei prestiti a questo settore. Il tasso di espansione sui dodici mesi del credito alle amministrazioni pubbliche è rimasto comunque su livelli elevati, riflettendo in larga parte l'impatto del finanziamento dei precedenti trasferimenti di attività alle *bad bank* classificate all'interno di questo settore.

Il tasso di variazione sui dodici mesi del credito al settore privato è sceso all'1,8 per cento in agosto, dal 2,0 del mese precedente. La flessione rispecchia la significativa dismissione di azioni e titoli di debito detenuti dalle IFM e cela un netto aumento dei prestiti da queste concessi. Il flusso mensile dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è stato analogo a quello dei prestiti mantenuti nei bilanci delle IFM, ad indicazione della modesta attività di cessione e cartolarizzazione dei prestiti in agosto. Questo incremento è stato generalizzato e, in particolare, il settore degli AIF ha fornito un contributo particolarmente consistente, riconducibile ai prestiti interbancari negoziati tramite controparti centrali.

In agosto il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto invariato al 2,2 per cento. Le cessioni e le cartolarizzazioni sono risultate trascurabili, come nel mese precedente. Al tempo stesso, il divario fra il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti effettivamente concessi e quello dei prestiti mantenuti in

Tavola 3 Prestiti delle IFM al settore privato

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

| | Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾ | Variazioni percentuali sul periodo corrispondente | | | | | |
|--|--|---|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| | | 2010 3° trim. | 2010 4° trim. | 2011 1° trim. | 2011 2° trim. | 2011 lug. | 2011 ago. |
| Società non finanziarie | 42,1 | -1,2 | -0,3 | 0,6 | 1,1 | 1,6 | 1,6 |
| <i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni</i> ²⁾ | - | -0,7 | 0,6 | 1,5 | 1,9 | 2,2 | 2,2 |
| Fino a un anno | 24,7 | -7,9 | -4,6 | -1,2 | 1,6 | 4,1 | 4,0 |
| Oltre un anno e fino a cinque anni | 18,3 | -3,9 | -2,6 | -2,4 | -2,9 | -3,5 | -3,1 |
| Oltre cinque anni | 57,0 | 3,1 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,2 | 2,2 |
| Famiglie ³⁾ | 46,7 | 2,8 | 2,8 | 3,1 | 3,4 | 3,0 | 3,0 |
| <i>Corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni</i> ²⁾ | - | 2,9 | 3,0 | 3,1 | 3,0 | 2,7 | 2,7 |
| Credito al consumo ⁴⁾ | 12,0 | -0,7 | -0,9 | -0,9 | -0,9 | -2,0 | -1,6 |
| Mutui per l'acquisto di abitazioni ⁴⁾ | 72,1 | 3,4 | 3,6 | 4,0 | 4,4 | 3,9 | 3,9 |
| Altri prestiti | 15,9 | 2,9 | 2,6 | 2,4 | 2,1 | 2,6 | 2,6 |
| Società di assicurazione e fondi pensione | 0,9 | -1,0 | 7,7 | 7,6 | 3,2 | 3,8 | 9,8 |
| Altri intermediari finanziari non monetari | 10,3 | 2,5 | 4,7 | 7,0 | 6,0 | 3,6 | 4,6 |

Fonte: BCE.

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

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

2) Correzione dovuta alla cancellazione dei prestiti dei bilanci delle IFM a seguito di cessioni o cartolarizzazioni.

3) In base alla definizione SEC 95.

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

bilancio è rimasto significativo, riflettendo i considerevoli trasferimenti di prestiti a *bad bank* nella seconda metà del 2010. Una scomposizione dei prestiti per durata indica che incrementi sono stati registrati per tutte le scadenze; particolarmente consistenti sono stati quelli relativi alle scadenze superiori a un anno. Una quota significativa degli andamenti mensili dei prestiti alle società non finanziarie va ricondotta ai prestiti rotativi e agli scoperti di conto corrente. Il tasso di crescita dei prestiti a breve termine (con scadenza fino a un anno) è salito negli ultimi mesi, collocandosi al 4,0 per cento in agosto, mentre i prestiti con scadenze comprese fra uno e cinque anni hanno continuato a contrarsi. L'eterogeneità che caratterizza gli andamenti dei prestiti nei diversi paesi dell'area è rimasta significativa, in linea con la ripresa disomogenea dell'attività economica, il diverso fabbisogno di finanziamento esterno dei vari settori industriali e le divergenze nel livello di indebitamento delle società non finanziarie.

Tra luglio e agosto il tasso di espansione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie corretti per cessioni e cartolarizzazioni e quello dei prestiti allo stesso settore mantenuti nei bilanci delle IFM sono rimasti invariati, al 2,7 e al 3,0 per cento rispettivamente. Per quanto riguarda le principali componenti dell'indebitamento delle famiglie, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti per l'acquisto di abitazioni è rimasto invariato, mentre quello del credito al consumo è lievemente aumentato (restando tuttavia negativo). La debolezza del credito al consumo riflette in una certa misura la scarsa propensione dei consumatori a effettuare acquisti di importo elevato (*big ticket items*) come conseguenza della perdurante debole crescita del reddito disponibile e dei livelli elevati di indebitamento del settore. Nel complesso i dati di agosto confermano la valutazione secondo cui la ripresa dei prestiti alle famiglie si è stabilizzata.

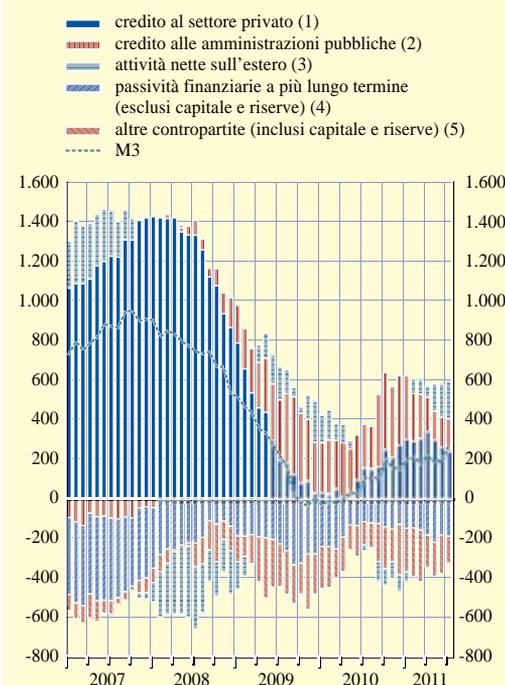
Per maggiori dettagli sull'evoluzione della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie e delle famiglie dell'area dell'euro, si rimanda al riquadro *Risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2011*.

Riguardo alle altre contropartite di M3, il tasso di incremento sui dodici mesi delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi al 3,7 per cento in agosto dal 3,6 di luglio. L'andamento ha mascherato un'ulteriore accelerazione dei titoli di debito a più lungo termine delle IFM, cui ha fatto riscontro un lieve rallentamento dei depositi a termine a lunga scadenza. L'incremento registrato per i titoli di debito a più lungo termine delle IFM va ricondotto alla vendita da parte di queste ultime delle proprie consistenze di titoli di debito delle IFM al settore detentore di moneta. In agosto la voce capitale e riserve ha registrato per l'undicesimo mese consecutivo un flusso mensile positivo, che ha portato a 151 miliardi di euro l'aumento complessivo degli ultimi dodici mesi.

Gli afflussi annui registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM sono aumentati a 190 miliardi di euro in agosto, da 166 miliardi in luglio (cfr. figura 8). L'aumento è dovuto a un afflusso mensile di 17 miliardi di euro, che risulterebbe coerente con la vendita da parte del settore detentore di moneta dell'area dell'euro di attività dell'area a soggetti non residenti. Nel complesso, dal punto di vista dei bilanci, questi andamenti mensili riflettono dinamiche espansive (anziché restrittive), poiché le banche hanno concesso più prestiti ai non residenti che hanno conseguentemente aumentato i depositi detenuti presso di esse.

Figura 8 Contropartite di M3

(flussi sui dodici mesi; 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.

Riquadro 3

RISULTATI DELL'INDAGINE SUL CREDITO BANCARIO NELL'AREA DELL'EURO PER IL TERZO TRIMESTRE DEL 2011

Il presente riquadro riporta i principali risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre del 2011, condotta dall'Eurosistema fra il 15 e il 27 settembre del 2011¹⁾. Nel complesso, le banche dell'area hanno segnalato un aumento considerevole dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione dei prestiti rispetto al secondo trimestre. Tale aumento è stato maggiore di quello previsto dagli intervistati tre mesi prima, sia per i prestiti alle società non finanziarie sia per i mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni. I criteri

1) Il termine ultimo per la ricezione dei dati era il 27 settembre 2011. Una valutazione esaustiva dei risultati dell'indagine è stata pubblicata il 6 ottobre 2011 sul sito Internet della BCE.

di fido per il credito al consumo e altri tipi di prestiti sono invece stati inaspriti solo in misura modesta. Con riferimento alla domanda di prestiti, i partecipanti all'indagine hanno segnalato un calo significativo della domanda netta delle imprese e una flessione ancora maggiore della domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni. Il deterioramento sia dei criteri di concessione dei prestiti sia della domanda riflette in larga misura la percezione, da parte degli intervistati, di un aumento dei rischi per le prospettive economiche, nonché di rinnovate difficoltà nell'accesso delle banche al finanziamento. Se da un lato le aspettative dei partecipanti all'indagine segnalano un ulteriore peggioramento dei criteri di affidamento e della domanda netta di prestiti alle imprese nel quarto trimestre del 2011, dall'altro le banche stesse non prevedono alcun ulteriore deterioramento nel caso dei prestiti alle famiglie.

Prestiti e linee di credito alle imprese

Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre del 2011 la percentuale netta ²⁾ di banche che ha segnalato un irrigidimento dei criteri per la concessione di prestiti e linee di credito a favore delle imprese è visibilmente aumentata al 16 per cento (dal 2 per cento del trimestre precedente; cfr. figura A), in misura superiore rispetto alle aspettative formulate dai partecipanti all'indagine tre mesi prima (6 per cento). Ciononostante, al confronto con la variazione del grado di irrigidimento netto osservato nel terzo trimestre del 2008, quando era fallita Lehman Brothers (64 per cento, dal 43 per cento del secondo trimestre del 2008), l'irrigidimento netto recente appare più moderato, in termini sia di livello sia di variazione. In merito alle scadenze, i criteri di affidamento sono stati inaspriti in termini netti sia per i prestiti a breve

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

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'inasprimento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo all'allentamento. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

2) La percentuale netta riportata fa riferimento alla differenza fra la quota di banche che segnalano un irrigidimento dei criteri di concessione del credito e quella delle banche che ne segnalano un allentamento. Un saldo positivo indica che le banche hanno mostrato una tendenza a irrigidire i criteri ("irrigidimento netto"), mentre un saldo negativo indica che le banche hanno mostrato una tendenza ad allentarli ("allentamento netto").

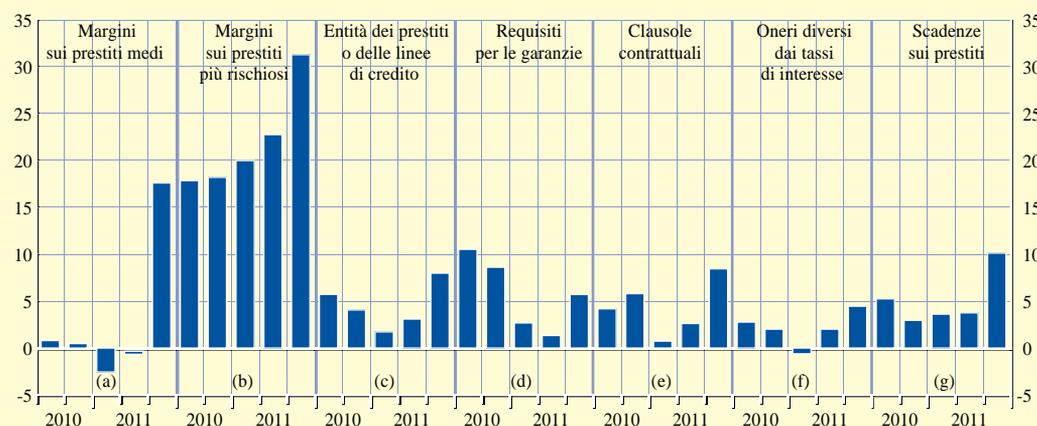
termine (11 per cento, a fronte del -3 per cento dell'indagine precedente) sia per quelli a lungo termine (20 per cento, dall'8 per cento). L'irrigidimento netto ha inoltre riguardato tanto i prestiti alle piccole e medie imprese (PMI; 14 per cento, dal 3 per cento), quanto quelli alle imprese maggiori (19 per cento, dal 3 per cento).

Per quanto riguarda i fattori alla base degli andamenti complessivi dei criteri per la concessione del credito, quelli collegati alla percezione dei rischi, in particolare le aspettative sull'attività economica in generale e le prospettive settoriali o specifiche delle singole imprese, avrebbero concorso in misura significativa all'irrigidimento dei criteri (rispettivamente 16 e 22 per cento, dall'11 e 10 per cento del secondo trimestre). Ciò riflette soprattutto la moderazione del ritmo di crescita economica e del clima di fiducia delle imprese osservata nel terzo trimestre del 2011. In aggiunta, di riflesso alle rinnovate difficoltà nell'accesso delle banche al finanziamento, i costi di provvista e i vincoli di bilancio hanno fornito un contributo maggiore all'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito rispetto al secondo trimestre. Ciò è valso per tutte e tre le componenti di questo fattore, ossia i costi connessi con la posizione patrimoniale delle banche (12 per cento, dal 6 per cento), la loro capacità di finanziarsi sul mercato (20 per cento, dal 9 per cento) e la posizione in termini di liquidità (14 per cento, dal 9 per cento). Per contro, nella direzione opposta hanno agito le pressioni concorrenziali delle altre banche (-3 per cento, dal -9 per cento), mentre l'impatto delle pressioni concorrenziali delle società non bancarie è rimasto pressoché invariato (1 per cento, dal -1 per cento).

Gli andamenti dei termini e delle condizioni di prestito segnalati dagli intermediari dell'area riflettono complessivamente l'inasprimento netto dei criteri di fido nel trimestre in rassegna (cfr. figura B). L'ampliamento dei margini ha interessato in maniera marcata i prestiti medi (18 per cento, dallo 0 per cento), ma anche quelli più rischiosi (31 per cento, dal 23 per cento), che a differenza dei primi erano già aumentati nel secondo trimestre. Gli altri termini e condizioni (vale a dire gli oneri diversi dai tassi di interesse, l'entità e la scadenza dei prestiti e i requisiti

Figura B Variazioni nei termini e nelle condizioni applicate per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un irrigidimento nei termini e nelle condizioni applicate)



Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole irrigidimento" e "hanno registrato un moderato irrigidimento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato allentamento" e "hanno registrato un notevole allentamento".

per le garanzie) sono stati anch'essi inaspriti nel terzo trimestre, sebbene in misura minore rispetto ai margini.

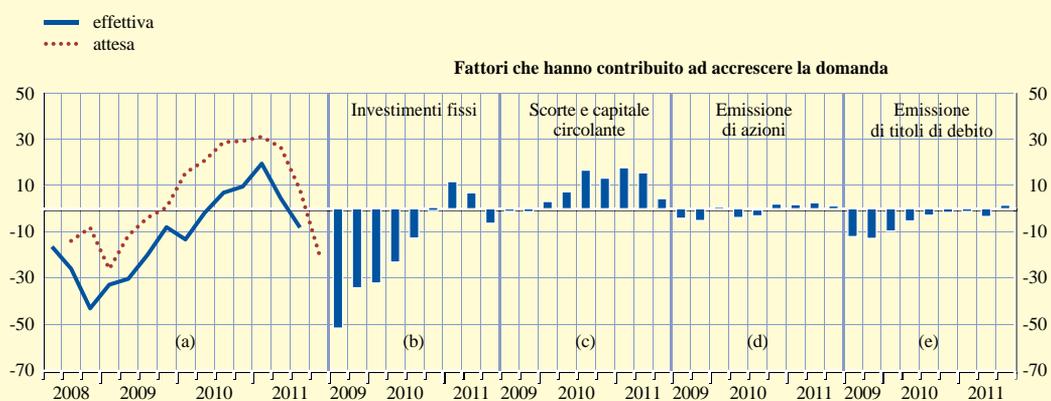
In prospettiva, nell'insieme, le banche dell'area dell'euro si attendono un'ulteriore crescita dell'irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle imprese per il quarto trimestre del 2011 (al 22 per cento). Tale andamento interesserebbe soprattutto i prestiti alle grandi imprese, oltre che quelli a lungo termine.

Domanda di prestiti. Nel terzo trimestre del 2011 la domanda netta di prestiti da parte delle imprese è diminuita per la prima volta dal secondo trimestre del 2010. Il calo è stato significativo (-8 per cento, dal 4 del trimestre precedente; cfr. figura C) e ha riflettuto in ampia misura la moderazione del ritmo di espansione economica nell'area dell'euro, nonché la percezione di rischi maggiori per quanto riguarda la situazione economica in generale e quella dei singoli settori. Esso è inoltre apparso distribuito equamente fra le diverse categorie dimensionali delle imprese (-3 per cento sia per le PMI sia per le grandi imprese), mentre nel trimestre precedente la domanda netta delle PMI era risultata più vigorosa di quella delle grandi imprese (6 e 0 per cento rispettivamente). Stando alle banche interpellate, inoltre, la flessione della domanda netta di prestiti ha riguardato tutte le scadenze (-4 per cento sia per i prestiti a breve termine sia per quelli a lungo termine).

I partecipanti all'indagine ritengono che il calo della domanda netta sia da ricondurre principalmente al minore fabbisogno di finanziamento per investimenti fissi (-6 per cento, dal 7 per cento del trimestre precedente) e per fusioni e acquisizioni (-4 per cento, dal 5 per cento), e che sia quindi in linea con le prospettive generalmente più modeste di crescita economica. Anche il fabbisogno di finanziamento per scorte e capitale circolante è risultato inferiore (al 4 per cento, dal 16 per cento), pur continuando a fornire un contributo positivo alla domanda di prestiti.

Figura C Variazione nella domanda di prestiti e di apertura di linee di credito da parte delle imprese

(saldi percentuali)



Note: nel riquadro (a) i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I saldi percentuali delle domande relative ai fattori sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo all'incremento e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla contrazione della domanda. I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

In prospettiva, le banche si attendono che la domanda di prestiti a favore delle imprese diminuisca ulteriormente nel quarto trimestre del 2011 (-19 per cento su base netta). Ciò varrebbe sia per le PMI sia per le imprese di grandi dimensioni. Con riferimento alle scadenze, il decremento riguarderebbe in misura più pronunciata i prestiti a lungo termine (-22 per cento) rispetto a quelli a breve (-11 per cento).

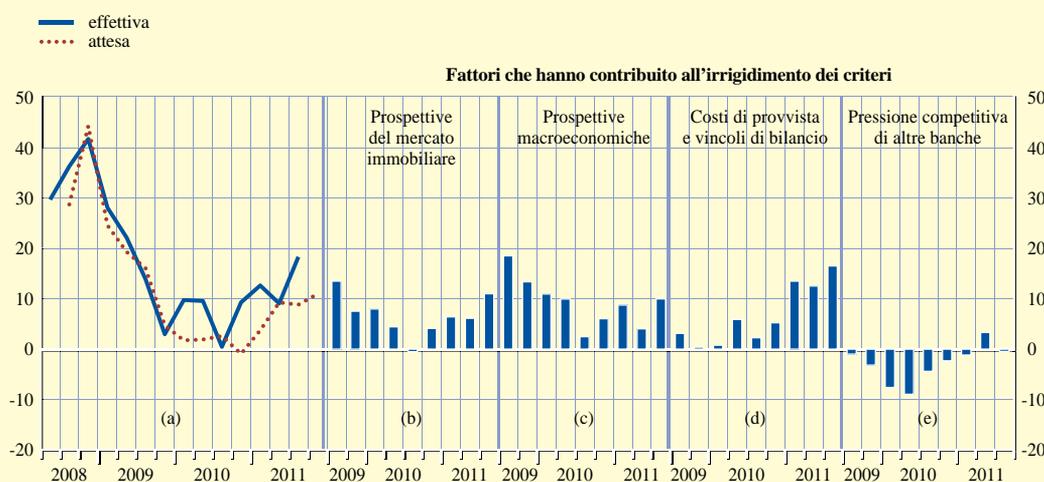
Prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni

Criteri per la concessione del credito. Nel terzo trimestre del 2011 la percentuale netta di banche segnalanti un inasprimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è significativamente aumentata, al 18 per cento, dal 9 per cento del trimestre precedente (cfr. figura D); l'aumento è stato maggiore di quello previsto in quel trimestre (9 per cento). Secondo gli intervistati, all'origine dell'aumento del grado di irrigidimento netto nel trimestre in rassegna sono stati ancora una volta i costi di provvista e i vincoli di bilancio (una percentuale netta del 17 per cento dei partecipanti all'indagine ha segnalato che questo fattore ha fornito un contributo all'irrigidimento, contro il 13 per cento del trimestre precedente). Un contributo considerevole è inoltre pervenuto dalle percezioni delle banche riguardo ai rischi per l'attività economica in generale (10 per cento, dal 4 per cento) e per le prospettive del mercato immobiliare (11 per cento, dal 6 per cento).

L'incremento significativo del grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni trova corrispondenza solo parzialmente nelle indicazioni riguardanti i termini e le condizioni di offerta. La percentuale netta di banche dell'area dell'euro che ha segnalato un aumento dei margini sui prestiti medi è scesa al 10 per cento (dal 13 per cento del secondo trimestre). Analogamente, è diminuita al 14 per cento (dal 18 per cento) la percentuale netta degli istituti che hanno riportato un aumento dei margini sui prestiti più rischiosi. Al tempo stesso, i termini e le condizioni diverse dal prezzo, specie la scadenza dei prestiti (7 per cento,

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

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

Figura E Variazione nella domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni e di credito al consumo da parte delle famiglie

(saldi percentuali)



Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole incremento" e "hanno registrato un moderato incremento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato una moderata contrazione" e "hanno registrato una notevole contrazione". I valori "effettivi" si riferiscono al periodo nel quale l'indagine è stata condotta. I valori "attesi" si riferiscono alle variazioni attese nei tre mesi successivi.

dall'1 per cento del secondo trimestre), sembrano aver contribuito all'ulteriore inasprimento dei criteri di fido.

In prospettiva, per il quarto trimestre del 2011 le banche si attendono un grado leggermente inferiore di inasprimento netto dei criteri di concessione dei mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (11 per cento).

Domanda di prestiti. Parallelamente al calo della domanda netta di prestiti da parte delle imprese e di riflesso alla moderazione della crescita economica, le banche intervistate hanno segnalato un calo sostanziale della domanda netta di mutui per l'acquisto di abitazioni (-24 per cento, dal -3 per cento; cfr. figura E). Tale diminuzione sembra riconducibile soprattutto a un deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare (-23 per cento, dal -5 per cento) e del clima di fiducia dei consumatori (-24 per cento, dal -4 per cento).

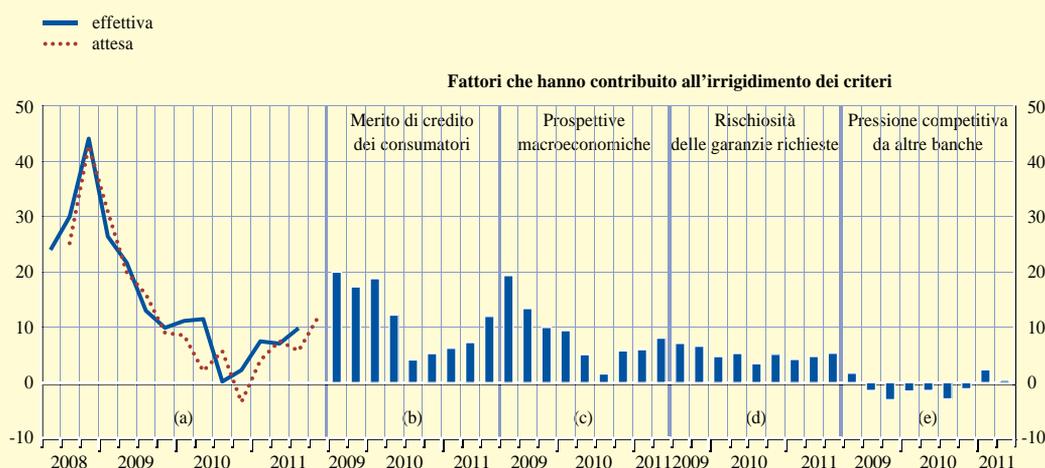
In prospettiva, le banche si attendono che la domanda di mutui per l'acquisto di abitazioni continui a calare in misura comparabile nel quarto trimestre (-22 per cento in termini netti).

Credito al consumo e altre tipologie di prestiti alle famiglie

Criteri per la concessione del credito. Per il terzo trimestre del 2011 le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un moderato aumento del grado di irrigidimento netto dei criteri per la concessione del credito (al 10 per cento, dal 7 per cento; cfr. figura F). A tale andamento avrebbe concorso una combinazione di fattori dal lato dell'offerta (costi di provvista e vincoli di bilancio) e di rischi percepiti (in relazione alle prospettive economiche e al merito di credito dei consumatori). Come nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni, l'aumento dell'irrigidimento netto non si è tradotto in un inasprimento dei termini e delle condizioni di prezzo. La percentuale netta delle banche che ha segnalato un aumento dei margini ap-

Figura F Variazione nei criteri per la concessione di credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie

(saldi percentuali)



Nota: cfr. note della figura A.

plicati è anzi lievemente diminuita nel terzo trimestre, mentre il contributo dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo è pressoché invariato rispetto alla precedente edizione dell'indagine.

In prospettiva, in termini netti il 12 per cento delle banche si attende un ulteriore lieve irrigidimento dei criteri per la concessione del credito al consumo e delle altre tipologie di prestiti alle famiglie nel quarto trimestre del 2011.

Domanda di prestiti. Secondo le banche intervistate la domanda netta di credito al consumo sarebbe ulteriormente calata nel terzo trimestre del 2011 (-15 per cento in termini netti, dal -8 per cento nel trimestre precedente; cfr. figura E), e ciò principalmente a causa della minore fiducia dei consumatori e del calo della spesa per beni di consumo durevoli.

In prospettiva, le banche si aspettano che la flessione della domanda di credito al consumo continui nel quarto trimestre del 2011 (al -11 per cento in termini netti).

Domande *ad hoc* sull'impatto delle turbolenze finanziarie

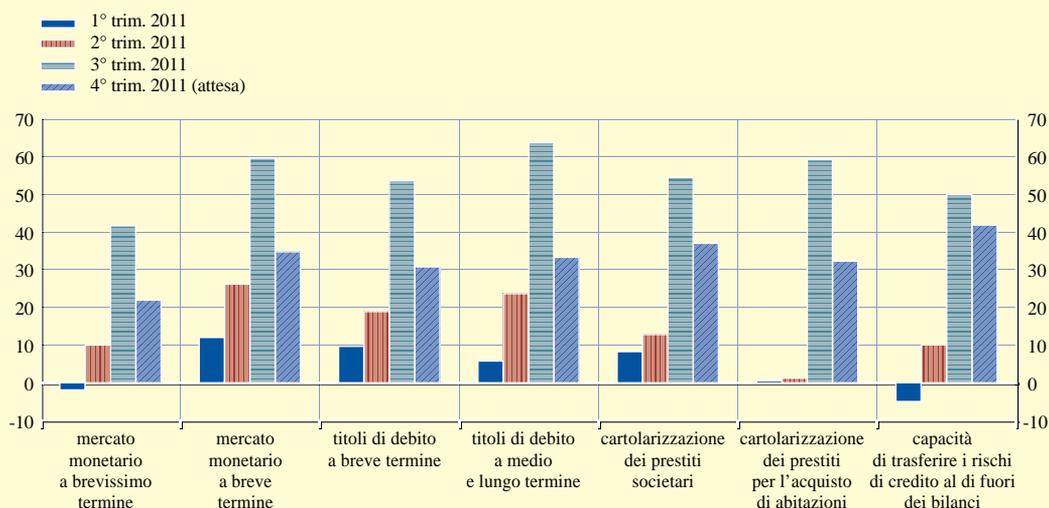
Come nelle precedenti rilevazioni, l'indagine di ottobre contemplava anche una domanda *ad hoc* tesa a valutare in che misura le tensioni nei mercati finanziari abbiano inciso sull'accesso delle banche ai mercati del finanziamento all'ingrosso nel terzo trimestre del 2011, e in che misura potrebbero ancora esercitare un impatto nel quarto trimestre dell'anno.

Nell'insieme, le banche dell'area dell'euro hanno segnalato un sostanziale deterioramento del loro accesso ai mercati monetari, sia per le scadenze brevissime³⁾ sia per quelle superiori a una

3) Scadenze inferiori alla settimana.

Figura G Variazione nell'accesso al finanziamento all'ingrosso negli ultimi tre mesi

(saldi percentuali delle banche che hanno segnalato un deterioramento dell'accesso al mercato)



Nota: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la somma delle percentuali di "hanno registrato un notevole deterioramento" e "hanno registrato un moderato deterioramento" e la somma delle percentuali di "hanno registrato un moderato miglioramento" e "hanno registrato un notevole miglioramento".

settimana, nonché ai mercati primari dei titoli di debito per tutte le scadenze (cfr. figura G). Inoltre, sono parse considerevolmente peggiorate le condizioni per l'accesso all'attività di cartolarizzazione, sia per le operazioni *pro soluto*, sia per quelle volte a trasferire i rischi fuori bilancio (cartolarizzazioni sintetiche). In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono che nel quarto trimestre le condizioni per il loro accesso alla raccolta all'ingrosso peggioreranno in misura meno marcata.

Nel complesso, guardando oltre i flussi risultanti dalle riallocazioni di portafoglio innescate dall'accresciuta incertezza nei mercati finanziari, i dati più recenti segnalano una stabilizzazione negli ultimi mesi della dinamica monetaria di fondo e del credito su tassi di crescita moderati. Va riconosciuto tuttavia che l'intensificarsi della crisi finanziaria e del debito sovrano in agosto ha avuto effetti concreti sugli andamenti della moneta e del credito. Al tempo stesso, i dati monetari di agosto risultano compatibili con un'ulteriore espansione del credito delle IFM dell'area dell'euro al settore privato non finanziario.

2.2 EMISSIONE DI TITOLI

Nel quadro delle molteplici iniziative tese a migliorare le posizioni di bilancio dei paesi e del perdurante processo di consolidamento dei bilanci delle IFM, il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi da residenti dell'area dell'euro è diminuito lievemente in luglio, al 3,8 per cento, compensando l'aumento dei collocamenti delle società non finanziarie. Allo stesso tempo, il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate è aumentato lievemente, all'1,8 per cento. Il periodo in esame non include la fase di turbolenza che ha investito i mercati da agosto, e che ha probabilmente inciso in misura significativa sul finanziamento basato sul mercato in alcuni settori.

TITOLI DI DEBITO

In luglio il tasso di crescita espresso in ragione d'anno dei titoli di debito emessi da residenti nell'area dell'euro è diminuito lievemente, al 3,8 per cento dal 3,9 del mese precedente (cfr. tavola 4). Questo andamento generale è riconducibile principalmente alle emissioni di titoli di debito a lungo termine a tasso fisso, mentre è proseguita la contrazione sia dei collocamenti di titoli a breve termine sia di quelli di titoli a lungo termine a tasso variabile. Per quanto concerne gli andamenti di breve periodo, il tasso di crescita sui sei mesi, espresso in ragione d'anno e calcolato su dati destagionalizzati, è sceso al 2,6 per cento in luglio, dal 3,3 in giugno (cfr. figura 9). Questo calo è principalmente dovuto alla decelerazione del tasso di crescita delle emissioni di titoli di debito da parte delle IFM e del settore pubblico.

Dagli inizi del 2010 la contrazione delle emissioni di titoli a breve termine è stata più che compensata dalla crescita di quelle di titoli a lungo termine e a tasso fisso. Tale tendenza è proseguita a luglio. Il segmento delle emissioni a lungo termine e a tasso variabile ha dato segni di una moderata ripresa alla fine del 2010 e agli inizi del 2011. Tale andamento tuttavia si è successivamente interrotto e a luglio queste emissioni hanno segnato un lieve calo, confermando così la tendenza molto debole in atto da marzo di quest'anno.

L'aumento del tasso di crescita complessivo delle emissioni di titoli di debito a luglio cela andamenti differenziati nei diversi settori. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche è leggermente calato in luglio, al 6,8 per cento dal 7,3 di giugno. Per contro, l'incremento sui dodici mesi dei titoli di debito collocati dalle società non finanziarie è salito al 4,7 per cento in luglio, dal 4,1 di giugno. Questo incremento potrebbe essere in parte riconducibile ai criteri relativamente stringenti di concessione dei prestiti applicati dalle banche in un momento in cui le condizioni finanziarie sui mercati del debito erano ancora favorevoli. L'attività di collocamento del settore societario tuttavia è rimasta ben al disotto dei massimi raggiunti nel 2009 e nel 2011 e potrebbe aver risentito del recente acuirsi delle tensioni nel mercato finanziario. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito emessi dalle IFM è rimasto sostanzialmente invariato in luglio, all'1,8 per cento. Questo livello risulta elevato rispetto ai dati estremamente deboli rilevati per gran parte del 2010 e agli inizi del 2011. Più di recente, è probabile che i vincoli all'accesso al finanziamento riscontrati dalle banche e connessi

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

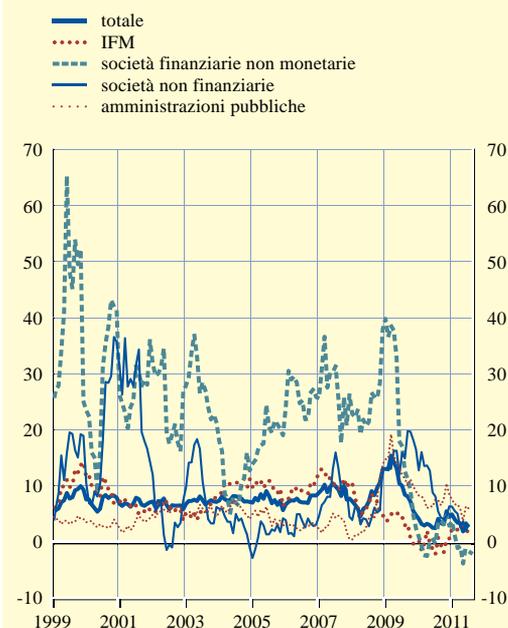
| Settore emittente | Consistenze (miliardi di euro) 2011 lug. | Variazioni percentuali sul periodo corrispondente ¹⁾ | | | | | |
|---------------------------------------|---|---|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| | | 2010 3° trim. | 2010 4° trim. | 2011 1° trim. | 2011 2° trim. | 2011 giu. | 2011 lug. |
| Emissione di titoli di debito: | 16.240 | 3,4 | 3,6 | 3,7 | 3,5 | 3,9 | 3,8 |
| IFM | 5.371 | -0,6 | -0,1 | 0,6 | 1,1 | 1,7 | 1,8 |
| Società finanziarie non monetarie | 3.270 | 0,9 | 1,3 | 1,8 | 0,8 | 0,7 | 0,9 |
| Società non finanziarie | 850 | 10,6 | 8,5 | 6,3 | 3,9 | 4,1 | 4,7 |
| Amministrazioni pubbliche | 6.749 | 7,6 | 7,5 | 7,3 | 6,9 | 7,3 | 6,8 |
| di cui: | | | | | | | |
| Amministrazioni centrali | 6.161 | 7,3 | 7,1 | 6,7 | 6,1 | 6,5 | 6,2 |
| Altre amministrazioni pubbliche | 588 | 11,0 | 12,4 | 13,0 | 15,8 | 16,1 | 13,3 |
| Emissione di azioni quotate: | 4.523 | 1,8 | 1,7 | 1,3 | 1,4 | 1,6 | 1,8 |
| IFM | 459 | 5,2 | 6,6 | 6,4 | 7,5 | 10,2 | 12,2 |
| Società finanziarie non monetarie | 326 | 4,3 | 3,3 | 1,8 | 2,6 | 3,0 | 3,3 |
| Società non finanziarie | 3.739 | 0,9 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 |

Fonte: BCE.

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

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

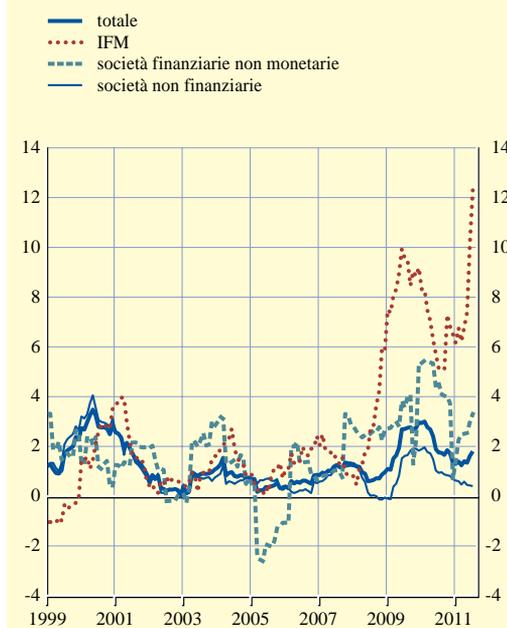
(tassi di crescita semestrali annualizzati; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

(tassi di crescita sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

all'intensificarsi delle tensioni nei mercati dei titoli di Stato abbiano frenato questa graduale ripresa. L'attività di collocamento delle società finanziarie diverse delle IFM è lievemente aumentata allo 0,9 per cento in luglio, contro lo 0,7 di giugno.

AZIONI QUOTATE

Il tasso di crescita sui dodici mesi delle azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro è aumentato all'1,8 per cento in luglio, principalmente per effetto della maggiore attività di collocamento delle IFM e delle società finanziarie diverse dalle IFM. Il tasso di crescita delle azioni emesse dalle IFM è salito al 12,2 per cento in luglio, dal 10,2 del mese precedente (cfr. figura 10). Queste emissioni hanno sostenuto le iniziative in atto volte a rafforzare i bilanci e ricostituire le basi patrimoniali. Sempre in luglio, il tasso di incremento sui dodici mesi delle azioni quotate emesse dalle società finanziarie diverse dalle IFM è ulteriormente salito, al 3,3 per cento, mentre quello relativo alle azioni quotate emesse dalle società non finanziarie è rimasto sostanzialmente invariato, allo 0,4 per cento.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi del mercato monetario sono rimasti sostanzialmente invariati tra l'inizio di settembre e l'inizio di ottobre. Nel nono periodo di mantenimento del 2011, iniziato il 14 settembre, l'Eonia si è collocato su un livello relativamente basso per i primi due giorni ed è in seguito aumentato, portandosi su valori lievemente più prossimi al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale rispetto al precedente periodo di mantenimento.

Tra gli inizi di settembre e i primi di ottobre i tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono rimasti sostanzialmente invariati. Il 5 ottobre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente all'1,35, 1,56, 1,76 e 2,08 per cento, livelli superiori di 1, 3, 3 e 2 punti base rispetto a quelli osservati il 7 settembre. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è rimasto pressoché stabile, situandosi il 5 ottobre a 73 punti base (cfr. figura 11).

Il 5 ottobre il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi si collocava allo 0,73 per cento, in calo di 3 punti base rispetto al 7 settembre. Il tasso corrispondente sui depositi privi di garanzia, in aumento di 3 punti base, era pari all'1,56 per cento il 5 ottobre. Di conseguenza, il differenziale tra l'Euribor a tre mesi non garantito e il tasso *swap* sull'Eonia a tre mesi è aumentato di 5 punti base e, alla stessa data, si situava a 82 punti base.

Il 5 ottobre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2011 e marzo, giugno e settembre 2012 si collocavano rispettivamente all'1,24, 1,11, 1,06 e 1,05 per cento, con un aumento di 2 e 1 punti base e un calo di 1 e 3 punti base rispetto ai livelli osservati il 7 settembre.

Tra il 7 settembre e la fine dell'ottavo periodo di mantenimento dell'anno il 13 settembre, l'Eonia è rimasto stabile allo 0,85 per cento circa in una situazione di protratta eccedenza di liquidità, per poi aumentare e portarsi all'1,21 per cento nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento. L'Eonia è stato abbastanza volatile nella parte restante di settembre, mostrando l'andamento osservato dall'inizio dell'anno. Il 14 settembre ha evidenziato un brusco calo allo 0,93 per cento, ma dal 16 settembre ha oscillato tra l'1,05 e l'1,10 per cento, livello più prossimo al tasso di rifinanziamento principale rispetto al precedente periodo di mantenimento. Nell'insieme, l'Eonia ha rispecchiato il

Figura 11 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)

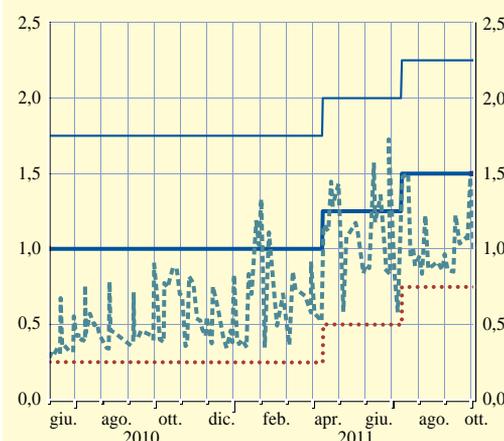


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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

- tasso fisso sulle operazioni di rifinanziamento principali
- ... tasso sui depositi *overnight* presso la banca centrale
- - - tasso *overnight* (Eonia)
- tasso di rifinanziamento marginale



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

desiderio delle banche di adempiere agli obblighi di riserva nella fase iniziale del periodo di mantenimento unitamente all'ammontare complessivo della liquidità in eccesso. Il 5 ottobre l'Eonia si situava allo 0,97 per cento.

L'Eurosistema ha condotto varie operazioni di rifinanziamento tra il 7 settembre e il 5 ottobre. Il 13 settembre ha effettuato un'operazione di regolazione puntuale in cui sono stati assorbiti 167,7 miliardi di euro per far fronte all'eccedenza di liquidità emersa alla fine dell'ottavo periodo di mantenimento dell'anno. Nelle operazioni di rifinanziamento principali del nono periodo di mantenimento condotte il 13, 20 e 27 settembre e il 4 ottobre, l'Eurosistema ha aggiudicato rispettivamente 163,8, 201,2, 208,3 e 198,8 miliardi di euro. L'Eurosistema ha condotto anche due operazioni di rifinanziamento a lungo termine in settembre, entrambe mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi: il 13 settembre un'operazione con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento (con aggiudicazione di 54,2 miliardi di euro) e il 28 settembre un'operazione di rifinanziamento a lungo termine a tre mesi (con aggiudicazione di 140,6 miliardi). Inoltre, l'Eurosistema ha condotto quattro operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana il 13, 20 e 27 settembre e il 4 ottobre mediante aste a tasso variabile con tasso massimo di offerta dell'1,50 per cento. Peraltro, con queste operazioni l'Eurosistema ha assorbito interamente la liquidità offerta mediante gli acquisti effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari.

Il nono periodo di mantenimento dell'anno, iniziato il 14 settembre, è stato caratterizzato da livelli elevati di liquidità in eccesso; al 5 ottobre il ricorso giornaliero medio ai depositi presso la banca centrale era pari a 154 miliardi di euro.

La distribuzione decentrata della liquidità della banca centrale all'interno dell'Eurosistema nel contesto di tensioni nel mercato monetario interbancario si riflette nei saldi che le BCN dei paesi dell'area dell'euro hanno nei confronti della BCE all'interno del sistema di pagamento Target2. Questa tematica è trattata in maggiore dettaglio nel riquadro 4.

Riquadro 4

I SALDI TARGET2 DELLE BANCHE CENTRALI NAZIONALI NELL'AREA DELL'EURO

Pagamenti transfrontalieri ingenti tra banche dell'area dell'euro costituiscono una normale caratteristica dell'unione monetaria e un sistema quale Target2¹⁾ è essenziale per il loro ordinato trattamento. Il regolamento dei pagamenti transfrontalieri in moneta di banca centrale genera saldi per ciascuna BCN collegata a Target2²⁾. I pagamenti transfrontalieri rispecchiano transazioni disposte nella maggioranza dei casi da soggetti privati (come enti creditizi, società o persone fisiche). I saldi Target2 delle BCN dei paesi dell'area dell'euro nei confronti della BCE derivanti

- 1) Target2 (come, prima del novembre 2007, il suo precursore Target, la cui operatività è cessata nel maggio 2008) è il sistema di regolamento lordo in tempo reale dell'Eurosistema. La denominazione deriva da *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* (Sistema transeuropeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale). Attraverso Target2, le BCN offrono servizi di pagamento e regolamento ai partecipanti allo Spazio economico europeo (generalmente enti creditizi e altre infrastrutture di mercato). Il presente riquadro verte sull'area dell'euro.
- 2) Tutte le BCN dei paesi dell'area dell'euro sono collegate a Target2. Non sussistono limiti quantitativi per i rispettivi saldi Target2, positivi o negativi, nei confronti della BCE. Anche le BCN dei paesi dell'UE non appartenenti all'area dell'euro possono decidere di collegarsi a Target2. Dal momento che non rientrano nell'area valutaria, queste BCN devono mantenere un saldo positivo nei confronti della BCE. La somma di tutti i saldi (quelli delle BCN dei paesi dell'area dell'euro, delle BCN dei paesi che non ne fanno parte e della BCE) è pari a zero. Per maggiori informazioni su Target2, cfr. l'allegato trimestrale a questo Bollettino (il numero più recente risale a settembre 2011) e i rapporti annuali della BCE.

da tali pagamenti interbancari transfrontalieri riflettono altresì la distribuzione decentrata della liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema³⁾. In effetti, i sistemi bancari di paesi che presentano pagamenti netti in uscita hanno un più elevato fabbisogno di liquidità di banca centrale rispetto a quelli di altri paesi dove si verificano afflussi di moneta delle banche commerciali. La distribuzione disomogenea della liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema fornisce stabilità, poiché consente a banche finanziariamente solide (anche se situate in paesi caratterizzati da tensioni finanziarie) di soddisfare il loro fabbisogno di liquidità, contribuendo così all'efficace trasmissione all'economia dell'area dell'euro nel suo insieme delle decisioni della BCE sui tassi di interesse, allo scopo di preservare la stabilità dei prezzi nell'area nel medio termine⁴⁾.

Questo riquadro presenta sinteticamente i saldi Target2 delle BCN nell'area dell'euro, spiega il motivo per cui alcuni di essi sono aumentati durante la crisi finanziaria e analizza la relazione fra tale andamento e la dinamica dell'offerta di liquidità di banca centrale nei paesi dell'area.

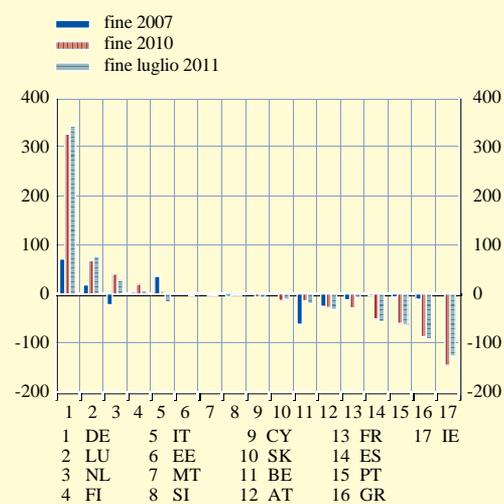
I saldi Target2 sono aumentati durante la crisi finanziaria

Il regolamento dei pagamenti transfrontalieri tra le banche dell'area dell'euro dà luogo a posizioni di debito e di credito all'interno dell'Eurosistema, che sono aggregate e compensate alla fine di ogni giornata operativa. Ciascuna BCN detiene così un credito (ossia un saldo Target2 positivo) o un debito (cioè un saldo Target2 negativo) nei confronti della BCE, che agisce come controparte centrale (cfr. figura A).

Solitamente, le BCN riportano saldi Target2 diversi da zero nei confronti della BCE, come si può riscontrare nei rispettivi bilanci pubblicati periodicamente. La somma di tutti i saldi positivi delle BCN dei paesi dell'area dell'euro (o, in alternativa, quella di tutti i saldi negativi) era, prima della metà del 2007, pari a circa 100 miliardi di euro. Durante la crisi finanziaria, i saldi Target2 sono in genere aumentati (cfr. figura A).⁵⁾

Figura A Saldi delle BCN in Target2

(miliardi di euro)



Fonte: dati delle BCN.

- Cfr. anche: il comunicato stampa sui saldi Target2 della Bundesbank dal titolo *Bundesbank TARGET2 balances*, diffuso dalla Deutsche Bundesbank il 22 febbraio 2011; il riquadro sulla dinamica dei saldi Target2 della Bundesbank, intitolato *The dynamics of the Bundesbank's TARGET2 balance*, nel numero di marzo 2011 del rapporto mensile della Deutsche Bundesbank; Bindseil, U. e König, P.J. (2011), *The economics of TARGET2 balances*, Discussion Paper dell'SFB 649, n. 2011-35, Humboldt University di Berlino; nonché Bindseil, U., P. Cour-Thimann, e P.J. König, "TARGET2 and cross-border interbank payments during the financial crisis", *CESifo Forum*, numero speciale, Ifo Institute for Economic Research, Monaco, di prossima pubblicazione.
- Cfr. anche il riquadro *Il bilancio dell'Eurosistema in tempi di tensione dei mercati finanziari* nel numero di settembre 2011 di questo Bollettino.
- Cfr. i rapporti annuali e le statistiche di bilancio delle BCN. Ad esempio, il saldo Target2 della Deutsche Bundesbank è pubblicato nella serie mensile EU8148. Non esiste una banca dati unica in cui confluiscono i saldi Target2 di tutte le BCN, ma una *proxy* imperfetta può essere ottenuta, sulla base delle *International Financial Statistics* dell'FMI, dalla somma delle serie mensili "crediti netti verso l'Eurosistema" al netto della differenza tra "circolante emesso" (voce che rappresenta la parte di una BCN nell'emissione di banconote sulla base della quota di capitale della BCE detenuta) e "contante immesso in circolazione" (voce che corrisponde all'ammontare effettivo di banconote emesse da una BCN). Ad esempio, questa differenza è strutturalmente negativa per la Germania e positiva per la Francia.

L'aumento osservato delle passività Target2 delle BCN di alcuni paesi nei confronti della BCE durante la crisi finanziaria è una conseguenza delle tensioni sul mercato della raccolta dei sistemi bancari di tali paesi e dell'accomodamento da parte della BCE del fabbisogno di liquidità che ne è derivato.

Prima della crisi finanziaria era relativamente facile per le banche di questi paesi accedere ai capitali privati. In particolare, esse ricevevano fondi dall'estero (sotto forma ad esempio di prestiti interbancari, investimenti diretti o depositi transfrontalieri) che sostanzialmente compensavano i pagamenti in uscita associati alle importazioni nette di beni e servizi o all'acquisizione di attività all'estero. Il fatto che in tali paesi i pagamenti transfrontalieri regolati in moneta di banca centrale fossero sostanzialmente bilanciati faceva sì che le rispettive BCN mantenessero saldi Target2 diversi da zero ma sostanzialmente in pareggio.

A causa della crisi finanziaria, i fondi privati verso i sistemi bancari di questi paesi non stanno più affluendo in quantità sufficiente a compensare i pagamenti in uscita. L'accesso al mercato monetario interbancario è compromesso e i prestiti transfrontalieri a tali paesi si sono prosciugati, mentre quelli già assunti devono essere rimborsati. Inoltre, le tensioni sulla raccolta delle banche sono acuite dal ritiro di capitali del settore privato. I conseguenti pagamenti netti regolati in moneta di banca centrale in uscita da questi sistemi bancari comportano l'accumulo di passività in Target2 per le rispettive BCN. Allo stesso tempo, le BCN dei paesi che sono beneficiari netti di tali pagamenti riportano crediti in Target2.

Il rapporto tra i saldi Target2 e l'offerta di liquidità di banca centrale

La crisi finanziaria ha indotto variazioni sia nel profilo dei pagamenti del settore privato nell'area dell'euro⁶⁾ sia, al contempo, nel profilo di offerta di liquidità da parte delle BCN.

I sistemi bancari che sperimentano pagamenti netti in uscita regolati in moneta di banca centrale necessitano di maggiore liquidità rispetto alla norma. Le rispettive BCN offrono liquidità (sotto forma di operazioni di prestito o di acquisti di attività) per un ammontare superiore a quello normalmente necessario per soddisfare il fabbisogno delle banche. I bilanci di tali BCN mostrano, dal lato dell'attivo, un'accresciuta offerta di liquidità attraverso le operazioni di prestito dell'Eurosistema e, dal lato del passivo, debiti Target2 nei confronti della BCE (cfr. figura C, parte sinistra). L'entità complessiva delle operazioni di prestito dell'Eurosistema è aumentata durante la crisi finanziaria (cfr. figura B) e le banche con

Figura B Provvista di liquidità alle controparti dell'area dell'euro nelle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema

(miliardi di euro; dati di fine mese)



Fonte: BCE.

Nota: l'ultima osservazione è relativa a fine settembre 2011.

6) Questo cambiamento si è verificato essenzialmente all'interno dell'area dell'euro; i saldi del conto corrente e del conto finanziario dell'area dell'euro sono rimasti pressoché invariati. Cfr. anche il riquadro 6, *Andamenti della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro fino a marzo 2011*, nel numero di giugno 2011 e il capitolo 7 della sezione *Statistiche dell'area dell'euro* di questo Bollettino.

Figura C Bilancio stilizzato delle BCN che presentano in Target2 saldi negativi, positivi o in pareggio

| BCN con saldo in Target2 negativo | | BCN con saldo in Target positivo | | BCN con saldo in Target2 in pareggio | |
|---|----------------------|---|---------------|---|---------------|
| Attività | Passività | Attività | Passività | Attività | Passività |
| Operazioni di rifinanziamento | Banconote | Operazioni di rifinanziamento | Banconote | Operazioni di rifinanziamento | Banconote |
| | CC e depositi | | CC e depositi | | CC e depositi |
| Altro (include le attività finanziarie) | passività in TARGET2 | attività in TARGET2 | Altro | Altro (include le attività finanziarie) | Altro |
| | Altro | Altro (include le attività finanziarie) | | | Altro |

Fonte: ECB.

Note: quelle che si riportano sono rappresentazioni stilizzate dei bilanci delle BCN e non riflettono dati effettivi.

Dal lato delle attività, la categoria "Altro" include, in particolare, le attività finanziarie, le riserve auree e le attività potenziali all'interno dell'Eurosistema derivanti da una emissione di banconote proporzionalmente più bassa rispetto alla quota della BCN nel capitale della BCE.

Dal lato delle passività, la voce "Banconote" include le banconote in circolazione (in proporzione alla quota della BCN nel capitale della BCE). La categoria "CC e depositi" corrisponde alla liquidità delle banche detenuta presso la rispettiva BCN essenzialmente in ottemperanza dei requisiti di riserva obbligatoria e include anche i depositi detenuti presso la banca centrale all'interno delle operazioni su iniziativa delle controparti o sotto forma di depositi a termine. La categoria "Altro" include: capitale e riserve; conti di provvista e di rivalutazione; altre passività (incluse quelle nei confronti dei residenti nell'area dell'euro come depositi delle amministrazioni pubbliche e passività all'interno dell'Eurosistema derivanti da una emissione di banconote proporzionalmente più elevata rispetto alla quota della BCN nel capitale della BCE, che è rilevante solo nel riquadro centrale della figura).

maggiore fabbisogno di liquidità hanno accresciuto la loro partecipazione a tali operazioni. La distribuzione di liquidità all'interno dell'Eurosistema fornisce stabilità, poiché consente a banche finanziariamente solide (anche se situate in paesi caratterizzati da tensioni finanziarie) di soddisfare il fabbisogno di liquidità, contribuendo così all'efficace trasmissione all'economia dell'area dell'euro nel suo insieme delle decisioni sui tassi di interesse della BCE, allo scopo di preservare la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Un saldo Target2 positivo non implica vincoli all'offerta di credito nella corrispondente economia ma segnala la disponibilità di abbondante liquidità bancaria

Sebbene sussista un legame tra i saldi Target2 e la distribuzione di liquidità di banca centrale da parte delle BCN in tutta l'area dell'euro, ciò non ha ripercussioni negative sull'offerta di credito alle famiglie e alle imprese nei singoli paesi. Sarebbe errato credere che le passività in Target2 che discendono dall'offerta di quantità relativamente elevate di liquidità alle banche in taluni paesi abbiano un impatto negativo sui prestiti bancari in altri paesi. Al contrario, nei paesi le cui BCN riportano un saldo Target2 positivo (cfr. figura C, parte centrale) le banche tendono a essere destinatarie di pagamenti transfrontalieri provenienti da altri paesi. Queste banche necessitano di un ammontare di liquidità di banca centrale inferiore rispetto a quanto occorrerebbe altrimenti per continuare a erogare prestiti alle famiglie e alle imprese nelle rispettive economie⁷⁾. Un'ulteriore prova che la riduzione dell'offerta di liquidità di banca centrale da parte di alcune BCN non limita, di per sé, l'offerta di credito consiste nel fatto che, a fronte di garanzie idonee, le banche di tutta l'area dell'euro hanno attualmente un accesso illimitato alla liquidità di banca centrale a condizioni favorevoli. In effetti, le banche detengono liquidità in eccesso, come si può evincere dal loro ricorso ai depositi presso la banca centrale.

7) In realtà, le banche di questi paesi necessitavano di liquidità di banca centrale in misura relativamente maggiore di quanto comportava la quota di capitale della BCE detenuta dalla rispettiva BCN prima della crisi finanziaria, perché allora tali paesi avevano un fabbisogno sovradimensionato di banconote, di cui una parte era successivamente trasferita in altri paesi dell'area dell'euro o all'esterno di questa. Ciò comportava passività all'interno dell'Eurosistema (che di fatto non erano compensate dai saldi Target2).

Il legame tra i saldi Target2 e il fabbisogno finanziario delle banche nei singoli paesi non è perfetto

Come accade per la distribuzione della liquidità di banca centrale e l'emissione di banconote da parte delle BCN nell'area dell'euro, i saldi Target2 delle BCN non riflettono necessariamente il fabbisogno finanziario delle banche nei singoli paesi. La distribuzione della liquidità di banca centrale da parte delle BCN nei singoli paesi dell'area dell'euro è connessa al fabbisogno interno dei rispettivi sistemi bancari in maniera soltanto debole. Ciò è dovuto all'innovazione finanziaria e all'UEM: entrambi fattori comportano la progressiva scomparsa della distinzione tra operazioni nazionali e transfrontaliere. Analogamente, sussistono tre motivi principali per cui i saldi Target2 delle BCN non rispecchiano necessariamente la realtà economica nazionale associata ai pagamenti transfrontalieri netti nell'area dell'euro.

Innanzitutto, l'ubicazione geografica di una banca debitrice/creditrice dipende talvolta dall'organizzazione interna dell'istituto stesso più che dalle realtà economiche. In particolare, i gruppi bancari presenti in più paesi possono raccogliere fondi a livello decentrato e, al contempo, aver centralizzato in misura crescente la gestione della liquidità. Ad esempio, un gruppo bancario può rifinanziarsi presso una BCN di un altro paese dell'area dell'euro attraverso una controllata. Ciò genera, ai fini di Target2, un credito per la BCN del paese in cui risiede la capogruppo e una passività per la BCN del paese in cui risiede la controllata. Allo stesso tempo, un pagamento da parte, ad esempio, di una banca francese (con un conto Target2 presso la Banque de France) alla sua controllata tedesca (con un conto Target2 presso la Deutsche Bundesbank), che ha bisogno di effettuare una transazione domestica in Germania, sarà considerato nei saldi Target2 delle BCN dei due paesi come un pagamento dalla Francia alla Germania. In secondo luogo, alcuni pagamenti transfrontalieri non sono regolati in moneta di banca centrale e pertanto non sono presi in considerazione nei saldi Target2⁸⁾. È questo il caso a) dei flussi connessi ai rapporti di corrispondenza tra banche (in base ai quali il pagamento è contabilizzato nel conto detenuto da una banca commerciale presso un'altra banca commerciale), oppure b) dei sistemi che possono regolare una parte o la totalità delle loro operazioni in moneta di banca commerciale, come i sistemi di regolamento delle transazioni in titoli o al dettaglio (ad esempio per i pagamenti al dettaglio effettuati tramite alcuni circuiti di carte di credito). Infine, le operazioni in euro che coinvolgono banche di paesi non appartenenti all'area dell'euro (come il Regno Unito), le cui BCN non sono collegate a Target2, possono sempre essere regolate attraverso questo sistema di pagamento mediante conti detenuti presso banche che hanno conti Target2 presso altre BCN nell'area dell'euro (ad esempio la Deutsche Bundesbank e la Nederlandsche Bank), incidendo così sui saldi Target2 delle rispettive BCN nell'area stessa.

Ciò nonostante, rimane un nesso generale, ancorché imperfetto, tra la perdita di accesso al mercato, l'aumento del fabbisogno di liquidità di banca centrale e le maggiori passività in Target2 nei paesi caratterizzati da tensioni finanziarie.

I saldi Target2 costituiscono una normale caratteristica dell'UEM

I saldi Target2 delle BCN dei paesi appartenenti all'area dell'euro riflettono la distribuzione disomogenea di liquidità di banca centrale all'interno dell'Eurosistema. Poiché non può sussi-

8) È verosimile che l'entità dei flussi regolati in moneta di banca commerciale (anziché di banca centrale) sia diminuita durante la crisi finanziaria, dato il calo di fiducia negli operatori finanziari. Il regolamento in moneta di banca commerciale si fonda sulla fiducia nel fatto che l'operatore finanziario sia in grado in ultima istanza di rimborsare il proprio debito in moneta di banca centrale.

stere un limite superiore per il valore dei pagamenti all'interno di un'area con una divisa unica, i saldi Target2 delle BCN non possono essere soggetti a un limite massimo. Porre un limite all'entità dei saldi Target2 sarebbe incoerente con il concetto di unione monetaria. Analogamente, negli Stati Uniti non sussiste alcun limite ai pagamenti all'interno dell'area valutaria costituita dai dodici distretti della Federal Reserve. Da tali pagamenti derivano saldi interdistrettuali, che non sono più vincolanti di quanto non lo siano i saldi Target2 nell'Eurosistema. Il meccanismo utilizzato negli Stati Uniti per riequilibrare i saldi tra distretti una volta l'anno non ha alcuna influenza sui pagamenti transfrontalieri e conduce essenzialmente alla modifica della variabile chiave per la ripartizione degli utili e delle perdite del Federal Reserve System statunitense tra le Reserve Bank dei dodici distretti⁹⁾.

Nell'UEM, un credito in Target2 non rispecchia, di per sé, l'esposizione della BCN in questione al rischio finanziario. L'esposizione al rischio delle banche centrali che costituiscono l'Eurosistema (vale a dire le BCN e la BCE) è connessa alle operazioni stesse di politica monetaria, non ai saldi Target2 associati. Come sempre, una banca centrale è soggetta a un rischio di controparte quando dà attuazione alla politica monetaria. Il rischio associato all'offerta di liquidità di banca centrale nell'ambito dell'attuazione della politica monetaria è attenuato da un sistema di gestione dei rischi¹⁰⁾. Il sistema delle garanzie dell'Eurosistema si basa su una lista pubblica di titoli che soddisfano determinati criteri di idoneità e su misure di controllo dei rischi. In particolare, i titoli stanziati a garanzia sono valutati giornalmente ai prezzi di mercato (quando disponibili) oppure utilizzando metodi di valutazione prudenti, con l'applicazione di scarti di garanzia. Il rischio residuo associato all'offerta di liquidità di banca centrale che può risultare nonostante le misure di contenimento dei rischi è condiviso, di norma, tra le BCN dell'Eurosistema in misura proporzionale alle quote di capitale della BCE detenute e non è connesso alle posizioni in Target2 delle singole banche centrali.

9) A seguito dei pagamenti tra i distretti della Federal Reserve, si formano naturalmente avanzi o disavanzi nei saldi interdistrettuali. Tali saldi rientrano nei conti di regolamento tra distretti (*Interdistrict Settlement Accounts*), che sono regolati ogni anno in aprile (le serie di dati sono disponibili al seguente indirizzo Internet: <http://alfred.stlouisfed.org>). Il regolamento annuale si basa sul saldo interdistrettuale medio di ciascuna Reserve Bank nei dodici mesi precedenti (da aprile a marzo), per cui in generale i saldi non vengono azzerati. Il regolamento consiste principalmente nell'adeguare le quote relative di titoli detenute dalle dodici Reserve Bank nel System Open Market Account del Federal Reserve System. Cfr. anche Board of Governors del Federal Reserve System, *Financial Accounting Manual for Federal Reserve Banks*, sezione 40.40 "SOMA Participation", revisione 50, dicembre 2010.

10) Cfr. il capitolo 6 del volume *The implementation of monetary policy in the euro area – general documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures*, pubblicato dalla BCE nel febbraio 2011. Eventuali modifiche apportate a questo documento sono divulgate nel sito Internet della BCE.

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

In settembre e agli inizi di ottobre, i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono diminuiti, così come quelli sui titoli di Stato statunitensi. Le tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, nonché le continue sorprese negative dovute al peggioramento degli indicatori economici in molti paesi, hanno ulteriormente pesato sul clima di fiducia. Negli Stati Uniti, l'annuncio di un'estensione, da parte del Federal Open Market Committee, della scadenza media dei titoli del Tesoro detenuti ha generato pressioni al ribasso sui rendimenti a lungo termine. L'incertezza sulla futura evoluzione dei mercati obbligazionari, misurata dalla volatilità implicita di questi ultimi, è lievemente aumentata. I differenziali di rendimento tra obbligazioni sovrane all'interno dell'area dell'euro si sono ulteriormente ampliati per la maggior parte dei paesi. Allo stesso tempo, i tassi di inflazione di pareggio a lungo termine hanno evidenziato un calo considerevole nel contesto di riallocazioni di portafoglio a favore di investimenti sicuri nei mercati delle obbligazioni nominali. La diminuzione dei rendimenti dei contratti swap sull'inflazione, a sua volta, riflette principalmente una riduzione del premio per il rischio di inflazione. Nel complesso gli indicatori estratti dai prezzi delle attività finanziarie indicano che le attese di inflazione degli operatori di mercato rimangono fermamente ancorate.

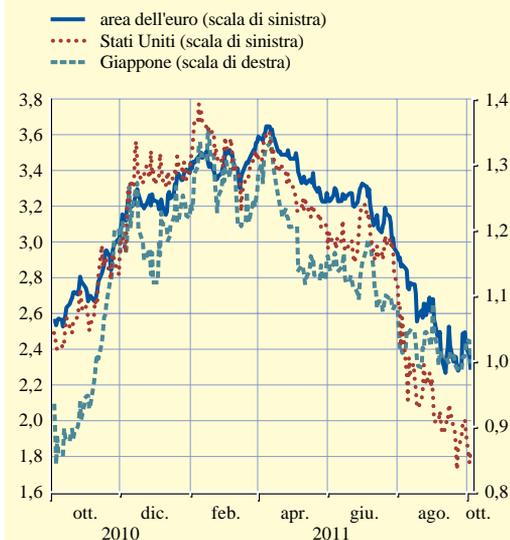
Tra la fine di agosto e il 5 ottobre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono scesi di 27 punti base, situandosi al 2,4 per cento alla fine del periodo in rassegna. Negli Stati Uniti i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine hanno registrato un calo lievemente maggiore, pari a 34 punti base, e il 5 ottobre si sono collocati all'1,9 per cento (cfr. figura 13). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni degli Stati Uniti e dell'area dell'euro ha evidenziato un leggero incremento nel periodo in esame. In Giappone, i rendimenti dei titoli di Stato decennali sono calati di 6 punti base nel periodo, collocandosi il 5 ottobre all'1,0 per cento.

L'incertezza degli investitori circa gli andamenti a breve termine dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, si è lievemente accresciuta nel periodo in rassegna, per effetto delle tensioni in atto in vari mercati delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro. La volatilità implicita dei mercati obbligazionari nell'area dell'euro si è collocata su un livello superiore a quello osservato nel maggio 2010, sebbene l'incertezza in tali mercati sia in qualche misura diminuita dal picco osservato a metà agosto 2011. Il livello della volatilità implicita nei mercati obbligazionari degli Stati Uniti è stato significativamente inferiore rispetto all'area dell'euro.

L'andamento dei rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro con rating AAA ha rispecchiato sia i timori per la crisi del debito sovrano sia le continue sorprese negative dovute al peggioramento degli indicatori economici in molti paesi, con

Figura 13 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.

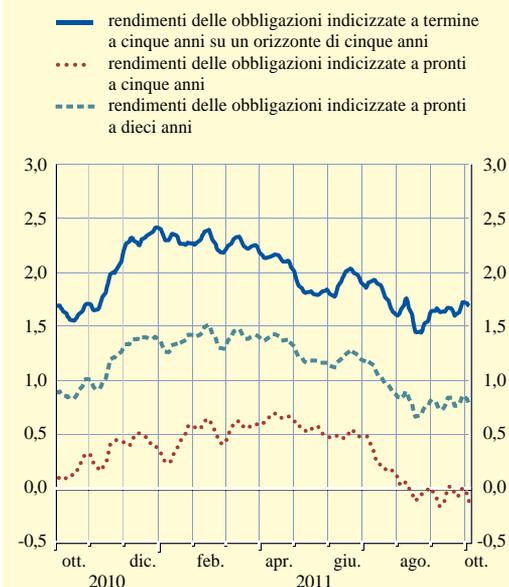
conseguenti revisioni al ribasso delle prospettive economiche. Inoltre, le attese e poi l'annuncio di un'estensione, da parte del Federal Open Market Committee, della scadenza media dei titoli del Tesoro detenuti hanno generato pressioni al ribasso sui rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti. In seguito a questo annuncio, i rendimenti sui titoli di Stato statunitensi a lungo termine sono scesi temporaneamente all'1,7 per cento circa. Durante l'intero periodo le tensioni connesse alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro sono rimaste acute e l'avversione al rischio degli investitori si è mantenuta elevata (cfr. anche il riquadro *Coinvolgimento del settore privato e implicazioni per la stabilità finanziaria*). Inoltre, la domanda di titoli di Stato liquidi e con rating elevato causata da flussi verso investimenti "rifugio" è stata ancora sostenuta e i premi di liquidità corrisposti dagli investitori per i titoli di Stato liquidi sono rimasti considerevoli. Nel complesso, la crisi del debito sovrano e le sorprese negative derivanti dagli indicatori economici hanno avuto pesanti ripercussioni sul clima di fiducia nei mercati delle obbligazioni sovrane e, in qualche misura, si sono riflesse anche nelle quotazioni delle azioni e delle obbligazioni societarie.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane dell'area dell'euro rispetto ai titoli di Stato tedeschi si sono ulteriormente ampliati per la maggior parte dei paesi. Allo stesso tempo, la domanda di titoli di Stato liquidi e con merito di credito elevato ha continuato a deprimere i rendimenti delle obbligazioni sovrane tedesche. Questi andamenti sono riconducibili principalmente alla complessità delle trattative con la Grecia sul programma di risanamento nonché alle incertezze in merito alla forma e alla tempistica dell'ulteriore sostegno. Due agenzie di rating, inoltre, hanno declassato l'Italia e i timori di una propagazione della crisi ad altri paesi dell'area dell'euro hanno continuato a gravare sul clima di mercato. Di fatto, in alcuni giorni durante il periodo in rassegna i differenziali sulle obbligazioni sovrane per l'Italia sono stati nuovamente prossimi ai livelli osservati in agosto prima che la BCE decidesse di riattivare il Programma per il mercato dei titoli finanziari.

I rendimenti sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro a cinque e dieci anni sono diminuiti lievemente nel periodo in rassegna (cfr. figura 14). Il 5 ottobre i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si sono situati rispettivamente al -0,1 e allo 0,8 per cento. Nello stesso periodo il tasso di inflazione di pareggio implicito a termine (a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro si è ridotto di 41 punti base, collocandosi il 5 ottobre all'1,7 per cento (cfr. figura 15). Anche il tasso corrispondente desunto dagli *swap* sull'inflazione è sceso, di 25 punti base, portandosi all'1,9 per cento alla stessa data. I tassi di inflazione di pareggio sono stati volatili nell'ultimo mese, riflettendo la volatilità elevata dei rendimenti nominali e reali dei titoli di Stato nel contesto delle tensioni nei mercati e dei flussi verso investimenti "rifugio". Le aspettative di inflazione desunte dai mercati obbligazionari sono state quindi più volatili di quelle basate sui segnali ricevuti dai mercati degli *swap* sull'inflazione. Il recente calo dei tassi di inflazione di pareggio a termine è attribuibile prevalentemente al

Figura 14 Rendimenti zero coupon, ricavati dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione nell'area dell'euro

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

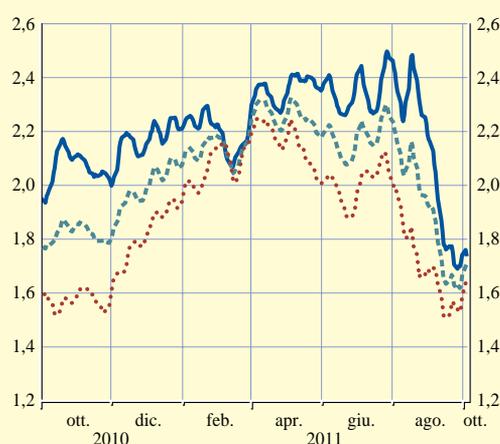


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

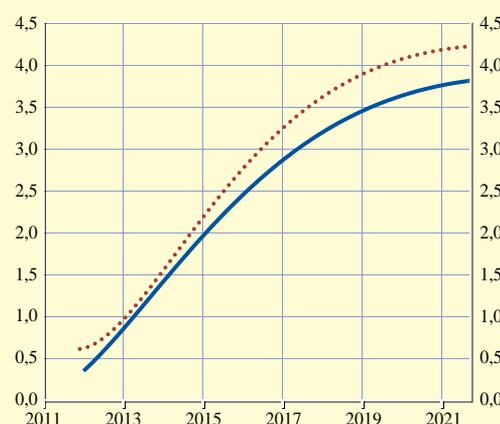


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

- 5 ottobre 2011
- 31 agosto 2011



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.

fatto che l'elevata domanda degli investitori ha depresso i rendimenti sulle obbligazioni nominali nonché al calo dei premi per il rischio di inflazione. A sua volta, la flessione dei rendimenti degli *swap* sull'inflazione rispecchia principalmente una riduzione dei premi per il rischio di inflazione. Nel complesso, gli indicatori basati sul mercato suggeriscono che le aspettative di inflazione degli operatori di mercato restano saldamente ancorate.

L'andamento generale dei rendimenti sulle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto in variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi premi al rischio) a diversi orizzonti (cfr. figura 16). Rispetto alla fine di agosto, la struttura per scadenza dei tassi a termine di breve periodo si è spostata verso il basso su tutti gli orizzonti temporali. Su quelli superiori a sei anni tali tassi sono scesi di circa 40 punti base. Questi andamenti hanno rispecchiato le revisioni delle aspettative sui rendimenti e dei premi al rischio nel contesto del peggioramento delle prospettive per l'attività economica mondiale e dell'incertezza da cui sono caratterizzate, nonché dell'effetto di una revisione al ribasso della dinamica attesa per i tassi di interesse a breve termine.

Nel periodo in rassegna i differenziali di rendimento delle obbligazioni di qualità più elevata (*investment grade*) emesse da società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati, tranne che per le categorie di *rating* più basso per le quali sono ulteriormente aumentati. I differenziali di rendimento delle obbligazioni con merito di credito più basso emesse dalle società finanziarie hanno evidenziato un brusco incremento, mentre quelli per le categorie di *rating* più elevate sono rimasti sostanzialmente invariati. Questi andamenti hanno rispecchiato una maggiore sensibilità

di alcune componenti del settore bancario alle turbolenze in corso, nonché l'avversione al rischio da parte degli investitori. In tutte le categorie di *rating*, tuttavia, i rendimenti sulle obbligazioni emesse dalle società finanziarie hanno continuato a essere decisamente inferiori rispetto al periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers.

Riquadro 5

PARTECIPAZIONE DEL SETTORE PRIVATO E SUE IMPLICAZIONI PER LA STABILITÀ FINANZIARIA

Nella risoluzione delle crisi del debito sovrano si è talvolta ricorso in passato alla partecipazione del settore privato (PSP)¹⁾. Tale soluzione intendeva permettere ai mutuatari sovrani di ripristinare la sostenibilità delle finanze pubbliche più rapidamente ed era generalmente considerata come una misura volta a garantire la condivisione degli oneri fra il settore pubblico e quello privato. Gli investitori che avevano finanziato paesi fiscalmente irresponsabili si trovavano in tal modo a pagare le conseguenze della loro scelta. Inoltre, poteva ridursi la necessità di sostegno finanziario da parte dei prestatori ufficiali.

In questo riquadro, tuttavia, si sottolinea come le esperienze passate di PSP riguardanti paesi non appartenenti a un'unione monetaria non siano comparabili e non possano pertanto servire da guida. In un'unione monetaria i mercati finanziari sono altamente integrati e l'impatto economico negativo della PSP risulta di conseguenza molto più esteso. L'applicazione della PSP a un singolo paese membro potrebbe mettere a repentaglio la stabilità finanziaria dell'intera area valutaria.

In primo luogo, è probabile che la PSP abbia ripercussioni negative dirette per il settore bancario nell'insieme dell'area dell'euro. Da un lato, la PSP esercita sicuramente pressioni significative sulla solvibilità delle banche e delle altre istituzioni finanziarie private del paese interessato, ma rischia altresì di produrre un impatto sui bilanci delle banche negli altri paesi dell'area dell'euro attraverso i canali degli investimenti transfrontalieri in titoli di debito sovrano, delle partecipazioni incrociate, del finanziamento e delle filiali estere. Ciò potrebbe dare luogo alla necessità di effettuare ricapitalizzazioni bancarie su larga scala.

In secondo luogo, il contagio al resto dell'area dell'euro può avvenire per il tramite degli effetti di fiducia. Qualora il ricorso alla PSP in un paese membro induca un improvviso aumento dell'avversione al rischio tra gli operatori nei mercati finanziari, l'accesso di altri paesi membri al mercato potrebbe risulterne ostacolato, e ciò anche in assenza di variazioni dei loro fondamentali economici rispetto alla situazione antecedente il ricorso alla PSP.

È probabile che questi due canali di contagio si rafforzino vicendevolmente. Le ricapitalizzazioni bancarie potrebbero dover essere finanziate in parte dal settore pubblico, andando a gravare sulla sostenibilità delle finanze pubbliche. Questa pressione addizionale sui conti di paesi già fragili dell'area potrebbe portare a un peggioramento del *rating* creditizio dei paesi stessi che, a sua volta, accrescerebbe le pressioni dal lato della raccolta anche per le banche. Ciò indeboli-

1) Con il termine "partecipazione del settore privato" si intende generalmente riferirsi al coinvolgimento dei creditori privati nel contesto della risoluzione di una crisi del debito sovrano. Le misure applicabili includono il riscadenamento e la ristrutturazione. Di norma la PSP ha carattere volontario ed è il risultato della collaborazione fra creditori e debitori. Per maggiori dettagli, cfr. *The IMF and the Private Sector*, Factsheet, FMI, Washington, D.C., agosto 2001.

rebbe ulteriormente le prospettive del sistema bancario e aumenterebbe la necessità di ricapitalizzazioni degli istituti finanziari.

Il ricorso alla PSP potrebbe inoltre danneggiare la reputazione della moneta unica a livello internazionale, con il rischio di intensificare la volatilità nei mercati dei cambi. In particolare, è possibile che gli investitori internazionali pubblici e privati divengano restii a investire ampie porzioni della loro ricchezza in attività denominate nella moneta di emittenti sovrani che potrebbero non onorare appieno le proprie obbligazioni e non escludere a priori il ricorso alla PSP in determinate circostanze.

In aggiunta, le implicazioni a lungo termine della PSP, specie per la prevenzione delle crisi del debito sovrano all'interno di un'unione monetaria, non sono univoche. Da un lato, la PSP dovrebbe esercitare un effetto benefico di lungo periodo rafforzando la disciplina di mercato²⁾. I creditori avranno un incentivo a monitorare attentamente la sostenibilità delle finanze pubbliche del debitore sovrano ed è probabile che richiedano premi al rischio ad essa proporzionati. È questo un importante meccanismo per imporre disciplina al prestatore sovrano. Dall'altro lato, la PSP potrebbe intensificare l'azzardo morale da parte del prestatore. Laddove un emittente sovrano sappia di non essere costretto a onorare appieno le proprie obbligazioni contrattuali e di poter al contrario ristrutturare il proprio debito, potrebbe essere tentato di accumulare livelli eccessivi di debito. La maggiore disciplina di mercato imposta mediante un aumento dei premi al rischio potrebbe non essere sufficiente a controbilanciare l'indebolimento degli incentivi del prestatore sovrano.

In considerazione di tutto ciò, la BCE ha fortemente sconsigliato di ricorrere a qualsiasi soluzione che non sia pienamente volontaria o che comporti elementi di coercizione, e ha inoltre sollecitato a evitare qualunque evento creditizio, nonché insolvenze selettive o insolvenze *tout court*³⁾. Ciascun governo dell'area dell'euro deve dare prova di inflessibile determinazione a onorare pienamente la propria firma, una condizione questa essenziale ad assicurare la stabilità finanziaria nell'intera area dell'euro. I rischi connessi con la PSP sottolineano l'importanza, all'interno dell'unione monetaria, di una forte *governance* che assicuri che tutti i paesi membri mantengano in ogni momento una posizione di bilancio solida. Essi evidenziano inoltre l'esigenza di disporre di un meccanismo efficace di risoluzione delle crisi a livello europeo (l'European Financial Stability Facility e, a partire da metà 2013, l'European Stability Mechanism) volto a garantire che, nel caso in cui in futuro un paese dell'area dell'euro incontri difficoltà a rifinanziarsi nei mercati, possa essergli fornita assistenza finanziaria in modo efficace e a condizioni rigorose.

2) L'impatto benefico prevale a condizione che la PSP non presupponga l'offerta ai creditori di incentivi finanziari superiori al costo dell'assistenza finanziaria in assenza di PSP.

3) Cfr. ad esempio la dichiarazione introduttiva di Jean-Claude Trichet, Presidente della BCE, all'audizione davanti alla Commissione per i problemi economici e monetari del Parlamento europeo il 30 giugno 2011.

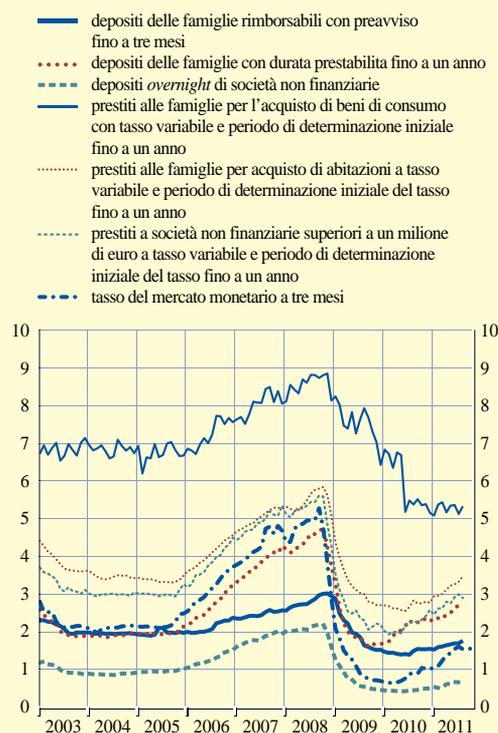
2.5 TASSI DI INTERESSE SU PRESTITI E DEPOSITI

In agosto i tassi di interesse delle IFM hanno evidenziato andamenti contrastanti tra le varie categorie. I tassi sui prestiti delle IFM sia alle famiglie sia alle società non finanziarie restano storicamente bassi su tutte le scadenze.

In agosto i tassi di interesse delle IFM a breve termine hanno seguito andamenti contrastanti tra le varie categorie. Rispetto al mese precedente i tassi di interesse a breve termine sui depositi delle

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

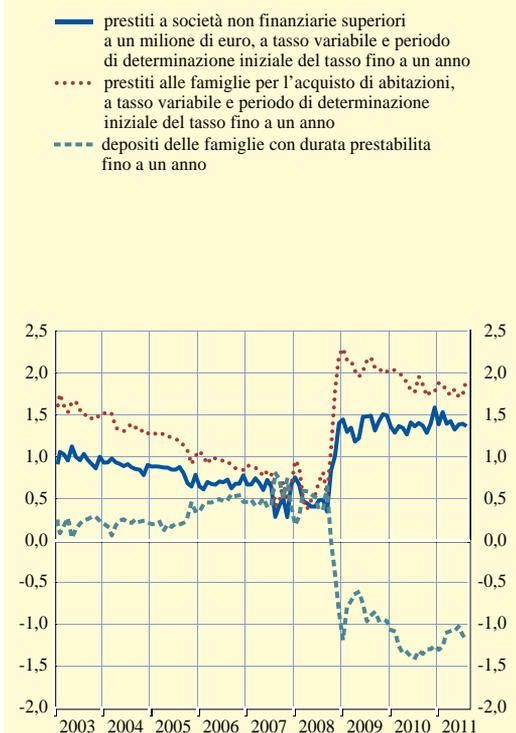
(valori percentuali in ragione d'anno; tassi sulle nuove operazioni)



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

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

(punti percentuali; tassi sulle nuove operazioni)



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

famiglie sono in media aumentati lievemente, di 3 punti base circa, mentre quelli sui depositi delle società non finanziarie sono rimasti sostanzialmente invariati (cfr. figura 17). Al contrario, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti a breve termine alle famiglie hanno registrato un aumento più marcato rispetto al mese precedente, di 14 punti base nel caso dei mutui per l'acquisto di abitazioni e di 20 punti base in quello del credito al consumo. I tassi di interesse sugli scoperti di conto sono saliti di 7 punti base per le società non finanziarie e di 4 punti base per le famiglie. I tassi delle IFM sui prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) erogati alle imprese sono rimasti invariati in agosto, mentre quelli sui prestiti di grande entità (superiori a 1 milione di euro) con un periodo di determinazione del tasso fino a un anno sono diminuiti di 10 punti base. Dal momento che l'Euribor ha evidenziato una certa diminuzione, di 7 punti base in agosto, il differenziale rispetto ai tassi sui prestiti a breve termine erogati dalle IFM alle famiglie è aumentato, mentre quello rispetto ai tassi di interesse sui prestiti di grande entità concessi alle società non finanziarie si è lievemente ridotto (cfr. figura 18).

In una prospettiva di più lungo periodo, durante l'ultimo ciclo di allentamento della politica monetaria (tra ottobre 2008 e marzo 2010) si è registrata una trasmissione significativa delle variazioni dei tassi di mercato ai tassi sui prestiti bancari. Il successivo aumento dell'Euribor a tre mesi

nel periodo tra aprile 2010 e luglio 2011 si è in parte rispecchiato nei tassi sui prestiti bancari a breve termine concessi sia alle società non finanziarie sia alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, mentre il tasso sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di beni di consumo è rimasto sostanzialmente stabile (se non si tiene conto della riclassificazione statistica del giugno 2010).

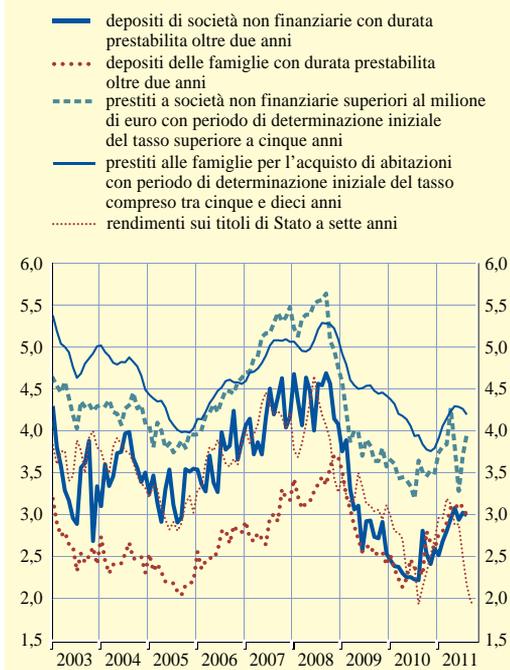
Quanto alle scadenze più lunghe, i tassi di interesse delle IFM sui prestiti alle famiglie hanno seguito andamenti divergenti rispetto ai tassi sui prestiti alle società non finanziarie (cfr. figura 19). Più specificatamente, i tassi sui prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni con periodo di determinazione iniziale del tasso tra cinque e dieci anni sono diminuiti di 7 punti base in agosto, mentre quelli sui prestiti per l'acquisto di beni di consumo con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni sono rimasti sostanzialmente invariati. I tassi sui prestiti di modesta entità con periodo di determinazione iniziale del tasso superiore a cinque anni erogati alle imprese sono diminuiti di 14 punti base al 4,3 per cento. Al contempo, però, i tassi di interesse sui prestiti di grande entità con analoga scadenza sono aumentati di 25 punti base, portandosi su un livello appena inferiore al 4 per cento.

In agosto i differenziali rispetto ai rendimenti sui titoli di Stato a sette anni con *rating* AAA sono aumentati per tutte le categorie dei prestiti. In particolare, il differenziale tra i tassi sui mutui a lungo termine erogati alle famiglie per l'acquisto di abitazioni e il rendimento sui titoli in esame è aumentato di 42 punti base, a un valore lievemente inferiore a 200 punti base, principalmente a fronte di un brusco calo dei rendimenti obbligazionari, mentre i tassi sui prestiti sono scesi solo in misura contenuta. Per le società non finanziarie, il differenziale rispetto ai prestiti di notevole entità è aumentato notevolmente, collocandosi a 170 punti base, mentre rispetto ai prestiti di modesta entità è salito in misura più moderata, di 35 punti base a 156 punti base.

In una prospettiva di più lungo periodo, i tassi sui prestiti alle famiglie e quelli sui prestiti a lungo termine di modesta entità alle società hanno in genere mostrato una trasmissione in qualche misura incompleta e lenta, mentre i tassi sui prestiti a lungo termine di grande entità concessi alle società hanno seguito una dinamica sostanzialmente in linea con i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA. Tuttavia, nel contesto delle acute tensioni finanziarie in corso e della frammentazione dei mercati sovrani, le regolari relazioni storiche tra i tassi sui prestiti bancari e i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA potrebbero essersi indebolite in qualche misura. In effetti, i tassi sui prestiti ingenti a lungo termine alle società non finanziarie sono aumentati in luglio e agosto, quando invece i rendimenti sui titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA sono calati notevolmente.

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

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



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

2.6 MERCATI AZIONARI

In settembre e agli inizi di ottobre i corsi azionari sono diminuiti sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti. Questi andamenti sono riconducibili alle tensioni connesse alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, considerevole fattore di incertezza soprattutto per quanto concerne il settore finanziario. Inoltre, il perdurare di indicatori economici deboli in molti paesi con conseguenti revisioni al ribasso per le prospettive economiche ha gravato ulteriormente sul clima di fiducia di mercato, esercitando anche pressioni al rialzo sui premi al rischio. L'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata su entrambe le sponde dell'Atlantico collocandosi su livelli analoghi o lievemente superiori a quelli osservati nel maggio 2010.

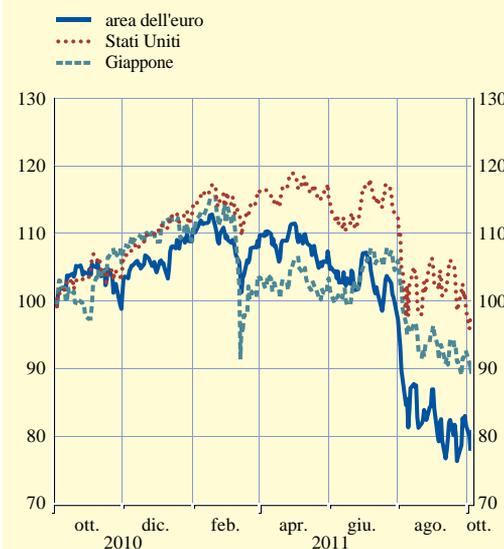
Nel periodo in rassegna i corsi azionari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti sono diminuiti. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area dell'euro, misurate dall'indice ampio Dow Jones Euro Stoxx, sono scese del 6,9 per cento tra fine agosto e il 5 ottobre. L'indice Standard & Poor's 500 negli Stati Uniti è diminuito del 6,1 per cento (cfr. figura 20). Nello stesso periodo le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno riportato una flessione del 6,4 per cento.

Il calo dei corsi azionari ha rispecchiato principalmente le tensioni connesse alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro, che hanno costituito un notevole fattore di incertezza in particolare per il settore finanziario. Inoltre, il perdurare di indicatori economici deboli in molti paesi, con le conseguenti revisioni al ribasso per le prospettive economiche, ha gravato ulteriormente sul clima di fiducia del mercato, esercitando anche pressioni al rialzo sui premi al rischio. In particolare, la maggior parte dei dati economici pubblicati, soprattutto nell'area dell'euro, ha continuato a deludere i mercati. In base ai dati sugli utili societari, la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione delle società dell'area dell'euro comprese nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è scesa in settembre all'11 per cento, dal 19 per cento di agosto, mentre l'incremento degli utili per azione atteso dagli operatori di mercato su un orizzonte di dodici mesi è rimasto sostanzialmente invariato al 10 per cento.

Sia nell'area dell'euro sia negli Stati Uniti, l'incertezza circa l'andamento dei corsi azionari, misurata dalla volatilità implicita, è aumentata nel periodo in rassegna (cfr. figura 21). Tale evoluzione è stata determinata dall'aumento dell'avversione al rischio da parte degli investitori, dalle significative tensioni in vari segmenti di mercato e dall'elevata incertezza circa le prospettive per l'economia mondiale. Il livello della volatilità implicita dei mercati azionari nell'indice ampio dell'area dell'euro è prossimo a quello osservato nel maggio 2010, ma ancora inferiore al massimo storico osservato alla fine di ottobre 2008.

Figura 20 Indici dei corsi azionari

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



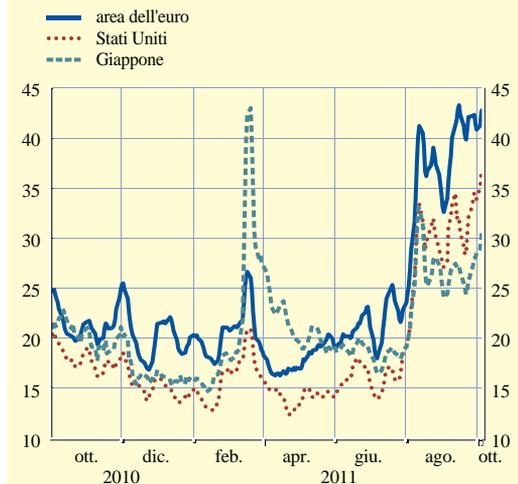
Fonte: Thomson Reuters.

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.

Nel complesso, gli indici dei corsi azionari nell'area dell'euro sono diminuiti per la maggior parte dei settori in settembre e agli inizi di ottobre. Le quotazioni dei titoli finanziari dell'area dell'euro sono calate bruscamente a fronte degli andamenti nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro e delle tensioni nei mercati di raccolta. Dopo che la BCE ha annunciato la decisione assunta, di concerto con la Federal Reserve, la Bank of England, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera, di offrire liquidità in dollari statunitensi a tre mesi fino alla fine dell'anno, le azioni finanziarie hanno evidenziato temporaneamente un marcato recupero. Il 5 ottobre, tuttavia, si collocavano su un livello inferiore dell'8,5 per cento rispetto a quello osservato a fine agosto. Anche le azioni nei settori delle materie prime, dei beni di consumo e dell'industria hanno registrato risultati inferiori a quelle di altri comparti. Negli Stati Uniti, tra i settori le cui azioni hanno riportato risultati inferiori all'indice si annoverano quelli delle materie prime, del petrolio e del gas, il comparto finanziario e quello industriale.

Figura 21 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.

3 PREZZI E COSTI

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat l'inflazione misurata sullo IAPC si è collocata in settembre al 3,0 per cento, dopo il 2,5 di agosto. L'inflazione si è mantenuta su livelli elevati dalla fine dello scorso anno, sospinta principalmente dai rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero restare chiaramente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, per poi scendere in seguito. Tale andamento riflette l'aspettativa che la dinamica salariale rimanga relativamente stabile in un contesto di moderata crescita economica. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat, l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC è salita in settembre al 3,0 per cento, ben al di sopra delle attese, dal 2,5 in luglio e agosto (cfr. tavola 5). Il dettaglio per le principali componenti dell'indice non è ancora disponibile. Tuttavia, i dati del bollettino petrolifero settimanale della Commissione europea, che fornisce un'indicazione sull'andamento di circa la metà della componente energetica dello IAPC, mostrano che in settembre i prezzi al consumo dei carburanti per il trasporto e dei combustibili per riscaldamento sono leggermente aumentati rispetto al mese precedente. Il riquadro 6 fornisce informazioni più dettagliate sulle implicazioni delle pressioni esterne sui prezzi per l'inflazione nell'area dell'euro.

In agosto, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale, il tasso di crescita sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC non si è discostato dall'11,8 per cento del mese precedente, alla luce della sostanziale stabilità delle principali sottocomponenti. Tale andamento è ascrivibile al venir meno di un effetto base al rialzo dal raffronto sul periodo corrispondente, nonché a un lieve calo sul mese precedente dei prezzi dei beni energetici sulla scia di una flessione dei corsi petroliferi (in euro) fra luglio e agosto.

In agosto la variazione tendenziale dei prezzi degli alimentari freschi è diminuita per il terzo mese consecutivo all'1,1 per cento, trainata dal calo sul periodo corrispondente dei prezzi dei prodotti

Tavola 5 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

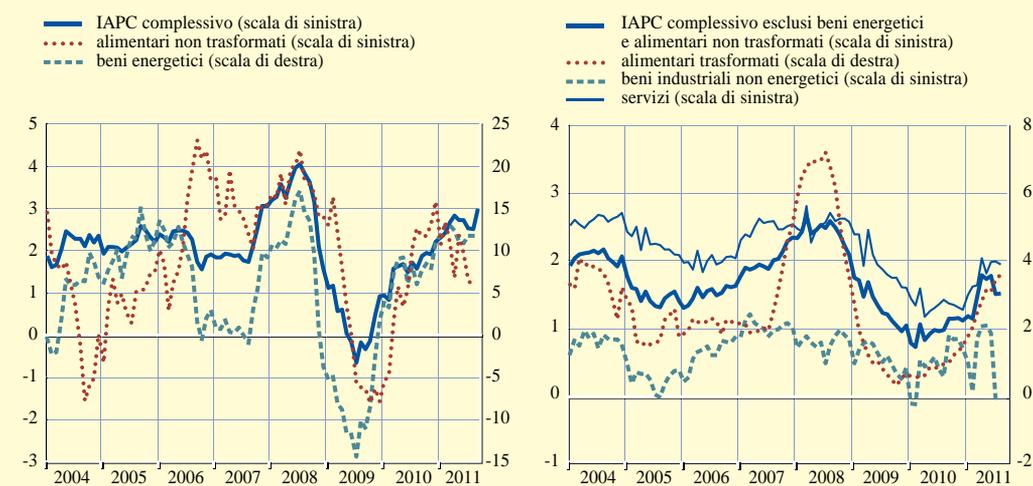
| | 2009 | 2010 | 2011 apr. | 2011 mag. | 2011 giu. | 2011 lug. | 2011 ago. | 2011 set. |
|---|------|------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti | | | | | | | | |
| Indice complessivo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

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

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

Figura 22 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

ortofrutticoli. Nel contempo i prezzi della carne hanno segnato un'accelerazione rispetto a luglio. Tuttavia, la crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari trasformati è aumentata ulteriormente, al 3,6 per cento. Si tratta del livello più elevato dal novembre 2008 e rispecchia l'accelerazione dei prezzi di diverse sottocomponenti, come pane e cereali, oli e grassi. La variazione tendenziale dei prezzi dei tabacchi è aumentata per il secondo mese consecutivo, dopo aver seguito un andamento al ribasso nella prima metà dell'anno.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi si è collocata in agosto all'1,2 per cento, invariata da luglio. L'inflazione al netto di alimentari ed energia è determinata prevalentemente da fattori interni, come la dinamica salariale, i margini di profitto e le imposte indirette. Essa è costituita da due voci principali, ossia i beni industriali non energetici e i servizi.

In agosto il tasso di crescita annuale della componente dei beni industriali non energetici è rimasto invariato, dopo essere sceso dallo 0,9 allo 0,0 per cento fra giugno e luglio. Tale contrazione è ascrivibile quasi interamente al nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali¹⁾, che ha influito sulla dinamica annuale di questa componente anche in agosto. Le voci che ne hanno risentito maggiormente sono il vestiario e le calzature, i cui tassi di crescita si sono situati a -3,1 per cento, in linea con quelli registrati in luglio. Gli effetti di tale regolamento dovrebbero scomparire in settembre, determinando una ripresa dell'inflazione dei beni industriali non energetici.

Fra luglio e agosto l'inflazione sui dodici mesi nei servizi è diminuita lievemente, dal 2,0 all'1,9 per cento, a seguito del rallentamento delle sottocomponenti dei servizi di trasporto e comunicazione.

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

Riquadro 6

IMPLICAZIONI DELLE PRESSIONI ESTERNE SUI PREZZI PER L'INFLAZIONE ARMONIZZATA NELL'AREA DELL'EURO

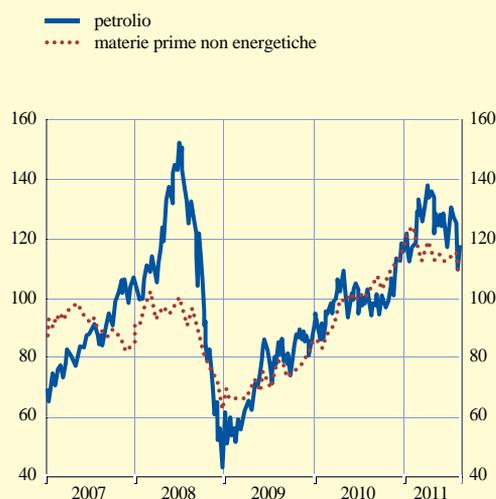
Fino agli inizi del 2011 i rincari del petrolio e delle materie prime non petrolifere hanno alimentato crescenti pressioni inflazionistiche nelle economie sia avanzate sia emergenti. In alcune di queste ultime, tali pressioni sono andate ad aggiungersi a quelle interne sviluppatesi sullo sfondo della forte espansione economica. Il presente riquadro esamina le ripercussioni dell'aumento delle spinte esterne sui prezzi sull'inflazione nell'area dell'euro.

Andamenti dell'inflazione mondiale

Fra gli inizi del 2009 e gli inizi del 2011 i prezzi del petrolio e di altre materie prime, come i prodotti alimentari, hanno segnato un aumento cospicuo e generalizzato. Se misurati in euro, essi sono tornati sugli elevati livelli osservati durante il picco dell'inflazione nel 2008, e in alcuni casi li hanno superati (cfr. figura A). Ciò ha sospinto al rialzo l'inflazione generale nelle economie sia avanzate sia emergenti (cfr. figura B). L'incremento è stato tuttavia maggiore in queste ultime, dove le voci collegate alle materie di base, in particolare gli alimentari, hanno un peso più elevato all'interno della spesa per consumi. A sua volta, la crescita vigorosa segnata negli ultimi tre anni dall'attività economica nelle economie emergenti, che sono importanti consumatori di materie prime, ha alimentato i rincari dei prodotti di base.

Figura A Prezzi del petrolio e delle materie prime non energetiche

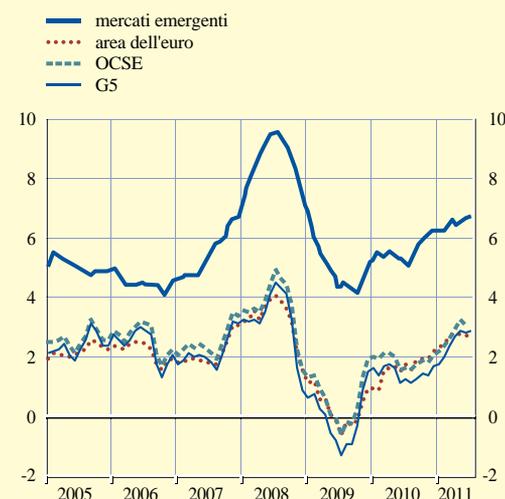
(dati giornalieri in euro; indice: 2010 = 100)



Fonte: HWWI.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 19 agosto 2011.

Figura B Tassi di inflazione complessiva

(dati mensili; variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: OCSE, Haver Analytics ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'aggregato G5 è una media dei tassi di inflazione di: area dell'euro, Stati Uniti, Regno Unito, Giappone e Canada ponderata sulla base del PIL-PPA. L'aggregato economie emergenti include Argentina, Brasile, Bolivia, Cile, Colombia, Ecuador, Messico, Paraguay, Perù, Uruguay, Venezuela, Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Corea del Sud, Malaysia, Pakistan, Filippine, Singapore, Taiwan, Thailandia, Vietnam, Ucraina, Russia, Egitto, Israele, Nigeria, Sud Africa, Turchia e Arabia Saudita. I pesi sono basati sui pesi del PIL nominale (dati ottenuti dal *World Economic Outlook* dell'FMI).

Trasmissione all'inflazione armonizzata nell'area dell'euro

Esistono vari canali attraverso i quali un aumento delle pressioni esterne sui prezzi può trasmettersi alle dinamiche dei prezzi nell'area dell'euro. Il primo canale attiene ai prezzi internazionali delle materie prime, che hanno un'incidenza diretta su componenti specifiche dei prezzi al consumo, come l'energia e gli alimentari. Tali prezzi tendono ad aumentare per effetto della maggiore domanda di materie prime indotta da un contesto di vigorosa attività economica mondiale e di abbondante liquidità.

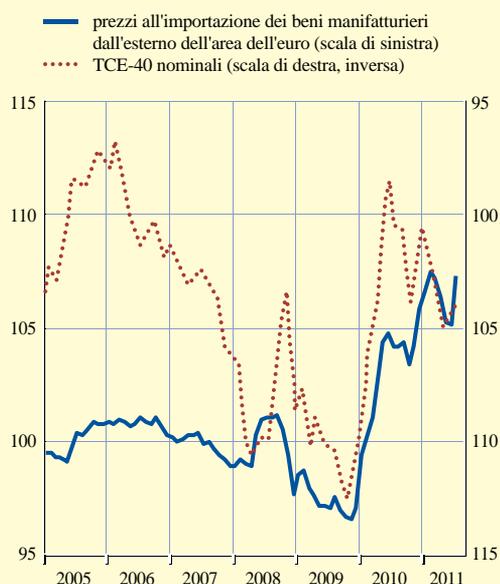
Le pressioni esterne possono inoltre trasmettersi attraverso il canale dei prezzi all'importazione, poiché un rincaro dei manufatti nel paese esportatore comporterà un rincaro delle importazioni per il paese destinatario. Al riguardo, i prezzi (in euro) delle importazioni di beni manufatti dai paesi esterni all'area dell'euro sono aumentati notevolmente a partire dagli inizi del 2010 (cfr. figura C). Il fatto che questo incremento abbia sopravanzato quello osservato durante il picco dell'inflazione nel 2008 riflette in parte l'effetto attenuante allora esercitato dall'apprezzamento dell'euro. L'aumento dei prezzi nei paesi esportatori dipende di norma da un innalzamento dei prezzi internazionali delle materie prime o da spinte inflazionistiche interne derivanti, ad esempio, dai salari. In teoria, la libera fluttuazione dei tassi di cambio dovrebbe evitare che gli shock inflazionistici si propaghino da un paese all'altro, ma in pratica questo meccanismo di aggiustamento potrebbe non funzionare correttamente. Infine, effetti di contagio più indiretti possono osservarsi se in presenza di un'integrazione internazionale dei mercati, l'inflazione nel resto del mondo agisce sulla determinazione dei prezzi e dei salari a livello interno attraverso effetti di secondo impatto.

Scomposizione modellizzata degli effetti di contagio

La misura in cui l'inflazione nell'area dell'euro possa essere condizionata dai succitati andamenti inflazionistici globali è analizzabile empiricamente¹⁾. In questo riquadro viene utilizzato un modello di autoregressione vettoriale (VAR) per serie storiche al fine di valutare l'importanza relativa degli shock all'origine degli effetti di trasmissione attraverso i canali descritti. In

Figura C Prezzi all'importazione dei beni manufatturieri dall'esterno dell'area dell'euro e tasso di cambio effettivo nominale

(dati mensili; livello dell'indice: 2005 = 100)



Fonte: Eurostat.

Nota: le ultime osservazioni sono relative a luglio 2009 per i prezzi all'importazione e ad agosto 2011 per i TCE. Un aumento del TCE nominale corrisponde a un apprezzamento dell'euro in termini effettivi nominali.

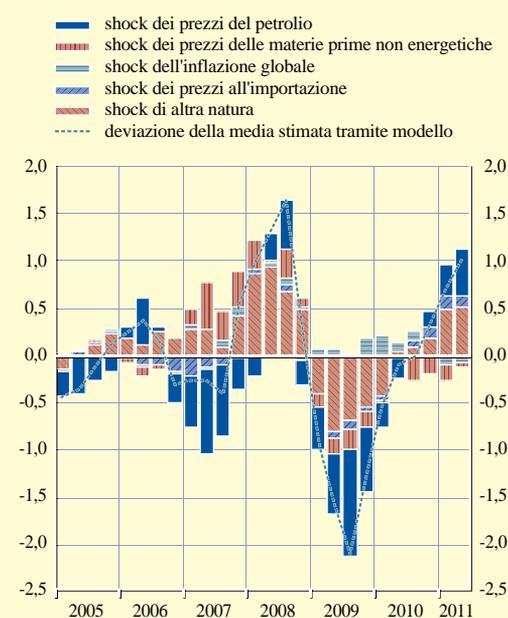
1) Cfr. ad esempio Ciccarelli, M. e Mojon, B., "Global Inflation", *Review of Economics and Statistics*, vol. 92, n.3, 2010, pagg. 524-535; Ball, L., "Has Globalization Changed Inflation?", *NBER Working Paper*, n.12687, novembre 2006; e Calza, A., "Globalisation, domestic inflation and global output gaps: Evidence from the euro area", *International Finance*, vol. 12, n.3, 2008, pagg. 301-320. Ciccarelli e Mojon riscontrano forti evidenze dell'inflazione come fenomeno globale, mentre Ball e Calza rilevano una predominanza dei fattori interni.

particolare, il modello prevede che l'inflazione nell'area dell'euro sia influenzata dai prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere, dai prezzi delle importazioni e più in generale dai prezzi al consumo internazionali. Vengono incluse variabili di controllo quali il prodotto, i tassi di interesse e i tassi di cambio al fine di cogliere i fattori interni e internazionali che – come l'attività economica e i tassi di interesse nell'area dell'euro – possono avere un influsso diretto sull'inflazione nell'area o che – come i tassi di cambio e l'attività economica mondiale – esplicano i propri effetti attraverso gli andamenti dei prezzi internazionali. Nel modello VAR ciascuna variabile è considerata endogena ²⁾.

La figura D riporta i contributi forniti dai vari shock alla deviazione dell'inflazione armonizzata dalla media del 2% circa stimata nel modello ³⁾. I risultati indicano che gli shock dei prezzi del petrolio e delle materie prime non petrolifere hanno avuto un ruolo preminente per le dinamiche dell'inflazione armonizzata nel periodo, mentre quelli dei prezzi all'importazione e dell'inflazione mondiale, che riflettono gli effetti di contagio più indiretti derivanti dalle pressioni esterne sui prezzi, hanno fornito un contributo solo modesto. Nel caso del recente rialzo dell'inflazione, l'impatto degli shock dei corsi petroliferi è stato comparabile a quello del 2008. Ciò non deve sorprendere, considerato che nei due episodi l'entità degli shock di questo tipo è stata comparabile. Per contro, gli shock dei prezzi delle materie prime non petrolifere hanno avuto di recente un impatto molto contenuto sebbene anche in questo caso l'entità degli shock sia stata analoga a quella del precedente picco inflazionistico. Uno dei motivi per cui il recente aumento dell'inflazione è risultato meno pronunciato che nel 2008, è che la crescita relati-

Figura D Deviazione dell'inflazione annuale armonizzata dell'area dell'euro da una media basata su un modello: scomposizione degli shock

(dati trimestrali; contributi in punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

- 2) Formalmente il modello è un'estensione di quello impiegato da Ciccarelli e Mojon, ossia un modello VAR con una costante, quattro ritardi e le seguenti variabili: un indicatore dei prezzi internazionali, i corsi petroliferi in dollari USA, i prezzi delle materie prime non petrolifere in dollari USA, un indice dei prezzi in euro dei manufatti importati da paesi non appartenenti all'area dell'euro, un indicatore dell'attività economica mondiale, il PIL in termini reali dell'area dell'euro, lo IAPC dell'area dell'euro, il differenziale a termine fra il rendimento di un titolo di Stato decennale e quello di un'obbligazione a tre mesi e il tasso di cambio bilaterale fra area dell'euro e Stati Uniti. Nel modello i prezzi internazionali sono misurati in base all'indice OCSE riportato nella figura B. L'attività economica mondiale è misurata in base all'indicatore OCSE del commercio mondiale di beni e servizi. Il VAR è stimato utilizzando dati trimestrali per il periodo dal primo trimestre del 1989 al secondo trimestre del 2011. Le variabili dell'attività economica e dei prezzi entrano a far parte del modello sotto forma di tassi di crescita sul periodo corrispondente.
- 3) L'individuazione degli shock si basa su una scomposizione standard di Cholesky e l'ordine postula che le variabili esterne siano esogene rispetto ai fattori interni. Fra questi ultimi, si ipotizza che le variabili reali non siano contemporaneamente influenzate da altri fattori; si ipotizza inoltre che i fattori nominali siano influenzati contemporaneamente soltanto da quelli reali; si assume infine che i fattori finanziari siano influenzati contemporaneamente dai fattori sia reali sia nominali. I risultati rimangono validi anche in caso di variazione dell'ordine dei fattori. La scomposizione degli shock in ciascun trimestre è effettuata tecnicamente utilizzando il VAR stimato per proiettare il tasso di inflazione nell'arco del periodo dal primo trimestre del 2005 al secondo trimestre del 2011 e scomponendo la differenza fra il valore effettivo e la proiezione nella somma degli shock riguardanti l'insieme delle variabili. Gli shock sono tutti, per costruzione, ortogonali, per cui ciascuna componente misura quello che sarebbe stato il tasso di inflazione nel caso in cui tutti gli altri shock fossero stati pari a zero, anziché avere i valori effettivamente osservati.

vamente contenuta del costo degli altri *input* (come i salari) e le pressioni concorrenziali che inducono ad assorbire i rincari delle materie prime mediante un restringimento dei margini, hanno contribuito a moderare gli effetti di trasmissione. Inoltre, il recente aumento delle quotazioni delle materie prime ha riguardato una gamma più ristretta di prodotti rispetto a tre anni fa, quando i rincari erano stati generalizzati. Ad esempio, all'interno della categoria degli alimentari, sono aumentati molto meno i prezzi dei latticini e dei prodotti caseari, che tipicamente si trasmettono in misura maggiore ai prezzi al consumo rispetto ai prezzi di altri prodotti alimentari di base.

Gli shock dei prezzi dei manufatti importati e dei prezzi al consumo internazionali contribuiscono a spiegare soltanto una piccola parte della deviazione dell'inflazione nell'area dell'euro dalla sua media. In parte, ciò riflette il fatto che la trasmissione dei prezzi all'importazione ai prezzi di vendita finali è indebolita da fattori domestici quali i costi di marketing e di distribuzione, o dall'uso di beni prodotti internamente per migliorare o integrare i prodotti importati. Inoltre, le spinte al rialzo dai prezzi all'importazione vanno inquadrate nel contesto delle persistenti pressioni al ribasso sui prezzi dei manufatti importati dall'area dell'euro dovute al progressivo aumento della quota di manufatti provenienti da paesi a basso costo, come la Cina e i nuovi Stati membri dell'UE ⁴⁾. Al confronto con l'incremento dell'inflazione nel 2008, di recente l'effetto dei prezzi all'importazione e di quelli al consumo internazionali è risultato leggermente maggiore, pur rimanendo nel complesso contenuto.

Nell'insieme, i risultati della simulazione confermano che gli shock dei corsi petroliferi hanno importanza fondamentale per l'inflazione nell'area dell'euro, mentre gli andamenti di altri prezzi internazionali producono un impatto generalmente contenuto. Il ruolo preminente degli shock dei prezzi petroliferi evidenzia altresì l'importanza di determinare accuratamente la natura delle oscillazioni di prezzo del petrolio, e in particolare se esse siano dovute a carenze temporanee dell'offerta (ad esempio a causa di tensioni geopolitiche o catastrofi naturali) ovvero a variazioni della domanda (in particolare nei paesi emergenti), che sono più gradualmente e più persistenti. Per la politica monetaria, la risposta appropriata alle ripercussioni inflazionistiche di un rincaro temporaneo del petrolio che non induca un innalzamento delle aspettative di inflazione a più lungo termine potrebbe non essere la stessa da dare nel caso di un aumento più persistente che contribuisca all'inflazione nel più lungo periodo e rischi addirittura di generare effetti di secondo impatto.

4) Cfr. il riquadro intitolato *Evoluzione recente dei prezzi dell'interscambio commerciale fra l'area dell'euro e il resto del mondo e della competitività di prezzo*, nel numero di maggio 2009 di questo Bollettino, e il riquadro intitolato *I recenti aumenti salariali in Cina esercitano pressioni al rialzo sui prezzi all'importazione nell'area dell'euro?*, nel numero di luglio 2011 di questo Bollettino. Cfr. inoltre l'articolo intitolato *Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro*, nel numero di gennaio 2008 di questo Bollettino. La rilevazione è inoltre coerente con la letteratura empirica. Cfr. ad esempio *World Economic Outlook*, FMI, aprile 2006, capitolo 3 e riferimenti ivi citati.

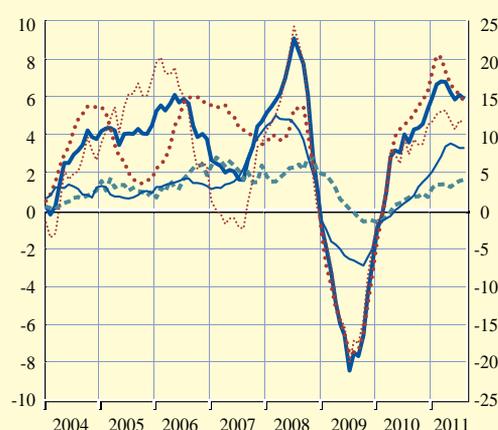
3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

In agosto l'inflazione alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) è scesa al 5,9 per cento, dal 6,1 in luglio. Questo calo è stato determinato soprattutto dal rallentamento delle componenti dei beni intermedi ed energetici, di riflesso alla moderazione della dinamica dei prezzi delle materie prime (cfr. tavola 5 e figura 23). L'inflazione alla produzione nell'industria al netto delle costruzioni e dell'energia è diminuita dal 4,1 al 3,9 per cento.

Figura 23 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

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

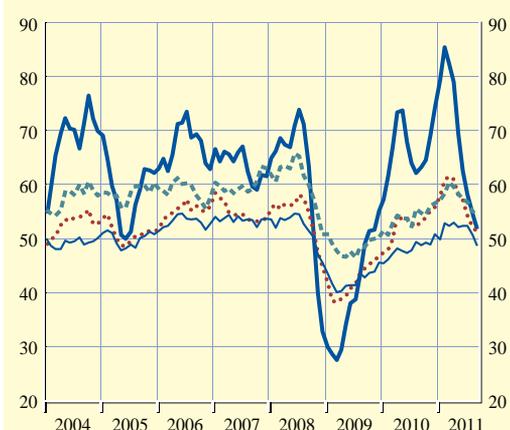


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 24 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.

Agli stadi successivi della filiera produttiva l'inflazione alla produzione dei beni di consumo è rimasta invariata al 3,3 per cento in agosto. Lo stesso mese la dinamica tendenziale dei prezzi dei beni di consumo alimentari si è collocata al 5,0 per cento, continuando la graduale flessione dal picco del 5,4 per cento raggiunto in maggio. Tale andamento riflette l'allentamento delle pressioni inflazionistiche connesse alle quotazioni delle materie prime alimentari nell'area dell'euro e prefigura ulteriori cali nei prossimi mesi. Per contro, il tasso di variazione annuale della componente dei beni di consumo non alimentari è salito fra luglio e agosto dall'1,4 all'1,6 per cento, il valore più alto dal 2001. Il costante incremento dei prezzi alla produzione dei beni di consumo non alimentari, in particolare dall'inizio del 2011, segnala perduranti pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

I risultati delle indagini sui prezzi alla produzione in settembre suggeriscono che le pressioni sui prezzi hanno continuato ad attenuarsi e ora sono inferiori alle rispettive medie storiche. Quasi tutti gli indicatori sono diminuiti ancora rispetto ad agosto, sembra a causa del recente contenimento dei costi degli input e della crescente offerta di sconti da parte delle aziende per contrastare il ristagno della domanda. Nel settore manifatturiero l'indice dei prezzi degli input è sceso sensibilmente, da 54,6 in agosto a 51,8, il livello minimo dal novembre 2009, mentre l'indice dei prezzi di vendita è calato da 52,1 a 51,3. Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input è aumentato lievemente dopo il calo di agosto, mentre quello dei prezzi di vendita è sceso a 48,7 nel settembre 2011.

Nel complesso, la tendenza flettente del tasso di crescita complessivo sui dodici mesi dei prezzi alla produzione negli ultimi mesi riflette il generale contenimento della dinamica dei prezzi delle materie prime. I livelli elevati di inflazione alla produzione rimangono in linea con le aspettative di perduranti pressioni all'origine.

Tavola 6 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 | 1,6 | 1,5 | 1,2 | 1,7 | 2,7 | 3,6 |
| Redditi per occupato | 1,4 | 1,6 | 1,8 | 1,5 | 1,6 | 2,3 | 2,4 |
| <i>Per memoria:</i> | | | | | | | |
| Produttività del lavoro | -2,4 | 2,3 | 2,7 | 2,2 | 1,7 | 2,1 | 1,1 |
| Costo del lavoro per unità di prodotto | 3,9 | -0,7 | -0,8 | -0,7 | -0,1 | 0,2 | 1,3 |

Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

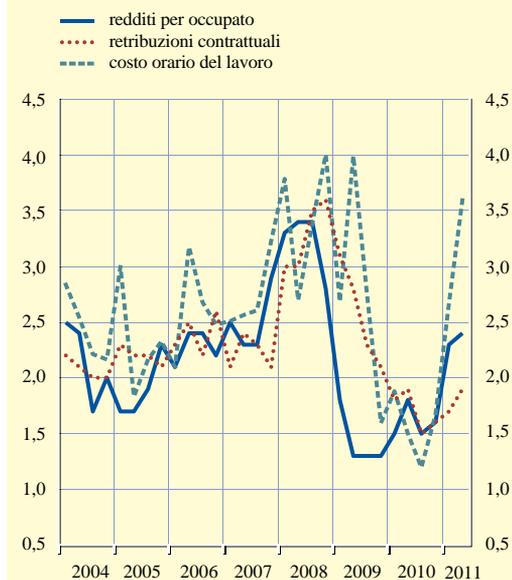
3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

Secondo le statistiche più recenti, gli indicatori del costo del lavoro nell'area dell'euro sono aumentati sensibilmente, mentre i mercati del lavoro si sono tendenzialmente stabilizzati, per quanto con un elevato grado di eterogeneità tra i vari paesi. Le informazioni preliminari sulle retribuzioni contrattuali in luglio segnalano una lieve accelerazione rispetto alla prima metà dell'anno, suggerendo l'esistenza di alcuni rischi al rialzo connessi alle spinte derivanti dai costi interni.

Nel secondo trimestre del 2011 le retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro sono cresciute a un tasso dell'1,9 per cento sul periodo corrispondente, dopo l'1,7 del trimestre precedente (cfr. tavola 6 e figura 25). Il tasso di crescita tendenziale del costo orario del lavoro è salito nettamente, al 3,6 per cento nel secondo trimestre. Al tempo stesso quello del primo trimestre è stato rivisto al rialzo, al 2,7 per cento, prossimo al tasso medio di crescita osservato nel 2009. Tale accelerazione ha nel secondo trimestre interessato in maniera generalizzata tutti i settori (cfr. figura 26), ma è stata particolarmente pronunciata nel comparto industriale. A livello di singole economie, la dinamica dei costi orari del lavoro è aumentata più o meno nella metà dei paesi dell'area dell'euro e si è attenuata in alcuni di essi, mentre Grecia, Irlanda e Portogallo hanno registrato nel secondo trimestre un ulteriore calo di questi costi sul periodo corrispondente. La Germania in particolare sembra essere la principale responsabile dell'accelerazione dei costi orari del lavoro, sia a causa dell'incremento dei premi corrisposti, sia per l'ulteriore rientro dei programmi di riduzione delle ore lavorate. Nel complesso, i costi non salariali hanno

Figura 25 Indicatori del costo del lavoro

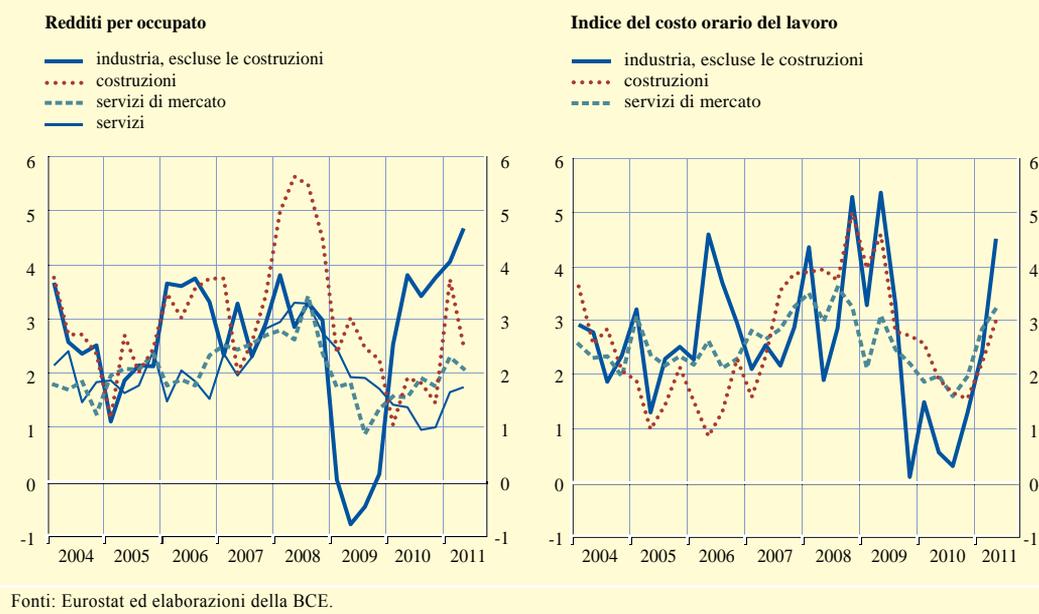
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 26 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

A fronte di un rallentamento del PIL in termini reali nel secondo trimestre del 2011, la crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è calata bruscamente, all'1,1 per cento dal 2,1 del primo trimestre, mentre il tasso di variazione tendenziale dei redditi per addetto è lievemente salito, al 2,4 per cento, dopo una significativa revisione al rialzo dei dati per il primo trimestre. Di conseguenza, nel secondo trimestre la dinamica annuale del costo unitario del lavoro è salita all'1,3 per cento, dallo 0,2 del periodo precedente. Il costo unitario del lavoro dell'area dell'euro si è spostato in territorio positivo nel primo trimestre del 2011, dopo essere rimasto in territorio negativo per tutto il 2010. In prospettiva, i risultati delle ultime indagini segnalano un ulteriore rallentamento della produttività nei prossimi trimestri, suggerendo un'accelerazione del costo unitario del lavoro, che dovrebbe altresì accrescere le pressioni interne sui prezzi nell'area dell'euro.

3.4 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, i tassi di inflazione dovrebbero restare chiaramente al di sopra del 2 per cento nei prossimi mesi, per poi scendere successivamente. Tale andamento riflette l'aspettativa che la dinamica salariale si mantenga relativamente stabile in un contesto caratterizzato da una modesta crescita economica.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi continuano a essere sostanzialmente bilanciati. I rischi verso l'alto riguardano in particolare la possibilità di 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 inferiore alle attese nell'area dell'euro e a livello mondiale.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, dopo aver rallentato nel secondo trimestre allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, è ora attesa su livelli molto modesti nella seconda metà di quest'anno. In particolare, vari fattori sembrano frenare la dinamica di fondo dell'area dell'euro, tra cui la moderazione del ritmo della domanda mondiale, i cali della fiducia di consumatori e imprese, nonché le ripercussioni delle tensioni in atto in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe trarre vantaggio dalla persistente crescita positiva delle economie emergenti, nonché dai bassi tassi di interesse e dalle varie misure prese a sostegno del finanziamento del settore finanziario. I rischi per le prospettive economiche restano orientati verso il basso, in un contesto di incertezza particolarmente elevata.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

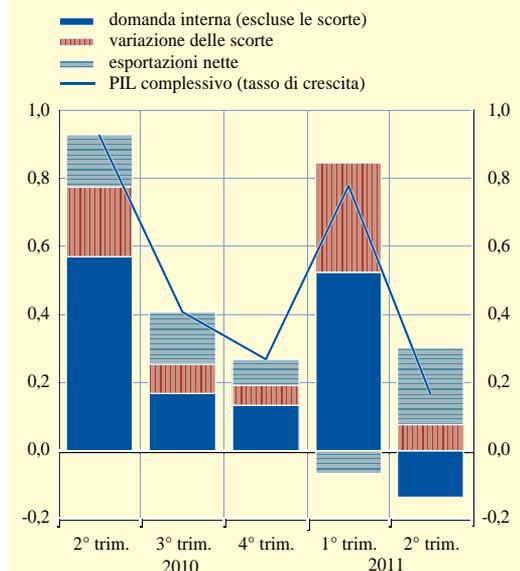
Nel secondo trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto in termini reali dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo la progressione dello 0,8 per cento del trimestre precedente (cfr. figura 27). Tale rallentamento, che era atteso, va ricondotto principalmente alle più deboli dinamiche della domanda interna, rispecchiando in parte fattori specifici. Sebbene il PIL sia cresciuto su base trimestrale per otto trimestri consecutivi durante la fase di ripresa, nel secondo trimestre il livello del prodotto era ancora inferiore di circa il 2 per cento rispetto a quello massimo registrato nel primo trimestre del 2008.

Dopo sei trimestri di crescita positiva ma moderata, nel secondo trimestre i consumi privati sono diminuiti dello 0,2 per cento sul periodo precedente. A tale risultato negativo hanno contribuito sia il commercio al dettaglio sia gli acquisti di nuove autovetture, con contrazioni rispettivamente dello 0,3 e del 4,0 per cento sul trimestre precedente.

Riguardo al terzo trimestre del 2011, le informazioni sui consumi privati segnalano il protrarsi di questa tendenza moderata della spesa. Le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,3 per cento in agosto e nei primi due mesi del terzo trimestre si sono situate in media sullo stesso livello del secondo trimestre. Sempre in tali mesi le immatricolazioni di nuove autovetture si sono collocate su un livello inferiore dell'1,2 per cento rispetto al loro valore medio del secondo trimestre. I dati sulle indagini nel settore del commercio al dettaglio, disponibili fino a tutto il terzo trimestre, indicano una perdurante debolezza dei consumi di beni (cfr. figura 28). L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il commercio al dettaglio è rimasto inferiore a 50 per tutto il terzo trimestre, indicando quindi una fase di riduzione delle vendite. Inoltre, secondo l'indagine presso i consumatori della Commissione europea, l'indicatore della fiducia dei consumatori è diminuito ulteriormente in settembre dopo il netto calo del mese precedente. Nel contempo, l'indicatore delle attese sugli acquisti rilevanti continua a collocarsi su livelli storicamente bassi, a indica-

Figura 27 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

zione che i consumatori sono ancora cauti nelle decisioni di acquisto di beni durevoli.

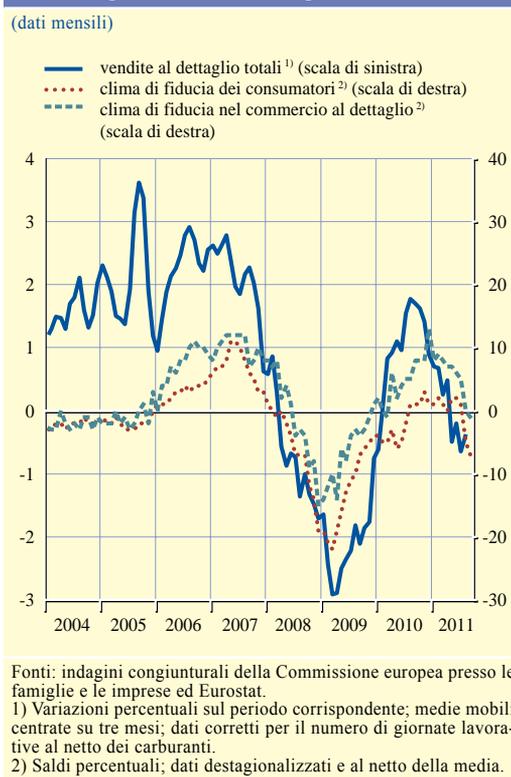
Nel secondo trimestre del 2011 gli investimenti fissi lordi sono aumentati dello 0,1 per cento sul periodo precedente, dopo la crescita dell'1,8 per cento nel trimestre precedente. La ripresa degli investimenti è stata più lenta del recupero dell'attività complessiva. La crescita congiunturale è stata inoltre più volatile poiché gli investimenti hanno risentito di vari fattori specifici, ad esempio le avverse condizioni meteorologiche che hanno ostacolato la componente delle costruzioni. Per quanto riguarda la scomposizione degli investimenti nel secondo trimestre, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni sono aumentati dello 0,9 per cento rispetto al trimestre precedente, mentre quelli in costruzioni sono diminuiti dello 0,5 per cento. La riduzione degli investimenti in costruzioni era in parte attesa dopo l'elevata volatilità dei precedenti trimestri, che era stata connessa alle inconsuete condizioni meteorologiche in alcuni paesi.

In prospettiva, la produzione industriale di beni d'investimento (un indicatore degli investimenti futuri diversi dalle costruzioni) ha fatto registrare un rapido incremento del 3,3 per cento in luglio, impartendo così un forte slancio al terzo trimestre. Tuttavia, i dati delle indagini sul settore industriale al netto delle costruzioni (sia l'indice dei responsabili degli acquisti sia l'indicatore del clima di fiducia nell'industria della Commissione europea) indicano un rallentamento dell'attività per tutto il terzo trimestre. L'indicatore della fiducia delle imprese è prossimo alla sua media storica, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti si colloca attualmente al di sotto della soglia teorica di espansione di 50.

In luglio la produzione nel settore edile è aumentata dell'1,6 per cento sul mese precedente, dopo un calo dell'1,1 in giugno. Nel contempo, l'indicatore della fiducia nel settore delle costruzioni pubblicato dalla Commissione europea è rimasto su livelli al di sotto della sua media storica per tutto il terzo trimestre. Il PMI per le costruzioni nell'area dell'euro si è situato in media nettamente al di sotto di 50 nei primi due mesi del terzo trimestre, suggerendo una perdurante crescita negativa in tale periodo, dopo la debolezza del secondo trimestre.

Per quanto riguarda i flussi commerciali, nel secondo trimestre sono diminuiti i tassi di crescita sia delle importazioni sia delle esportazioni, in linea con il rallentamento complessivo del commercio mondiale. In luglio (nella media trimestrale sui tre mesi precedenti) i tassi di crescita dell'interscambio di beni con l'esterno dell'area hanno continuato a flettere e sono diventati leggermente negativi. Sempre in luglio si è leggermente contratto anche l'interscambio di servizi (nella media trimestrale sui tre mesi precedenti). In prospettiva, il PMI relativo ai nuovi ordinativi dall'estero nel settore manifatturiero nell'area dell'euro, che è disponibile fino a settembre, indica una crescita delle esportazioni dell'area debole nel breve termine.

Figura 28 Vendite al dettaglio e clima di fiducia nei settori del commercio al dettaglio e delle famiglie



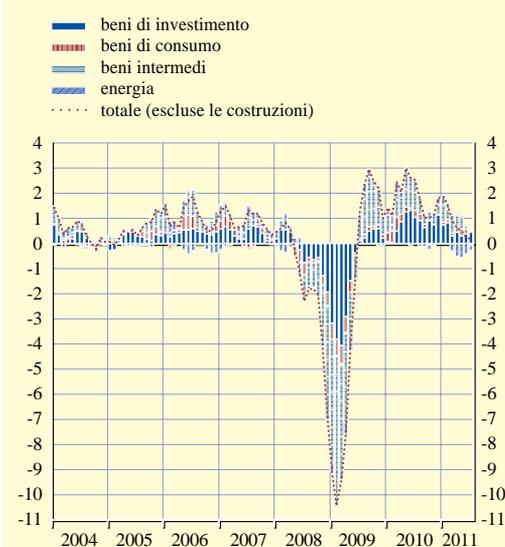
4.2 ANDAMENTI DEL PRODOTTO, DELL'OFFERTA E DEL MERCATO DEL LAVORO

Nel secondo trimestre del 2011 il valore aggiunto in termini reali è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente. L'attività è cresciuta dello 0,4 per cento nel settore industriale (al netto delle costruzioni) e dello 0,2 nei servizi. Nel contempo, il valore aggiunto nelle costruzioni è aumentato sul trimestre precedente dello 0,1 per cento.

Quanto agli sviluppi nel terzo trimestre del 2011, in luglio la produzione industriale (al netto delle costruzioni) è aumentata dello 0,9 per cento rispetto a giugno, dopo una diminuzione dello 0,7 per cento nel mese precedente. Il tasso di crescita del trimestre terminante nel mese di riferimento sui tre mesi precedenti si è tuttavia attenuato ulteriormente dallo 0,3 per cento di giugno allo 0,2 di luglio (cfr. figura 29). Contestualmente, i nuovi ordini industriali (al netto dei mezzi di trasporto pesante) sono aumentati in luglio dell'1,3 per cento sul mese precedente, dopo un forte calo del 3,3 in giugno. In termini di medie trimestrali, il tasso di variazione sui tre mesi precedenti dei nuovi ordini industriali è salito dallo 0,4 allo 0,6 per cento tra giugno e luglio, un livello leggermente inferiore alla sua media di lungo periodo. Malgrado il forte avvio del terzo trimestre del settore industriale i dati delle indagini, che sono più aggiornati, mostrano un quadro di maggiore debolezza per il trimestre nel suo complesso (cfr. figura 30). Ad esempio, l'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è diminuito durante tutto il terzo trimestre e si è collocato in media a 49,6, dopo 56,0 nel secondo. Tale valore, inferiore a 50, indica una fase di crescita negativa. Anche l'indice dell'attività nel settore dei servizi è diminuito, da 55,5 nel secondo trimestre a 50,6 nel terzo. Altre indagini congiunturali presso le imprese, come quelle condotte dalla Commissione europea, sono risultate sostanzialmente in linea con l'andamento del PMI.

Figura 29 Crescita della produzione industriale e contributi

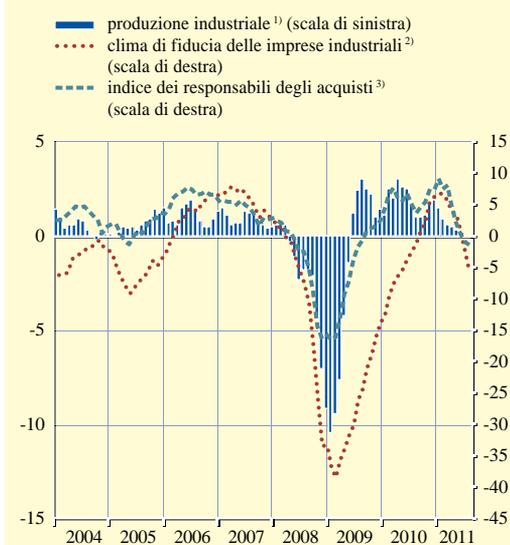
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

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

(dati mensili destagionalizzati)



Fonti: Eurostat, indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese, Markit ed elaborazioni della BCE.
Nota: tutte le serie si riferiscono al settore manifatturiero.
1) Variazioni percentuali sui tre mesi precedenti.
2) Saldi percentuali.
3) *Purchasing Managers' Index*; scostamenti dal valore 50.

Tavola 7 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

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

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

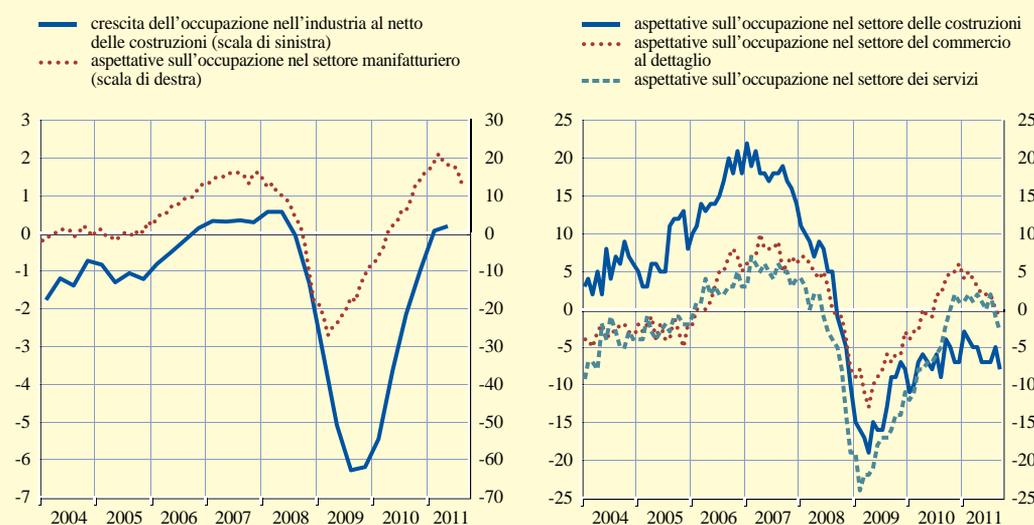
MERCATO DEL LAVORO

Le condizioni dei mercati del lavoro nell'area dell'euro si stanno stabilizzando. L'occupazione è aumentata nella prima metà dell'anno, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto stabile, a indicazione che le forze di lavoro sono andate crescendo.

Nel secondo trimestre l'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento sul periodo precedente, dopo l'aumento dello 0,1 per cento nei due precedenti trimestri (cfr. tavola 7). Le ore lavorate, tuttavia, sono diminuite dello 0,2 per cento nel secondo trimestre. Ciò contrasta con gli andamenti più recenti, poiché le ore lavorate sono aumentate più rapidamente del numero degli occupati durante la ripresa.

Figura 31 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

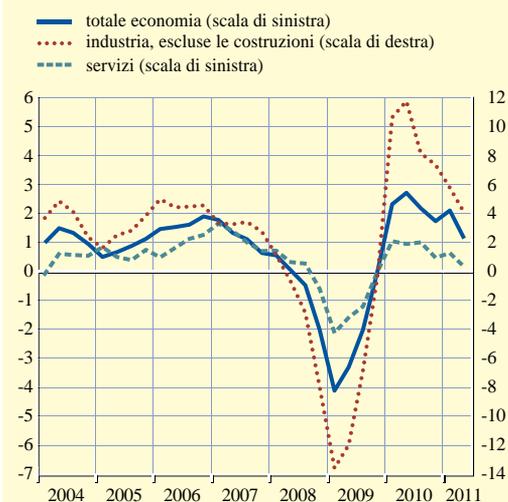


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.

Nota: i saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Figura 32 Produttività del lavoro

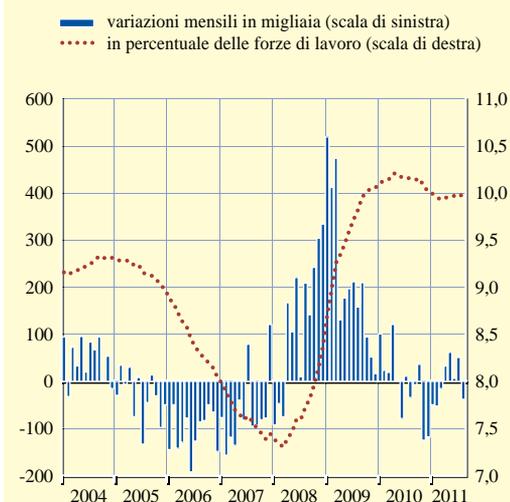
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 33 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

A livello settoriale, gli ultimi dati sull'occupazione riflettono una crescita rispetto al trimestre precedente dello 0,1 per cento nell'industria in senso stretto e dello 0,4 nel settore dei servizi. L'incremento dell'occupazione nel settore delle costruzioni si è attestato allo 0,1 per cento nel secondo trimestre.

Dato che la crescita dell'occupazione ha superato la crescita del PIL nel secondo trimestre, la produttività ha subito un rallentamento, provocato dagli andamenti nell'industria e nelle costruzioni e, in minore misura, nel commercio e nei servizi di trasporto. Nel secondo trimestre i tassi di crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro per occupato e della produttività per ora lavorata sono diminuiti rispettivamente di un intero punto percentuale e di 0,1 punti percentuali rispetto al periodo precedente, attestandosi all'1,1 e l'1,5 per cento rispettivamente (cfr. figura 32). In prospettiva, le ultime rilevazioni dell'indice PMI di produttività suggeriscono ulteriori cali della crescita della produttività nel terzo trimestre.

In agosto il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 10 per cento per il quarto mese consecutivo (cfr. figura 33) e con una notevole eterogeneità tra le economie dell'area dell'euro. Tuttavia, ciò rispecchia un lieve incremento del numero dei disoccupati negli ultimi mesi. Gli indicatori delle indagini segnalano una crescita dell'occupazione perdurante, seppur in decelerazione, sia nell'industria sia nei servizi nel terzo trimestre del 2011 (cfr. figura 31).

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

La crescita del PIL in termini reali nell'area dell'euro, dopo aver rallentato nel secondo trimestre allo 0,2 per cento rispetto al periodo precedente, è ora attesa su livelli molto modesti nella seconda metà di quest'anno. In particolare, vari fattori sembrano frenare la dinamica di fondo dell'area dell'euro, tra cui la moderazione del ritmo della domanda mondiale, i cali della fiducia di consu-

matori e imprese, nonché le ripercussioni delle tensioni in atto in alcuni mercati del debito sovrano dell'area dell'euro. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe trarre vantaggio dalla persistente crescita positiva delle economie emergenti, nonché dai bassi tassi di interesse e dalle varie misure prese a sostegno del finanziamento del settore finanziario.

I rischi per le prospettive economiche dell'area rimangono 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 ulteriormente all'economia reale dell'area dell'euro. I rischi al ribasso riguardano anche i prezzi tuttora elevati dell'energia, le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

OFFERTA DI MONETA: IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE E LE IMPLICAZIONI PER L'ANALISI MONETARIA



La strategia di politica monetaria della BCE attribuisce un ruolo preminente all'analisi monetaria, che costituisce uno dei due pilastri su cui si fonda la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro. L'analisi monetaria garantisce che le informazioni di rilievo ricavate dalla moneta e dal credito vengano integrate nel processo decisionale di politica monetaria e fornisce al tempo stesso un parametro per effettuare, in un'ottica di medio-lungo periodo, una verifica incrociata della valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi fondata sull'analisi economica.

Attraverso un'analisi dell'evoluzione della moneta e del credito, il presente articolo esamina l'impatto dell'attività di intermediazione bancaria sulla macroeconomia relativamente sia agli andamenti congiunturali sia alla valutazione dei trend nominali. È probabile che cambiamenti durevoli nel comportamento delle banche incidano in maniera persistente e significativa sull'economia. L'analisi dell'espansione della moneta e del credito è pertanto fondamentale ai fini di un'appropriata conduzione della politica monetaria.

I INTRODUZIONE

Il ruolo dell'analisi monetaria all'interno della strategia di politica monetaria della BCE si basa sulla solida relazione positiva esistente fra le variazioni di più lungo periodo della crescita dell'aggregato monetario ampio da un lato, e l'inflazione dall'altro. In base a tale relazione l'espansione monetaria anticipa le dinamiche inflative. Stando ai riscontri, tale relazione conserva la propria validità in più paesi e regimi di politica monetaria¹⁾. Di conseguenza, laddove si vogliano individuare i contributi alla crescita monetaria associati con rischi per la stabilità dei prezzi, è necessario guardare alle variazioni di natura persistente o determinate da fattori che esulano dal normale fabbisogno collegato al ciclo economico. Sotto questo aspetto, l'offerta di moneta e credito potrebbe essere condizionata da progressi durevoli nella capacità di intermediazione delle banche, contribuendo così agli andamenti di più lungo periodo nei mercati delle attività e dei beni, nonché, nel breve termine, alla percezione degli operatori riguardo alla solidità finanziaria delle banche. Pertanto, nell'ottica dell'analisi monetaria, comprendere l'evoluzione dei comportamenti delle banche costituisce un elemento importante per ricavare i segnali relativi ai rischi per la stabilità dei prezzi.

La seconda parte dell'articolo elabora un quadro di riferimento utile a comprendere perché i progressi nel processo di intermediazione bancaria

possano essere all'origine di andamenti persistenti della crescita della moneta e del credito in grado di incidere, in ultima istanza, sugli andamenti macroeconomici rilevanti ai fini della politica monetaria. La terza parte dell'articolo prende in esame alcuni esempi che illustrano come le operazioni bancarie nell'area dell'euro siano significativamente cambiate nell'ultimo decennio. Dal lato del passivo di bilancio è degna di nota l'internazionalizzazione della raccolta interbancaria, mentre dal lato dell'attivo va rilevato il crescente ricorso alla cessione di prestiti e all'attività di cartolarizzazione. L'ultima parte dell'articolo presenta alcune considerazioni conclusive.

2 IL RUOLO DEL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEL CONTESTO DELL'ANALISI MONETARIA

Il comportamento delle banche costituisce un'importante determinante degli andamenti della moneta e del credito, siano essi di natura congiunturale o più persistente. Negare ciò equivarrebbe ad assegnare agli intermediari finanziari un ruolo solo passivo all'interno dell'economia. Negli ultimi anni, sullo sfondo della crisi finanziaria, è diventato sempre più evidente che siffatta visione non corrisponde alla realtà.

1) Cfr. Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010, Capitolo 1 e riferimenti ivi citati.

2.1 DOMANDA E OFFERTA DI MONETA A CONFRONTO

Il volume dell'aggregato monetario ampio all'interno dell'economia è il risultato dell'interazione fra il settore bancario (inclusa la banca centrale) e quello detentore di moneta, che include le famiglie, le società non finanziarie, le amministrazioni pubbliche diverse da quelle centrali e gli intermediari finanziari non monetari. L'aggregato monetario ampio comprende le monete e le banconote in circolazione e i loro diretti sostituti, come i depositi bancari, e fornisce informazioni riguardo alla spesa aggregata e all'inflazione. Esso non comprende pertanto solo le attività generalmente accettate come mezzo di pagamento, ma si estende a strumenti che funzionano principalmente come riserva di valore.

I modelli empirici della domanda di moneta sono utilizzati per due scopi. In primo luogo, per guidare l'analisi degli andamenti monetari, al fine di quantificare il contributo fornito da varie determinanti economiche alla crescita della moneta e permettere così di avere una migliore comprensione delle cause dell'espansione monetaria. Ciò è necessario per poter formare una visione dell'espansione monetaria di fondo. In secondo luogo, tali modelli offrono un quadro normativo per valutare se lo stock di moneta nell'economia sia in linea con la stabilità dei prezzi e per interpretare la natura degli eventuali scostamenti da tale situazione. Capire perché lo stock di moneta devia dal livello di equilibrio, definito sulla base di regolarità empiriche, è di conseguenza fondamentale nell'ottica della politica monetaria²⁾.

Sapere se gli andamenti monetari sono determinati dalla domanda o dall'offerta di moneta è di primaria importanza in sede di valutazione della relazione fra moneta, prezzi delle attività e ricchezza. La disponibilità di moneta in senso lato, essendo uno degli elementi del portafoglio degli operatori economici, sono infatti determinate dall'entità della ricchezza di tali operatori. Al tempo stesso i prezzi delle attività, e quindi la posizione di ricchezza complessiva degli operatori economici, potrebbero essere influenzati dall'offerta di moneta. La valutazione degli andamenti monetari è pertanto

strettamente collegata a quella della sostenibilità degli andamenti della ricchezza e dei prezzi delle attività³⁾.

Laddove il livello di moneta osservato sia considerato coerente con quello dei prezzi, del reddito e dei tassi di interesse, allora la crescita monetaria rifletterà la situazione economica. I rischi per la stabilità dei prezzi derivanti, ad esempio, da una forte espansione economica saranno rilevabili nelle dinamiche della moneta. Laddove invece gli andamenti monetari osservati non evolvano in linea con le aspettative basate sulla relazione storica con i prezzi, il reddito e i tassi di interessi, allora la reazione appropriata della politica monetaria dipenderà dalle determinanti di fondo di tale deviazione⁴⁾.

Nel caso in cui tale incongruenza sia il risultato di considerazioni di domanda derivanti, ad esempio, da un'accresciuta incertezza finanziaria, la politica monetaria non dovrebbe necessariamente reagire agli andamenti monetari. Ad esempio, l'aumento delle disponibilità di M3 nel periodo dal 2001 a metà del 2003, ricondotto a una maggiore preferenza per le attività sicure e liquide dovuta all'accresciuta incertezza, non era collegato all'emergere di rischi per la stabilità dei prezzi (cfr. la figura 1, che mostra la differenza fra l'aggregato monetario ampio M3 ed M3 corretto per l'impatto stimato delle ricomposizioni di portafoglio). Al contrario, se gli andamenti monetari si discostano dalle determinanti economiche in conseguenza di un cambiamento nell'offerta di moneta causato da una modifica strutturale o da una diversa percezione dei rischi, la politica monetaria andrebbe aggiustata nella misura in cui tale scostamento rischia di ripercuotersi sull'inflazione. Le spiegazioni relative all'offerta di moneta sono spesso collegate ai processi di intermediazione e di creazione della

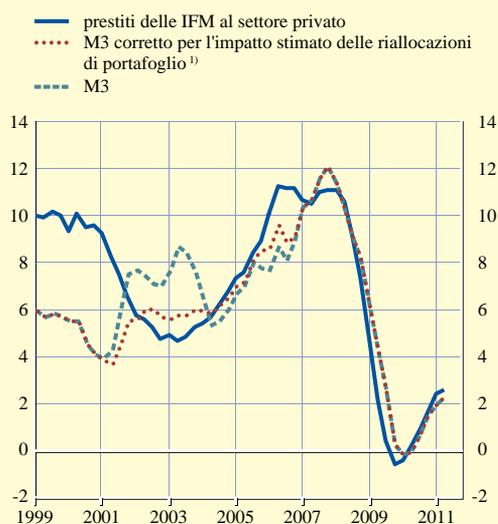
2) Cfr. Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing Monetary Analysis*, BCE, Francoforte sul Meno, 2010, Capitolo 3.

3) Cfr. l'articolo intitolato "Bolle dei prezzi delle attività e politica monetaria: un riesame", *Bollettino mensile*, BCE, novembre 2010.

4) Tuttavia, anche in questo caso, la moneta può avere un importante ruolo informativo a causa degli errori o delle correzioni nella misurazione di altre variabili macroeconomiche come il prodotto. Cfr. Coenen, G., Levin, A. e Wieland, V., "Data uncertainty and the role of money as an information variable for monetary policy", *European Economic Review*, vol. 49, n. 4, maggio 2005, pagg. 975-1006.

Figura 1 Crescita della moneta in senso lato e dei prestiti

(tassi di crescita sui dodici mesi in valori percentuali; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

1) Le stime dell'ampiezza delle riallocazioni di portafoglio verso e da M3 sono costruite utilizzando l'approccio discusso nella sezione 4 dell'articolo *Analisi monetaria in tempo reale* nel numero di ottobre 2004 di questo Bollettino.

moneta, e sottolineano l'interdipendenza fra i mercati del credito e quelli monetari⁵⁾.

In linea di principio è possibile distinguere offerta e domanda di moneta a livello concettuale in una situazione statica. In un contesto dinamico, tuttavia, risulta difficile valutare quale di queste forze sia la principale determinante degli andamenti effettivi, poiché le determinanti della crescita monetaria agiscono spesso da entrambi i lati, e la domanda e l'offerta interagiscono fra loro.

2.2 L'OFFERTA DI MONETA E LA POLITICA MONETARIA

L'offerta di moneta deriva dal comportamento della banca centrale e delle banche commerciali. Al riguardo viene comunemente fatta una distinzione fra l'offerta di "moneta esterna", fornita dalla banca centrale (che consiste nel circolante e nelle riserve delle banche presso la banca centrale), e quella di "moneta interna", creata dalle banche (che consiste soprattutto di depositi).

Nei manuali la spiegazione del modo in cui la politica monetaria influenza l'offerta di moneta in senso lato o di moneta interna nell'economia si rifà tradizionalmente all'approccio del moltiplicatore monetario. In base a tale approccio, il processo di offerta di moneta è essenzialmente condizionato dalle azioni della banca centrale, la quale conduce la politica monetaria agguistando il livello della moneta esterna. Il volume della moneta in senso lato fornita all'economia è successivamente determinato come semplice multiplo della base monetaria, a seconda dell'entità del moltiplicatore monetario. Il concetto di moltiplicatore monetario deriva da una caratteristica fondamentale dei depositi bancari secondo cui, in circostanze normali e in presenza di fiducia nel sistema bancario, le banche possono detenere sotto forma di attività altamente liquide equivalenti al contante (come riserve presso la banca centrale) soltanto una parte dei depositi collocati presso di loro. La parte restante dei depositi può essere utilizzata per acquisire attività meno liquide e a più elevato rendimento, in particolare prestiti. In base a questo schema, di conseguenza, allorché la banca centrale accresce il volume di riserve a disposizione delle banche, queste ultime possono creare depositi addizionali equivalenti a un multiplo di tale aumento (cfr. il riquadro 1 intitolato "L'analisi del moltiplicatore monetario e l'effetto della politica monetaria sull'offerta di moneta").

Diversamente da quanto riportato nei manuali, l'attuazione della politica monetaria avviene tipicamente mediante la manovra dei tassi di interesse di mercato a breve termine e l'accomodamento della domanda di moneta esterna. La politica monetaria, tuttavia, produce altresì un impatto distinto, ma non automatico, sull'offerta di moneta all'economia. Ad esempio, una flessione dei tassi di interesse di politica monetaria inciderà positivamente anche sulla ricchezza netta delle banche, migliorandone così le condizioni di finanziamento e accrescendo la loro capacità di erogare credito. Al limite, l'adeguatezza patrimoniale di una banca potrebbe determinare quantitativamente la sua attività creditizia.

5) Cfr. Brunner, K. e Meltzer, A., "Money Supply", in Friedman, B. e Hahn, F.H. (ed.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. I, North-Holland, Amsterdam, 1990, pag. 396.

L'ANALISI DEL MOLTIPLICATORE MONETARIO E L'EFFETTO DELLA POLITICA MONETARIA SULL'OFFERTA DI MONETA

Il moltiplicatore monetario vanta una lunga e prestigiosa tradizione in letteratura¹⁾. L'analisi del moltiplicatore monetario postula che la banca centrale fissi unilateralmente il livello della base monetaria, ossia che tale base sia uno strumento di politica monetaria. Il moltiplicatore monetario determinerebbe quindi l'offerta di moneta in senso lato, mentre i tassi di interesse a breve termine si adeguerebbero al fine di raggiungere un equilibrio fra la domanda e l'offerta di moneta. Tale assunto contrasta evidentemente con la maniera in cui la politica monetaria è generalmente attuata in pratica. Di fatto, come sottolineato nel testo principale di questo articolo, le banche centrali fissano un tasso di interesse e successivamente offrono il volume di riserve necessario al fine di manovrare i tassi di interesse di mercato a breve termine e portarli su livelli prossimi a quello del tasso ufficiale²⁾.

Tuttavia, in una situazione in cui i tassi di interesse nominali si trovino alla soglia zero o in sua prossimità, si potrebbe ipotizzare che la banca centrale fornisca uno stimolo aggiuntivo all'economia offrendo su larga scala riserve della banca centrale al fine di provocare un aumento dell'offerta di moneta nell'economia attraverso il moltiplicatore monetario. Sebbene le politiche di questo tipo possano effettivamente avere un impatto di stimolo sull'economia, esso non deriva dal nesso meccanico con l'offerta di moneta in senso lato implicito nell'approccio del moltiplicatore. Ciò pone in evidenza quella che è forse una carenza fondamentale dell'approccio del moltiplicatore monetario: esso assume che sia le banche sia il settore detentore di moneta reagiscano in maniera prevedibile a un aggiustamento della base monetaria da parte della banca centrale. Nell'ambito di tale approccio le scelte di portafoglio perdono il loro carattere di scelta: le banche mostrano infatti sempre la medesima preferenza fra riserve della banca centrale e altre attività, e il settore detentore di moneta la stessa preferenza fra circolante e depositi³⁾. Nella realtà, tuttavia, le scelte di portafoglio sono influenzate dai tassi di rendimento prevalenti e dalle mutevoli percezioni riguardo al rischio, nonché da numerosi altri fattori.

Una prova della rilevanza di tale carenza proviene dall'esperienza recente, che in varie economie ha visto il volume di riserve fornito dalle banche centrali crescere in maniera senza precedenti in risposta alla crisi finanziaria seguita al tracollo di Lehman Brothers nell'autunno del 2008. Come mostra la figura A, tale situazione ha portato a un forte calo dei moltiplicatori della moneta in senso lato, dal momento che l'aumento delle riserve della banca centrale non ha innescato una reazione proporzionale da parte della moneta in senso lato⁴⁾. Al contrario, in un contesto di accresciuta incertezza circa la solidità dei bilanci delle loro controparti nei mercati interbancari e di fronte ai timori sulla propria capacità di assorbire gli shock di liquidità, le banche hanno

1) Cfr. ad esempio Keynes, J.M., *Trattato sulla Moneta*, Macmillan, Londra, 1930 e St. Martin's Press, New York, 1971; e Friedman, M. e Schwartz, A., *Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti (1867-1960)*, Princeton University Press, Princeton, 1963.

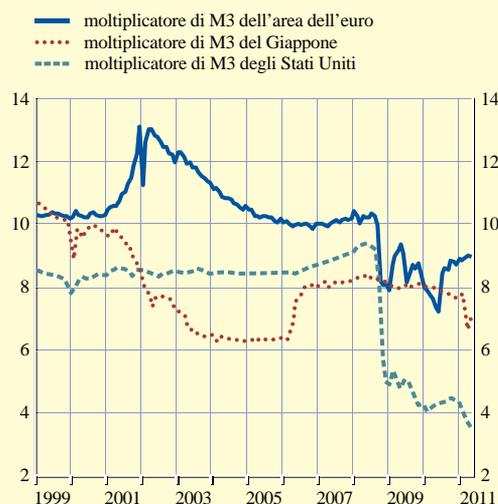
2) Per i motivi che spingono le banche centrali ad attuare la politica monetaria prevalentemente attraverso la manovra dei tassi di interesse piuttosto che manipolando la base monetaria, cfr. Goodhart, C.A.E., "Money, Credit and Bank Behaviour: Need for a New Approach", *National Institute Economic Review*, n. 214, ottobre, 2010, pagg. F1-F10.

3) Esiste tuttavia nella letteratura tradizionale sul moltiplicatore monetario un filone che conferisce un contenuto comportamentale a questo tipo di analisi, sebbene in modo stilizzato. Cfr. ad esempio Brunner, K. e Meltzer, A.H., "Some Further Investigations of Demand and Supply Functions for Money", *Journal of Finance*, vol. 19, 1964, pagg. 240-283 e Rasche, J.H. e Johannes, J.M., *Controlling the Growth of Monetary Aggregates*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 1987.

4) Nel caso del Giappone il calo del moltiplicatore monetario si è verificato prima, quando la Banca del Giappone ha iniziato ad attuare una politica di espansione delle proprie riserve nel 2001.

Figura A Moltiplicatori della moneta in senso lato nell'area dell'euro, negli Stati Uniti e in Giappone

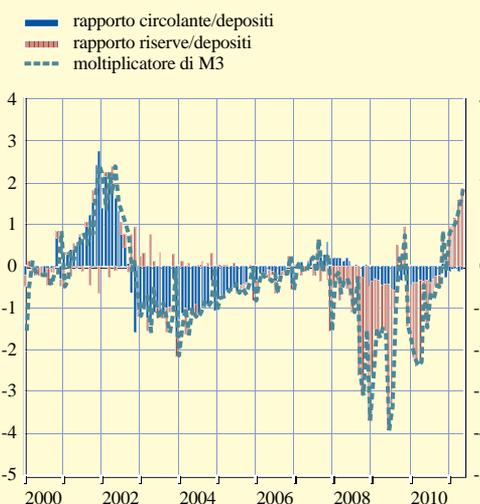
(in multipli della base monetaria)



Fonti: BCE, BRI ed elaborazioni della BCE.

Figura B Scomposizione delle variazioni del moltiplicatore di M3 nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annue; contributi in punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

deciso di accrescere le disponibilità di riserve presso la banca centrale. L'aumento delle riserve presso la banca centrale, pertanto, non ha condotto all'allocazione di portafoglio prevista dall'approccio del moltiplicatore. Al fine di illustrare meglio tale fenomeno, è possibile scomporre la variazione del moltiplicatore monetario di M3 nell'area dell'euro. Tale moltiplicatore può essere definito come segue:

$$MM = \frac{1 + \frac{C}{D}}{\frac{R}{D} + \frac{C}{D}}$$

dove C denota il circolante, D i depositi (ossia gli strumenti diversi dal circolante inclusi nella definizione ristretta di M3) e R le riserve degli istituti di credito presso l'Eurosistema (conti correnti e ricorso ai depositi presso la banca centrale). Le variazioni del moltiplicatore monetario di M3 (MM) possono pertanto essere disaggregate nel contributo dovuto alle variazioni del rapporto fra circolante e depositi (C/D) e in quello dovuto alle variazioni del rapporto fra riserve e depositi (R/D). La figura B illustra come il calo del moltiplicatore di M3 verso la fine del 2008 sia principalmente riconducibile alla forte variazione del rapporto riserve/depositi, di riflesso al consistente accumulo di riserve della banca centrale. Per contro, l'episodio verificatosi in corrispondenza con il passaggio al contante in euro nel 2002 era stato determinato dalle variazioni del rapporto circolante/depositi, poiché la sostituzione del contante aveva condizionato il comportamento del pubblico, che aveva decumulo contante nel periodo precedente la transizione e ripreso gradualmente ad accumulare contante negli anni successivi⁵⁾. Tanto la figura A quanto

5) Cfr. l'articolo intitolato "La domanda di circolante nell'area dell'euro e l'impatto della sostituzione del contante", *Bollettino mensile*, BCE, gennaio 2003.

la figura B documentano come, nel periodo dal 2005 al 2008, il moltiplicatore monetario di M3 nell'area dell'euro si sia mantenuto relativamente stabile al livello di prima del 2001 e non abbia pertanto segnalato in alcun modo i cambiamenti che stavano verificandosi nell'attività di intermediazione bancaria durante quel periodo (cfr. Sezione 3). Ciò riflette il fatto che l'evoluzione delle riserve degli istituti di credito presso l'Eurosistema in quel periodo era in linea con quella della riserva obbligatoria.

In definitiva, il nesso meccanico fra la politica monetaria e l'offerta di moneta implicito nel moltiplicatore monetario non è di particolare aiuto né per comprendere le variazioni degli aggregati monetari, né per definire le risposte appropriate di politica monetaria, e ciò nemmeno in una situazione in cui la soglia zero dei tassi di interesse nominali possa diventare vincolante. L'influsso della politica monetaria sull'offerta di moneta si esplica al contrario in modo più sfumato, come descritto nel testo principale di questo articolo.

2.3 LE BANCHE COME FONTE DI MONETA IN SENSO LATO

La politica monetaria influenza l'offerta di moneta attraverso l'impatto che produce sull'attività di intermediazione delle banche. Le variazioni nell'offerta di moneta all'interno dell'economia avvengono tuttavia in gran parte per effetto dell'evoluzione nel modo in cui le banche conducono la propria attività. Più specificamente, una banca è un'istituzione la cui attività fondamentale consiste nell'erogare prestiti e accettare depositi dal pubblico. Mediante questa duplice attività di prestito e di deposito, la banca assolve a una serie di funzioni: offre servizi di liquidità e pagamento, effettua la verifica e il monitoraggio del merito di credito dei prenditori, ridistribuisce i rischi e trasforma le caratteristiche delle attività. Queste funzioni interagiranno in molti casi con il processo di intermediazione della banca.

Le banche possono agire da intermediari fra i risparmiatori e i prenditori emettendo titoli e offrendo in prestito i relativi proventi. Questa attività di credito richiederà l'elaborazione di informazioni dettagliate e spesso riservate sui prenditori e il monitoraggio dei progetti finanziati. Essa viene tuttavia condotta anche da vari intermediari finanziari non monetari, come compagnie di assicurazione, fondi pensione e fondi di investimento, e non è unicamente prerogativa delle banche.

Le banche possono inoltre erogare prestiti ai prenditori creando depositi (inizialmente detenuti

dai prenditori stessi). Tali depositi rappresentano nei confronti della banca un'attività certa dal punto di vista patrimoniale e riscattabile, ossia rimborsabile a un valore nominale noto⁶⁾. Una delle loro caratteristiche fondamentali è l'offerta di servizi di liquidità ai rispettivi titolari e in alcuni casi, come quello dei depositi *overnight*, quella di essere utilizzabili per servizi di pagamento. Come rilevato da Diamond e Dybvig⁷⁾, questa trasformazione di attività illiquide (come i prestiti bancari) in attività liquide (come i depositi bancari) è un elemento caratteristico essenziale di una banca⁸⁾. Gli intermediari finanziari non monetari non offrono ai propri clienti depositi liquidi.

Le passività a titolo di depositi liquidi delle banche rappresentano il nucleo degli aggregati monetari ampi, e le banche rivestono pertanto un ruolo guida nell'offerta di moneta in senso lato. I mutamenti nel loro comportamento sono destinati a influenzare l'offerta di moneta.

In letteratura è stata individuata un'ampia gamma di determinanti che influiscono sull'attività

6) Cfr. Freixas, X. e Rochet, J.-C., *Microeconomics of Banking*, 2ª edizione, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2008.

7) Cfr. Diamond, D.W. e Dybvig, P.H., "Bank runs, deposit insurance, and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91 (3), 1983, pagg. 401-419.

8) Il concetto di liquidità è complesso e presenta molteplici aspetti. Per una trattazione dell'offerta di liquidità da parte del sistema bancario, cfr. ad esempio von Thadden, E., "Liquidity", *Cahiers de Recherches Économiques du Département d'Économétrie et d'Économie politique (DEEP)*, Université de Lausanne, Faculté des HEC, 2002.

di intermediazione delle banche, come ad esempio l'avversione al rischio delle banche stesse, l'affidabilità creditizia dei prenditori, l'assetto regolamentare, la disponibilità di riserve patrimoniali e il differenziale fra i tassi di prestito e i costi della provvista, altresì noto come "margine di intermediazione". Tale margine rappresenta la remunerazione che le banche possono ottenere per il servizio di intermediazione fra depositanti e prenditori fornito mediante il pro-

prio bilancio. In situazione di equilibrio concorrenziale esso corrisponderà al costo marginale delle banche, che scaturisce dai costi derivanti dalla creazione e dal *servicing* dei prestiti, dall'offerta di servizi transattivi e dal rischio di insolvenza. In letteratura sono state avanzate diverse spiegazioni relativamente a questo differenziale (cfr. il riquadro 2 dal titolo "Il comportamento delle banche e gli andamenti della macroeconomia").

Riquadro 2

IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE E GLI ANDAMENTI DELLA MACROECONOMIA

Con la crisi finanziaria la ricerca accademica sul ruolo delle banche negli andamenti macroeconomici sta conoscendo un rinnovato interesse. Per spiegare l'attività di intermediazione delle banche tale ricerca offre vari approcci, che pongono l'enfasi su aspetti diversi delle funzioni economiche del settore bancario. Il presente riquadro descrive alcuni dei principali meccanismi proposti nella letteratura recente per spiegare il differenziale fra i tassi passivi e attivi.

Spiegazione del differenziale fra i tassi passivi e attivi

I tradizionali modelli macroeconomici che non tengono conto dell'intermediazione finanziaria caratterizzano il meccanismo di trasmissione della politica monetaria mediante un singolo tasso di interesse (privo di rischio). Come sottolineato da Meltzer e Nelson¹⁾, una descrizione semplicistica di questo tipo del settore finanziario rischia con tutta probabilità di trascurare importanti aspetti dei meccanismi di aggiustamento macroeconomico. Uno degli aspetti fondamentali tralasciato dagli schemi tradizionali è una spiegazione di come i diversi tassi di interesse incorporino premi di rischio variabili nel tempo. Gli andamenti della moneta e del credito potrebbero fornire informazioni riguardo all'evoluzione dei premi di rischio (non osservabili), sia per il settore bancario sia per quello privato non finanziario.

Un filone della recente letteratura accademica cerca di spiegare l'esistenza di diversi tassi di interesse bancari attivi e passivi sulla base della concorrenza monopolistica nel settore bancario. Secondo questo approccio, le banche conseguono un margine di profitto positivo perché sono in grado di fissare i tassi di interesse applicati in modo che i tassi sui depositi e quelli sui prestiti siano rispettivamente inferiori e superiori al tasso interbancario. In aggiunta, nell'adeguare i propri tassi le banche incorrono in costi, e prenderanno in considerazione le decisioni di prezzo delle loro concorrenti al fine di preservare le relazioni di clientela consolidate. Ciò protegge i prenditori dalle oscillazioni dei tassi di mercato²⁾. I costi di adeguamento comportano che i tassi di interessi al dettaglio vengano modificati solo lentamente in risposta alle variazioni del tasso di politica monetaria, un fenomeno di fatto osservabile nei dati per l'area

1) Cfr. Meltzer, A., "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9(4), 1995, pagg. 49-72; Nelson, E., "The future of monetary aggregates in monetary policy analysis", *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, pagg. 1029-1059.

2) Cfr. Gerali, A., Nerri, S., Sessa, L. e Signoretti, F., "Credit and Banking in a DGSE model of the euro area", *Journal of Money, Credit and Banking*, supplemento al vol. 42, settembre, 2010, pagg. 107-141.

dell'euro, e danno maggiore spazio al ruolo delle quantità finanziarie nella propagazione della politica monetaria.

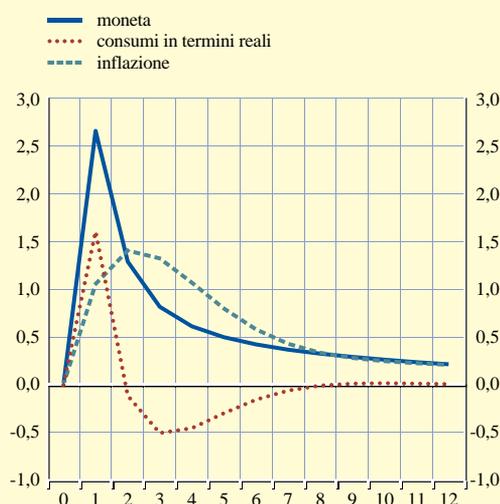
Un ulteriore approccio alla descrizione del comportamento delle banche proviene dalla caratterizzazione esplicita dell'impatto delle asimmetrie informative sulla relazione fra prenditori e prestatori. Questo filone della letteratura si basa sul fatto che i prenditori dispongono di migliori informazioni riguardo l'esito dei progetti di investimento rispetto alla banca. L'approccio in questione effettua una distinzione fra i prenditori in grado e quelli non in grado di rimborsare i prestiti. Il differenziale fra i tassi attivi e passivi fornisce alla banca una parziale assicurazione contro i costi risultanti dall'insolvenza dei debitori³⁾. Un approccio simile è incentrato sulla relazione fra depositanti e banche, le quali disporrebbero di migliori informazioni riguardo agli investimenti finanziati con i fondi collocati presso di loro dalla clientela. Questo problema di agenzia induce una restrizione al massimo grado di leva che la banca può assumere, imponendo così una relazione fra capitale e offerta di prestiti. In base a tale approccio il rischio di insolvenza delle banche può pregiudicare il processo di intermediazione e accresce il costo del credito all'economia⁴⁾.

Vari approcci danno risalto all'utilizzo delle risorse nel contesto dell'intermediazione finanziaria. Le banche dispongono di varie tecniche per fornire servizi di intermediazione e gestire le proprie attività e passività. In considerazione del rischio di insolvenza dei prenditori, le banche possono decidere di utilizzare, nella loro attività di prestito, risorse per esaminare le richieste di prestito e monitorare i progetti da esse finanziati o coprire le proprie esposizioni⁵⁾. Si pensi, per esempio, all'attività di monitoraggio effettuata dal personale bancario sia sul mutuatario sia sul valore delle garanzie ricevute dalla banca. A titolo illustrativo, uno shock positivo sul valore delle garanzie fornite alla banca comporta una diminuzione del rischio per quest'ultima, la quale può pertanto concedere un maggiore volume di prestiti a parità di attività di monitoraggio. L'aumento dei prestiti accresce l'offerta di moneta. La figura A mostra da un punto di vista quantitativo la risposta dei consumi e dell'inflazione a uno shock di questo tipo.

Per quanto concerne la gestione delle proprie passività, una banca può impiegare risorse umane e patrimoniali al fine di consentire ai propri clienti di avere accesso a servizi di liqui-

Figura A Risposte a un aumento di valore delle garanzie reali

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE.

Note: in base a una versione modificata del modello di Goodfriend, M. e McCallum, B., "Banking and interest rates in monetary policy analysis: a quantitative exploration", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pagg. 1480-1507. Risposte a un aumento inatteso dell'1 per cento nel valore delle garanzie reali.

- 3) Cfr. Curdia, V. e Woodford, M., "Credit frictions and optimal monetary policy", bozza rivista del documento redatto per la conferenza annuale BRI del 26-27 giugno 2008, "Whither Monetary Policy?", Lucerna, Svizzera, 2009.
- 4) Cfr. Gertler, M. e Karadi, P., "A model of unconventional monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, 2011, pagg. 17-24; Gertler, M., Kiyotaki, N., "Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis", in Friedman, B. e Woodford, M. (ed.), *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, North-Holland, Amsterdam, 2010.
- 5) Goodfriend, M., e McCallum, B., "Banking and interest rates in monetary policy analysis: a quantitative exploration", *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, 2007, pagg. 1480-1507.

dità⁶⁾. Ad esempio, le tecnologie di pagamento elettronico, come l'*internet banking*, e l'uso di carte di debito collegate ai depositi consentono a chi effettua il pagamento di trasferire l'importo sul conto del beneficiario senza dover rinunciare agli interessi prima del pagamento e senza incorrere in costi di transazione.

Un aumento della presunta capacità di gestione dei rischi delle banche, dovuto ad esempio alla larga diffusione del *credit scoring*, potrebbe dare l'impressione che vi sia meno incertezza rispetto al passato circa la capacità di rimborso dei prenditori. Il miglioramento percepito relativamente alla capacità delle banche di gestire i rischi porta le banche stesse a praticare un premio inferiore ai prenditori e ad espandere l'attività di credito. Dal lato della provvista, l'aumento dei prestiti è finanziato cercando di attrarre la totalità delle fonti di raccolta offrendo tassi più elevati. Di conseguenza, i prestiti e M3 tendono a crescere a ritmi analoghi. L'impatto sull'attività economica è positivo e si osservano spinte al rialzo sull'inflazione (cfr. figura B).

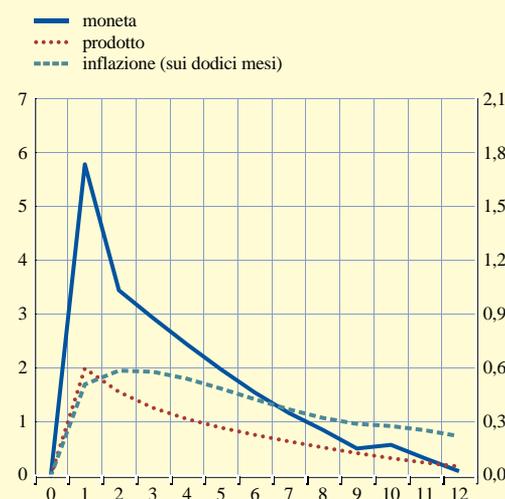
Prospettive

Ciascuno dei meccanismi sopra descritti si concentra su un elemento specifico dell'attività bancaria. Al tempo stesso, la diversità degli approcci proposti è indicativa dell'impossibilità di caratterizzare tale attività in base a un solo meccanismo dominante. Ciò ha due implicazioni per l'analisi della politica monetaria. In primo luogo, gli effetti derivanti dai singoli meccanismi potrebbero spiegare solo in parte il ruolo delle banche nel processo di intermediazione e nell'economia più in generale. In secondo luogo, è difficile costruire un modello di banca che integri appieno i diversi meccanismi, un modello che infatti in letteratura ancora non esiste. Per costruirlo, sarebbe necessario sapere come interagiscono i vari meccanismi e quale di loro sia il più influente nella realtà dei fatti.

6) Christiano, L., Motto, R. e Rostagno, M., "Financial factors in economic fluctuations", *Working Paper Series*, n. 1192, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2010.

Figura B Risposte a un miglioramento della rischiosità percepita dei prenditori

(variazioni percentuali trimestrali)



Fonti: elaborazioni della BCE.
Note: in base a una versione modificata del modello di Christiano, L., Motto, R. e Rostagno, M. "Financial factors in economic fluctuations", *Working Paper Series*, n. 1192, BCE, Francoforte sul Meno, maggio 2010. Risposte a un calo inatteso dell'1 per cento nella rischiosità dell'attività di prestito.

Le dimensioni dei bilanci delle banche e la struttura per scadenze di attivo e passivo sono fondamentali per la creazione di liquidità. Sostenere che le banche gestiscano in maniera indipendente attività e passività significa non tenere conto dell'interdipendenza strutturale fra il lato attivo e quello passivo del bilancio.

In primo luogo, a livello di singola banca le linee di credito, una volta concesse ai clienti,

presentano implicazioni molto simili in termini di rischio di liquidità ai depositi *overnight*, dal momento che i clienti possono prelevare discrezionalmente tanto i depositi quanto le linee di credito, e ottenere così su richiesta l'accesso a liquidità per far fronte a esigenze impreviste. La banca, tuttavia, dovrà mantenere a disposizione una riserva di liquidità per far fronte alle richieste di questo tipo. Se il grado di correlazione fra i prelievi è sufficientemente basso, le

banche saranno verosimilmente in grado di realizzare sinergie di riduzione dei rischi offrendo entrambi i prodotti, cosa che non sarebbe invece possibile per un intermediario finanziario non bancario⁹⁾. In definitiva, è l'offerta di liquidità all'economia che presenta implicazioni macroeconomiche.

In secondo luogo, la disponibilità di depositi, la cui remunerazione è lenta ad adeguarsi alle variazioni dei tassi di mercato (è questa una caratteristica tipica dei depositi principali o "core", come quelli a scadenza e di risparmio detenuti dal settore privato non finanziario), permette alle banche di concludere accordi contrattuali con i prenditori, cosa che non sarebbe possibile se le banche dovessero finanziare tali attività ai tassi di mercato¹⁰⁾. I depositi proteggono i costi di provvista delle banche dalle variazioni dei tassi di interesse di mercato, consentendo loro di offrire ai prenditori servizi aggiuntivi di assicurazione contro andamenti finanziari avversi.

Infine, la maniera più efficiente di finanziare attività di prestito che presuppongono un'opera considerevole di monitoraggio da parte delle banche, come nel caso dei prestiti alle piccole e medie imprese, è rappresentata dai depositi core, meno soggetti al rischio di prelievo. Questa caratteristica dei depositi core è riconducibile ai servizi di liquidità forniti dalla banca, ai costi sostenuti dai depositanti per il passaggio a un altro fornitore o all'assicurazione dei depositi¹¹⁾.

Tali considerazioni confortano la tesi secondo cui gli andamenti collegati con l'accesso delle banche ai depositi liquidi presentano implicazioni significative per l'attività di intermediazione, che si aggiungono a quelle derivanti dagli andamenti del credito bancario. Nell'ottica della banca, la struttura della provvista è importante per il valore. Oltre alla combinazione fra debito e capitale proprio, anche la composizione per scadenze del debito assume rilevanza¹²⁾. I miglioramenti nella gestione del passivo che rendano più flessibile la provvista delle banche e agevolino così l'offerta di depositi liquidi dovrebbero pertanto accrescere l'offerta di moneta nell'economia.

2.4 L'OFFERTA DI MONETA IN SENSO LATO E LA MACROECONOMIA

Nel breve periodo le variazioni nella domanda di moneta risultanti da oscillazioni del prodotto, dei tassi di interesse o delle preferenze in termini di liquidità saranno soddisfatte dalle banche. Su orizzonti più lunghi, tuttavia, le banche aggiusteranno l'offerta di moneta e di credito, nonché i tassi di interesse praticati, in base alla loro strategia imprenditoriale.

Le variazioni nell'offerta di moneta possono influire sull'economia attraverso due canali generali di trasmissione¹³⁾. Il primo di questi canali si basa sull'effetto della disponibilità di credito nell'economia, il secondo sull'effetto della liquidità sull'allocazione dei portafogli di attività. Essi non si escludono a vicenda, e sono anzi complementari. Di seguito ne viene data una descrizione stilizzata.

DISPONIBILITÀ DI CREDITO

In base al primo canale i miglioramenti nel processo di intermediazione, dovuti ad esempio al mutato accesso delle banche al finanziamento, allenteranno le condizioni finanziarie per le famiglie e le imprese. Ciò troverà riscontro in un abbassamento dei tassi praticati ai prestiti, nell'applicazione di altre condizioni più favorevoli nei contratti di prestito, come un più elevato rapporto fra valore del prestito e delle garanzie, e in definitiva nella migliorata disponibilità di

9) Cfr. Kashyap, A., Rajan, R. e Stein, J., "Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Co-Existence of Lending and Deposit-Taking", *NBER Working Paper*, n. 6962, 1999.

10) Cfr. Berlin, M. e Mester, L., "Deposits and Relationship Lending", *The Review of Financial Studies*, vol. 12(3), 1999, pagg. 579-607.

11) Cfr. Song, F. e Thakor, A., "Relationship Banking, Fragility, and the Asset-Liability Matching Problem", *The Review of Financial Studies*, vol. 20, n. 5, 2007, pagg. 2129-2177.

12) Soltanto in un mondo basato sulle ipotesi irrealisticamente restrittive formulate nel teorema di Modigliani e Miller il valore della banca non dipenderebbe dalla composizione delle sue passività. Cfr. DeYoung, R. e Yom, C., "On the independence of assets and liabilities: Evidence from U.S. commercial banks, 1990-2005", *Journal of Financial Stability*, vol. 4, 2008, pagg. 275-303.

13) Cfr. inoltre l'articolo intitolato "Il ruolo delle banche nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2008.

credito. In una situazione in cui alcuni operatori economici si trovino vincolati nella loro capacità di spesa dal livello corrente del reddito disponibile e delle attività liquide, un migliore accesso al finanziamento accrescerà i consumi reali e la spesa reale per investimenti, finendo per dare adito a spinte inflazionistiche. Un esempio al riguardo proviene dalla capacità delle banche di cartolarizzare i prestiti, che permette loro di soddisfare più facilmente la domanda di credito delle famiglie e di erogare mutui ipotecari a un gruppo più ampio di prenditori e a condizioni più vantaggiose, producendo un impatto sugli investimenti immobiliari e sui consumi¹⁴⁾.

Un altro elemento che può modificare la disponibilità di credito a favore delle famiglie e delle imprese proviene dai progressi nelle tecniche di gestione dei rischi delle banche, in particolare per quanto riguarda il rischio di provvista della liquidità (rischio di *funding*), che comprende sia i disallineamenti effettivi in termini di vita residua fra attività e passività, sia la potenziale impossibilità di liquidare attività rapidamente o di rinnovare le fonti di provvista esistenti¹⁵⁾. Una migliore attenuazione dei rischi per un dato livello di provvista e di capitale consente alle banche di assumere una maggiore esposizione creditizia¹⁶⁾. Un ulteriore elemento che potrebbe incidere sulla capacità delle banche di fornire servizi di intermediazione attiene all'evoluzione della posizione patrimoniale delle banche stesse. Gli eventi che diano luogo a un miglioramento di tale posizione potrebbero accrescere la capacità di espandere lo stock di attività, e forse indurre un processo di innalzamento della leva finanziaria. In conseguenza di ciò, quelli che potrebbero sembrare aumenti anche esigui nel valore della società bancaria dal punto di vista dell'economia aggregata potrebbero risultare amplificati per quanto concerne gli effetti prodotti sull'economia in generale attraverso l'allentamento dei vincoli creditizi¹⁷⁾.

Questi meccanismi pongono in evidenza l'esistenza, all'interno dell'economia, di limiti creditizi vincolanti. Ciò nonostante, nella misura in cui i cambiamenti nel processo di intermediazione danno luogo a una diminuzione dei costi per

le banche, tale diminuzione può essere trasmessa alla clientela sotto forma di tassi passivi più elevati e/o tassi attivi più bassi. L'impatto sui tassi di interesse inciderà sul valore attuale netto dei progetti di investimento e sull'allocazione intertemporale dei consumi. In aggregato, ciò influirà sulla spesa e in ultima istanza sull'inflazione. Oltre al livello dei tassi di interesse bancari, i cambiamenti nel processo di intermediazione potrebbero influenzare anche altri aspetti della trasmissione, come la rapidità dell'adeguamento dei tassi bancari ai tassi di mercato.

EFFETTO DI LIQUIDITÀ

Gli operatori economici che si indebitano presso le banche lo fanno generalmente al fine di acquistare beni e servizi, trasferendo in tal modo i depositi di nuova creazione ad altri operatori economici. Questo meccanismo dà spazio al secondo canale attraverso il quale i miglioramenti nei sistemi di intermediazione e di pagamento producono implicazioni macroeconomiche mediante gli effetti di liquidità e la riallocazione dei portafogli. Nel breve periodo, i depositi summenzionati possono essere trattenuti come riserva di liquidità, ma nel medio periodo (sempre che la domanda di moneta da parte degli operatori non sia cambiata), gli operatori economici non saranno disposti a mantenere depositi "eccedenti". In tale situazione, alcuni di loro vorranno rimborsare i prestiti contratti presso la

14) Questo processo è evidenziato nella letteratura sul canale del credito bancario, cfr. Bernanke, B. e Blinder, A., "Credit, Money and Aggregate Demand", *American Economic Review*, vol. 78, 1988, pagg. 435-439.

15) Fender, I. e McGuire, P., "Struttura delle banche, rischio di finanziamento e trasmissione internazionale degli shock: concetti e misurazione", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2010, pagg. 63-79 (versione integrale disponibile solo in inglese).

16) Cfr. Borio, C. e Zhu, H. "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?", *Working Paper Series*, 268, BRI, dicembre 2008; Maddaloni, A. e Peydro, J. L. "Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and U.S. Lending Standards", *Review of Financial Studies*, vol. 24(6), 2011, pagg. 2121-2165.

17) Woodford, M. "Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24(4), autunno 2010, pagg. 21-44. Cfr. inoltre Aghion, P., Hemous, D. e Kharroubi, E., "Credit constraints, cyclical fiscal policy and industry growth", *Working Paper Series*, n. 340, BRI, febbraio 2011.

banca, portando così al riassorbimento dei depositi. In alternativa, vorranno utilizzare i depositi “eccedenti” per acquistare beni e servizi aggiuntivi, mettendo i venditori di tali beni e servizi in una situazione analoga. La circolazione dei depositi nell’economia finirà per comportare un aumento della domanda di beni e servizi, concorrendo a spinte inflazionistiche e portando così le disponibilità monetarie in termini reali in equilibrio con la domanda di moneta¹⁸⁾. Altri operatori economici vorranno utilizzare i depositi “eccedenti” per acquistare attività al fine di ribilanciare i rispettivi portafogli sulla base delle diverse caratteristiche di rischio e di rendimento della moneta, delle obbligazioni e delle azioni. Questo aggiustamento eserciterà pressioni al rialzo sui prezzi delle categorie di attività alternative, riducendone al contempo i rendimenti e accrescendo il valore attuale netto degli investimenti fissi in termini reali¹⁹⁾.

Tanto la disponibilità di credito quanto gli effetti di liquidità sono all’origine di aumenti della domanda aggregata. Ciò nonostante, alcuni progressi nell’attività bancaria che liberano risorse precedentemente impiegate nel processo di intermediazione modificano altresì la capacità produttiva del resto dell’economia. Questo effetto tende ad attenuare le spinte inflazionistiche. Per contro, i cambiamenti che non liberano risorse da destinare al resto dell’economia, ad esempio una mutata valutazione dei rischi da parte delle banche, incidono soprattutto sulla domanda aggregata e producono pertanto un maggiore effetto inflazionistico. Tutti e tre questi effetti vanno considerati nella conduzione della politica monetaria.

3 ANDAMENTI RECENTI DELLA PROVVISATA BANCARIA

Negli ultimi anni le modalità di intermediazione finanziaria degli istituti di credito hanno subito cambiamenti in grado di produrre effetti duraturi sulle prassi di gestione dell’attivo e del passivo degli istituti stessi. Di seguito vengono presentati alcuni esempi concreti al riguardo, sullo sfondo delle considerazioni espone nella

Sezione 2.3 sul ruolo delle banche nell’offerta di moneta in senso lato. Le innovazioni relative all’elaborazione delle informazioni, alle tecnologie di comunicazione e ai mercati finanziari, come le piattaforme di contrattazione elettronica, il *credit scoring* e la cartolarizzazione degli attivi o l’internazionalizzazione della raccolta bancaria, hanno tutte influito sulla capacità di tenuta delle banche di fronte al rischio di provvista della liquidità. La migliorata gestione dei rischi consente alle banche di effettuare una maggiore attività di trasformazione delle scadenze, ricorrendo in misura maggiore alla raccolta sotto forma di depositi liquidi e contribuendo così a un aumento dell’offerta di moneta.

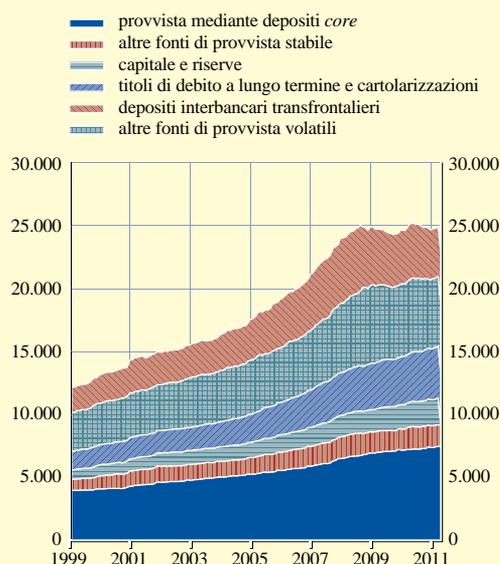
Gli istituti di credito dell’area dell’euro hanno progressivamente accresciuto le dimensioni dei propri bilanci fra il 1999 e il settembre del 2008, portando a un raddoppio delle principali passività riconosciute. A partire dalla fine del 2008 la dimensione dei bilanci è rimasta su questi livelli (cfr. figura 2). Al fine di valutare la situazione della raccolta è importante considerare il settore controparte che detiene le attività. Un deposito può avere implicazioni molto diverse per la raccolta di una banca a seconda che sia detenuto da una famiglia o da un fondo di investimento, e questo per la diversa probabilità che venga rinnovato. Di conseguenza, è importante distinguere fra fonti di provvista stabili e volatili. Le fonti di provvista stabili, ossia principalmente i depositi del settore privato non finanziario e i titoli di debito a più lungo termine detenuti da soggetti diversi dalle IFM, soddisfano circa la metà del fabbisogno di finanziamento delle banche (cfr. Sezione 3.1). Quelle volatili sono invece costituite soprattutto dai titoli di debito a breve termine e dai depositi a breve termine collocati da intermediari finanziari. Particolare importanza al riguardo hanno avuto i depositi transfrontalieri

18) Cfr. ad esempio Berry, S. et al., “Interpreting movements in broad money”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 3° trimestre 2007, pag. 378.

19) Cfr. Tobin, J. “A general equilibrium approach to monetary theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n. 1, 1969, pagg. 15-29; Meltzer, A., “Monetary, credit (and other) transmission processes: a monetarist perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n. 4, 1995, pagg. 49-72.

Figura 2 Struttura delle principali passività degli istituti di credito dell'area dell'euro

(in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Note: La provvista mediante depositi *core* comprende i depositi delle famiglie e delle imprese non finanziarie. Le altre fonti di provvista stabile sono i depositi a più lungo termine delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, i depositi rimborsabili con preavviso di oltre tre mesi detenuti da altri intermediari finanziari non monetari, tutti i depositi delle amministrazioni pubbliche escluse quelle centrali e tutti i depositi dei soggetti non bancari non residenti nell'area dell'euro. Le altre fonti di provvista volatili sono i depositi a breve termine delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione, tutti i depositi di altri intermediari finanziari non monetari non collegati a operazioni di cartolarizzazione, tutti i depositi delle amministrazioni centrali e i titoli di debito delle IFM con scadenza originaria fino a un anno. I titoli di debito a lungo termine e le cartolarizzazioni comprendono i titoli di debito delle IFM con scadenza originaria superiore all'anno e i depositi di altri intermediari finanziari non monetari con scadenza prestabilita di oltre un anno.

ricevuti da altre banche. Nel complesso, i depositi rappresentano la principale passività degli istituti di credito nell'area dell'euro, cui si aggiunge un esiguo volume di emissioni di titoli di debito e di capitale e riserve. Il dato a livello di area, tuttavia, cela notevoli differenze fra i paesi membri che riflettono, fra l'altro, la struttura e il grado di concentrazione del settore bancario, nonché le prassi contabili e il contesto regolamentare.

3.1 CARTOLARIZZAZIONE ED EMISSIONE DI TITOLI DI DEBITO

Le banche possono gestire i disallineamenti di scadenza fra attività e passività ricorrendo

all'emissione di titoli di debito aventi una scadenza coerente con la loro attività di prestito. Un'importante differenza fra le fonti di finanziamento basate sul mercato e quella tradizionale dei depositi è che, per quanto riguarda le prime, la banca è tenuta al pagamento di un premio di rischio più elevato agli investitori, dal momento che i depositi sono in certa misura garantiti dai governi. Un'altra differenza di rilievo è che in condizioni di mercato normali la provvista di mercato può essere adattata a particolari esigenze, mentre i depositi possono essere adeguati solo più lentamente. Negli ultimi vent'anni la rapida espansione delle attività gestite dagli investitori istituzionali ha fatto sì che le banche potessero fare affidamento su un ampio stock di fondi di mercato cui attingere mediante prodotti complessi. Ciò ha contribuito alla crescita della cartolarizzazione e del mercato delle obbligazioni bancarie garantite o *covered bond*.

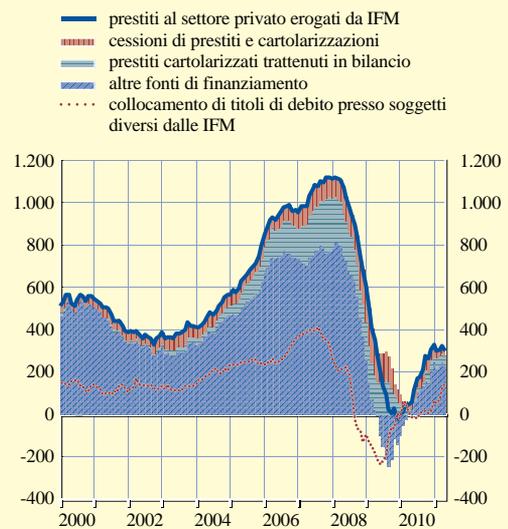
Dal punto di vista dell'analisi monetaria sono tre gli elementi degni di nota. In primo luogo, l'interazione fra moneta e credito, che di norma tendono a variare in modo molto simile. Le fonti di provvista di mercato potrebbero diluire questa relazione, sia temporaneamente sia in modo duraturo. In secondo luogo, grazie alla cartolarizzazione, i prestiti nei bilanci degli istituti di credito, tradizionalmente illiquidi, sono ora a disposizione degli investitori esterni al settore bancario. La cartolarizzazione, se condotta in modo appropriato, presenta notevoli economie di scala, in parte poiché le banche utilizzano modelli automatizzati di *credit scoring* (una tecnologia avente un basso rapporto fra costi variabili e costi fissi) per valutare le richieste di prestito prima di consolidare le attività in pacchetti omogenei e cederle a una società veicolo. La cartolarizzazione fornisce inoltre un'ulteriore fonte di provvista internazionale, dal momento che rende negoziabile il portafoglio prestiti e rimuove in questo modo le restrizioni quantitative insite nell'entità della base di depositi interna. In terzo luogo, il maggiore ricorso alle fonti di finanziamento di mercato rispetto ai depositi implica che le banche che presentano un portafoglio prestiti di difficile valutazione debbano verosimilmente

far fronte a costi di provvista elevati e variabili. Le percezioni del mercato finanziario potrebbero avere un impatto maggiore sulla capacità e gli incentivi a erogare credito, in quanto è probabile che le banche siano più sensibili alle percezioni degli investitori e alle condizioni del mercato finanziario in generale²⁰.

La figura 3 mostra il flusso annuo di prestiti erogati dalle IFM al settore privato dell'area dell'euro, unitamente a varie misure del finanziamento di mercato. Le cessioni di prestiti e le attività di cartolarizzazione sono intrinsecamente collegate all'attività di prestito. A partire dal 1999 esse hanno avuto un ruolo sempre maggiore nel finanziamento dell'espansione creditizia, finché la crisi finanziaria ha provocato la chiusura del mercato. Gli istituti di credito hanno continuato a cartolarizzare attività al fine di creare garanzie reali da utilizzare nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema, in base a un processo di cosiddetta "autocartolarizzazione". In aggiunta, un altro fenomeno degno di nota è stato, a partire dal 2010, il trasferimento di prestiti ai programmi di *bad bank*²¹). La figura 3 evidenzia la quota di prestiti rimossi dai bilanci delle IFM mediante cessione o cartolarizzazione, nonché i prestiti cartolarizzati che, in base al trattamento contabile applicato, vengono mantenuti in bilancio pur essendo stati di fatto finanziati attraverso l'emissione di titoli da parte di società veicolo finanziarie. Infine, la figura riporta il volume di emissioni di titoli di debito con scadenza superiore all'anno. È probabile che tali emissioni abbiano contribuito al finanziamento dell'intero bilancio, non solo dei prestiti. Le fonti di provvista di mercato hanno svolto un ruolo di sostegno nel periodo di forte crescita del credito, fornendo alle banche fondi aggiuntivi in maniera flessibile. Come mostra la figura 3, tuttavia, un'ampia parte della crescita dei prestiti nell'area dell'euro è stata finanziata da altre fonti, come i depositi. Pertanto, l'espansione del credito nell'area dell'euro si basa ancora in ampia misura sul tradizionale modello *originate-and-hold* dell'attività bancaria, a sottolineare l'importanza del nesso fra moneta e credito per valutare l'effetto dell'attività bancaria sulla macroeconomia.

Figura 3 Fonti di finanziamento di mercato per i prestiti delle IFM al settore privato

(flussi annui in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

Nota: I prestiti cartolarizzati trattenuti in bilancio sono approssimati dai depositi con scadenza prestabilita di oltre un anno detenuti dal settore degli intermediari finanziari non monetari esclusi le compagnie di assicurazione e i fondi pensione.

3.2 INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLA RACCOLTA INTERBANCARIA

L'internazionalizzazione della raccolta interbancaria nell'arco dell'ultimo decennio ha avuto profonde implicazioni per la gestione delle passività bancarie. Occorre che l'analisi monetaria tenga conto di questo fenomeno, dal momento che l'accesso a mercati internazionali spessi e liquidi dovrebbe poter alleviare i rischi di finanziamento cui vanno incontro le banche e quindi agevolare l'offerta di moneta e di credito all'economia²²). Al fine di valutare l'impatto delle condizioni di liquidità glo-

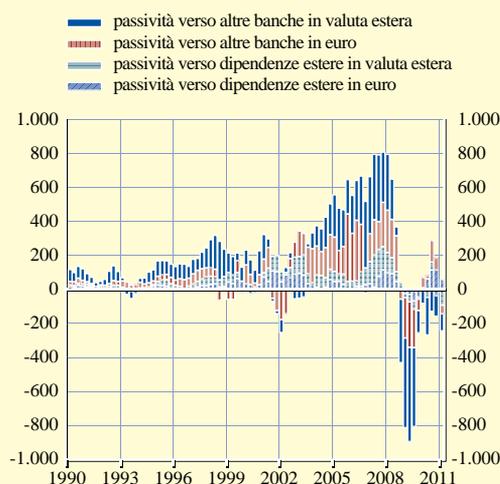
20) Gambacorta, L. and Marques-Ibanez, D. "The bank lending channel: lessons from the crisis", *Working Paper Series*, n. 1335, BCE, Francoforte sul Meno, 2011.

21) Cfr. il riquadro intitolato "Il trasferimento di attività alle *bad bank*: analisi aggiornata dell'impatto sul credito delle IFM al settore privato dell'area dell'euro", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, gennaio 2011.

22) Cfr. l'articolo intitolato "La dimensione esterna dell'analisi monetaria", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2008.

Figura 4 Provvista interbancaria transfrontaliera delle banche dell'area dell'euro

(flussi annui in miliardi di euro)

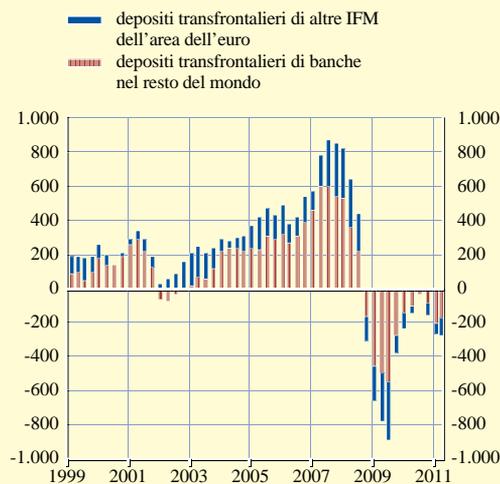


Fonte: BRI.

Nota: Le statistiche BRI per nazionalità sono disponibili per le banche con sede legale in Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi e Austria.

Figura 5 Depositi collocati presso le IFM dell'area dell'euro da parte di altre IFM e di banche residenti nel resto del mondo

(flussi annui in miliardi di euro; dati non corretti per gli effetti stagionali e di calendario)



Fonte: BCE.

bali per la crescita della moneta e del credito nell'area dell'euro è importante comprendere i modelli di provvista delle banche e le interconnessioni presenti sia all'interno delle banche con operatività internazionale, sia fra di loro. Al riguardo, l'analisi monetaria potrebbe rivelarsi strumentale per cogliere questi effetti.

La figura 4 illustra l'espansione della provvista interbancaria transfrontaliera delle banche con sede legale nei paesi dell'area dell'euro sotto due aspetti: la quota di fondi ottenuta dalle affiliate situate al di fuori del paese di origine della banca e la denominazione valutaria delle passività. Si può notare come la raccolta transfrontaliera delle banche sia aumentata solo gradualmente fino al 2001, e sia stata denominata prevalentemente in moneta estera. Nell'arco di tutto questo periodo gli sportelli esteri appartenenti al medesimo gruppo bancario hanno avuto un ruolo marginale nella raccolta. A partire dal 2003 l'accettazione di depositi transfrontalieri è aumentata in misura sostanziale in un contesto globale di crescente liquidità. Ciò si è accompagnato a un ruolo più significativo degli

sportelli esteri, nonché a un aumento della quota di depositi denominati in euro.

Entrambi questi sviluppi hanno modificato le opzioni a disposizione delle banche per quanto riguarda le decisioni di raccolta. La maggiore apertura internazionale delle banche dell'area dell'euro ha contribuito allo sviluppo di mercati dei capitali interni per il trasferimento di liquidità fra le succursali estere e quelle domestiche sulla base del fabbisogno relativo. Per le grandi banche, l'esistenza di siffatti mercati da un lato isola l'attività di prestito dalle condizioni di finanziamento nel mercato locale, ma dall'altro trasmette gli shock di liquidità locali ad altre parti del gruppo bancario. Inoltre, l'integrazione finanziaria dell'area dell'euro ha accresciuto la disponibilità di depositi denominati in euro collocati da non residenti. Le banche dell'area hanno potuto far fronte alla forte domanda di credito e finanziare l'espansione dei propri bilanci in euro, senza dover gestire rischi di cambio.

Dalle figure 4 e 5 si evince inoltre l'accresciuto ruolo della provvista internazionale, eviden-

ziato dall'ampia quota di depositi transfrontalieri collocati da soggetti esteri non collegati. Tali fondi, depositati da banche nel resto del mondo, erano denominati prevalentemente in valute estere. Successivamente essi sono stati in parte reinvestiti in attività estere, ma nel complesso nel periodo 2004-2008 le banche dell'area dell'euro sono state interessate da un afflusso di depositi. Questo periodo di forte internazionalizzazione della provvista bancaria ha coinciso con una vigorosa espansione monetaria e creditizia nell'area dell'euro. Con il tracollo di Lehman Brothers, tuttavia, le banche dell'area hanno subito un deflusso significativo di depositi interbancari transfrontalieri, dovuto soprattutto ai prelievi effettuati da non affiliate.

L'internazionalizzazione della provvista bancaria ha inciso sull'offerta di moneta nell'area dell'euro in maniera superiore e indipendente dall'ammontare di finanziamenti interbancari netti ricevuti, e ciò soprattutto mediante l'agevolazione del processo di intermediazione. In effetti, nel periodo fino al 2008 l'accesso a mercati finanziari transfrontalieri spessi e liquidi ha ridotto i rischi di provvista della liquidità delle banche e allentato in questo modo le pressioni sulla gestione della liquidità bancaria, dovute ad esempio a vincoli quantitativi nel rifinanziamento del credito interno in forte crescita. In seguito, con lo scoppio della crisi finanziaria, è probabile che il prelievo dei fondi dall'estero abbia contribuito a trasmettere all'area dell'euro le pressioni internazionali dal lato della provvista e a creare la percezione di una ridotta liquidità.

3.3 I SERVIZI MONETARI DEGLI STRUMENTI MONETARI DELL'AREA DELL'EURO

Nell'ottica dell'analisi monetaria i depositi core forniti dalle famiglie e dalle imprese non finanziarie dell'area dell'euro risultano particolarmente rilevanti poiché rappresentano un terzo delle principali passività bancarie nel bilancio aggregato. Tali depositi sono in gran parte prelevabili con preavviso relativamente bre-

ve. In pratica, tuttavia, essi sono disponibili su base pressoché continua, fornendo alle banche una fonte di provvista affidabile. In cambio, i depositanti ricevono un compenso sotto forma di remunerazione di tasso e di servizi monetari. I servizi monetari compensano i depositanti per l'interesse cui rinunciano decidendo di mantenere depositi liquidi anziché investire in attività più redditizie ma meno liquide.

Durante il periodo di forte espansione del credito fra il 2004 e il 2008 si è osservata una crescita considerevole dei depositi di M3, dovuta soprattutto ai depositi a termine a breve scadenza. Nel contempo, i depositi *overnight* hanno fornito un contributo positivo all'espansione delle passività bancarie, e ciò nonostante il costo opportunità collegato al mantenimento di questi depositi sia considerevolmente aumentato. Ciò implica che in tale periodo i servizi monetari consumati dai titolari dei depositi sono aumentati, come mostra la figura 6, che presenta una misura approssimativa, in rapporto al PIL reale, dei servizi monetari di cui ha beneficiato il settore detentore di moneta dell'area dell'euro grazie alla

Figura 6 Servizi monetari in rapporto al PIL in termini reali

(in percentuale)



Fonte: stime della BCE.

Note: I servizi di liquidità sono calcolati come media ponderata del differenziale fra la remunerazione di ciascuno strumento monetario e il rendimento di un'attività di riferimento che si considera non offrire servizi di liquidità. I pesi sono dati dalle quote relative degli strumenti monetari all'interno di M3.

detenzione di strumenti monetari liquidi ²³⁾. Il vigoroso aumento di questo indicatore fra il 2005 e il 2009 fa ritenere che, in tale periodo, gli operatori economici abbiano attribuito un valore elevato ai servizi monetari. Non è chiaro se ciò sia dovuto alla maggiore preferenza per questi servizi o a miglioramenti degli strumenti di deposito. In effetti, l'indicatore utilizzato ipotizza che il differenziale di tasso di interesse rifletta unicamente i servizi monetari e non sia influenzato da altri fattori, quali una concorrenza imperfetta nel settore bancario.

La disponibilità di un'ampia base di depositi ha permesso alle banche di finanziare la propria attività di prestito a tassi favorevoli. Nel con-

tempo, essa può aver contribuito a isolare la trasmissione dei tassi di mercato a quelli praticati dalle banche (cfr. il riquadro 3 intitolato "Il margine di intermediazione e le condizioni di finanziamento delle banche") durante il periodo di forte espansione del credito durato fino allo scoppio delle tensioni finanziarie, concorrendo in tal modo a una maggiore offerta di moneta all'economia.

23) I servizi di liquidità sono calcolati come media ponderata della differenza fra la remunerazione offerta da ciascuno strumento monetario e il rendimento di un'attività di riferimento che si considera non offrire servizi di liquidità. I pesi sono dati dalle quote relative degli strumenti monetari all'interno di M3. Per maggiori dettagli, cfr. Papademos, L. e Stark, J. (ed.), *Enhancing Monetary Analysis*, Capitolo 3, Allegato 4, BCE, Francoforte sul Meno, 2010.

Riquadro 3

IL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE E LE CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO DELLE BANCHE

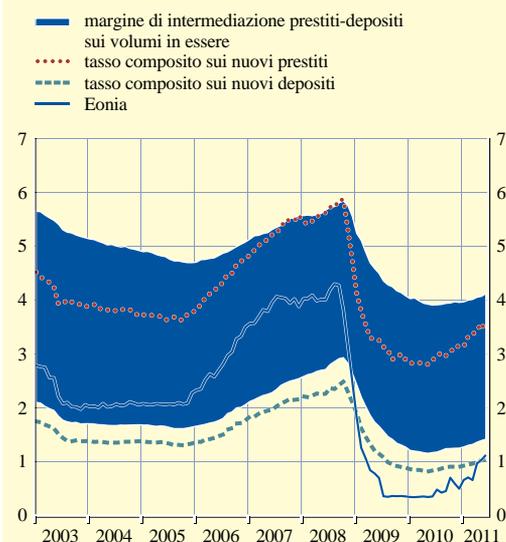
La struttura e le condizioni delle fonti di provvista delle banche sono importanti determinanti del margine di intermediazione finanziaria, che a sua volta rappresenta una parte sostanziale dei profitti bancari. Nell'area dell'euro i depositi *core* delle famiglie e delle imprese non finanziarie costituiscono una fonte primaria di provvista stabile per le banche. Di conseguenza, gli andamenti nei mercati dei depositi e il loro impatto sui margini di interesse dei prestiti e dei depositi al dettaglio sono fondamentali per il monitoraggio e l'analisi del margine di intermediazione finanziaria complessivo delle banche. Questo riquadro presenta una breve panoramica degli andamenti nei margini sui prestiti e sui depositi delle banche nell'area dell'euro alla luce dei cambiamenti nella situazione della provvista del settore bancario.

In generale, ci si può attendere che le scelte di determinazione dei tassi delle banche, evidenziate dal differenziale fra i tassi di interesse sui depositi e sui prestiti, dipendano dal grado di concorrenza (o potere di mercato delle banche) e da fattori collegati al costo dell'intermediazione, come il rischio di tasso di interesse, il rischio di credito, il grado di avversione al rischio delle banche, i costi operativi per unità di prodotto, le posizioni patrimoniali e di liquidità delle banche e la diversificazione dei loro prodotti ¹⁾. Ciò nonostante, le determinanti più dirette dei tassi praticati dalle banche sui prestiti e sui depositi al dettaglio sono i tassi di interesse ufficiali (e quindi di mercato) (cfr. figura A). Questo riflette il riscontro empirico tipico secondo cui i tassi sui depositi tendono a reagire in modo piuttosto lento alle variazioni dei tassi di mercato, e quindi la differenza fra i tassi di mercato e quelli sui depositi si muove generalmente in parallelo con il tasso di interesse a breve termine. In particolare nel periodo antecedente il tracollo di Lehman Brothers, i tassi del mercato monetario a breve termine si collocavano ben al di sopra di quello composito sui depositi, una situazione che si è invertita a partire dalla crisi finanziaria. I tassi bancari sono diminuiti meno di quelli del mercato monetario. È probabile che le condizioni mo-

1) Per una descrizione esauriente della trasmissione ai tassi di interesse bancari, cfr. l'articolo intitolato "La trasmissione della politica monetaria ai tassi bancari al dettaglio nell'area dell'euro: andamenti recenti", *Bollettino mensile*, BCE, Francoforte sul Meno, agosto 2009.

Figura A Differenziale di interesse fra prestiti e depositi ed Eonia

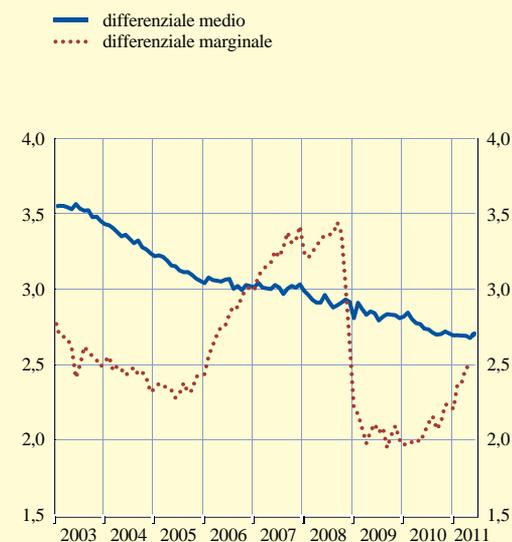
(in valori percentuali annui e punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

Figura B Differenziali di intermediazione medio e marginale fra i tassi sui prestiti e sui depositi

(in punti percentuali)



Fonti: BCE ed elaborazioni della BCE.

netarie in generale, e la disponibilità dei finanziamenti della clientela più in particolare, incidano sulla determinazione dei tassi di interesse al dettaglio delle banche.

La figura A illustra due misure del differenziale di tasso fra prestiti e depositi: un differenziale di intermediazione marginale calcolato come differenza fra i tassi compositi sui nuovi prestiti e depositi, e un differenziale di intermediazione medio basato sugli importi in essere. La prima misura può essere vista come un'approssimazione delle condizioni offerte alla clientela bancaria, mentre la seconda attiene al reddito netto da interessi e alla redditività complessivi delle banche. Il fatto che il differenziale di intermediazione marginale si situi generalmente al di sotto di quello medio indica che il costo dell'intermediazione operata dalle banche sta progressivamente diminuendo. Ciò trova riflesso nella figura B, che evidenzia una lenta flessione del margine di intermediazione medio a partire dal 2003, in parte dovuta all'effetto esercitato dai minori differenziali sui margini di intermediazione medi man mano che prestiti e depositi venivano rinnovati. Il tasso composito sui nuovi prestiti sembra di fatto essersi ridotto in misura maggiore di quello sui depositi, provocando così la compressione del differenziale di intermediazione medio.

4 CONCLUSIONI

In questo articolo si è affermato che il comportamento delle banche presenta implicazioni di rilievo per la macroeconomia. Lo studio degli andamenti della moneta e del credito ai fini dell'ana-

lisi monetaria fornisce informazioni sul funzionamento dell'attività di intermediazione delle banche. Esso aiuta a individuare tempestivamente la propagazione ai trend economici di più lungo periodo dei cambiamenti nel comportamento delle banche nell'arco del ciclo economico. Al

riguardo, è probabile che le innovazioni tecnologiche e operative abbiano carattere durevole. Ciò nonostante, i cambiamenti che ne derivano per il comportamento delle banche potrebbero evolvere nel tempo, rendendo difficile valutare l'importanza relativa degli effetti economici a breve termine rispetto a quelli più persistenti. Inoltre, a questo riguardo sono parimenti di fondamentale importanza le aspettative degli operatori riguardo ai cambiamenti nell'attività di intermediazione delle banche, anch'esse mutevoli nel tempo. Il comportamento di intermediazione delle banche, nonché la percezione che ne hanno le famiglie e le imprese, non può tuttavia non essere considerato nel formulare la politica monetaria.

Gli esempi illustrati in questo articolo mostrano come i cambiamenti nelle scelte di provvista

delle banche abbiano contribuito al periodo di forte espansione creditizia fra il 2004 e il 2008. La crisi finanziaria e la reazione delle autorità sul piano regolamentare comporteranno verosimilmente ulteriori cambiamenti dell'attività bancaria, come si evince fin d'ora dal nuovo schema di regolamentazione internazionale delle banche (Basilea 3). Ad esempio, l'applicazione dell'indicatore di breve termine (Liquidity Coverage Ratio) e dell'indicatore strutturale (Net Stable Funding Ratio) indurrà probabilmente degli adeguamenti per quanto riguarda le modalità e il prezzo della trasformazione delle scadenze. In futuro, l'individuazione in tempo reale degli effetti di questi sviluppi sull'offerta di moneta sarà di grande importanza per valutare l'appropriato orientamento della politica monetaria.

CARATTERISTICHE STRUTTURALI DEL SETTORE DELLA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE E RELATIVO IMPATTO SULLA DINAMICA DEI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO



La distribuzione commerciale, costituita prevalentemente dal commercio all'ingrosso e al dettaglio, è un settore fondamentale dell'economia e riveste un'importanza significativa anche per i responsabili della politica monetaria. Il comparto svolge un importante ruolo di intermediazione tra produttori e consumatori e, in ultima analisi, è qui che si fissa la maggior parte dei prezzi dei beni al consumo. Il presente articolo si prefigge di considerarne le caratteristiche strutturali e di comprendere in quale misura queste, unitamente ad altri indicatori, aiutino a spiegare le differenze nei livelli e nelle dinamiche dei prezzi all'interno dell'area dell'euro.

Il settore della distribuzione commerciale presenta notevoli differenze sia tra paesi dell'area dell'euro sia tra sottosettori. Nel tempo esso ha subito profondi cambiamenti, che comprendono un consolidamento e un'internazionalizzazione crescenti nonché un'evoluzione della tipologia di esercizi al dettaglio. In particolare, è aumentata la quota di mercato rappresentata da supermercati e ipermercati, così come il numero di prodotti a marchio del distributore (private label); è inoltre cresciuto il numero dei discount. Questi andamenti influiscono sulla concorrenza e sulla struttura dei costi e svolgono un ruolo importante nel determinare i margini, influenzando così i prezzi finali al consumo nell'area dell'euro.

I principali risultati dell'articolo sono i seguenti: a) le caratteristiche strutturali e di regolamentazione del settore della distribuzione commerciale concorrono a spiegare le differenze nel livello dei prezzi tra paesi; b) una maggiore concorrenza è associata a variazioni di prezzo più frequenti nel settore al dettaglio; c) sulla base di dati regionali si osserva che, negli ultimi anni, a un più elevato grado di concentrazione del mercato corrisponde una maggiore crescita dei prezzi degli alimenti e delle bevande; d) quanto all'entità e alla velocità della trasmissione dei costi, i prezzi alla produzione reagiscono con maggiore rapidità e intensità agli shock sui costi rispetto ai prezzi al consumo, sebbene siano rilevanti anche le differenze tra tipologie di esercizio al dettaglio.

In una prospettiva di policy, l'analisi mette in luce l'importanza di dare continuità alle riforme strutturali intese a stimolare la concorrenza nella distribuzione commerciale. Un elemento di ulteriore progresso sarebbe la piena attuazione della direttiva sui servizi al fine di migliorare il funzionamento del mercato unico.

I INTRODUZIONE

La distribuzione commerciale, costituita principalmente dal commercio all'ingrosso e al dettaglio, è un settore fondamentale dell'economia. Svolgendo un ruolo di intermediazione tra produttori e consumatori (circa la metà dei consumi privati è rappresentata dal commercio al dettaglio), il comparto non solo riveste un'importanza economica di per sé, ma è rilevante anche in un'ottica di politica monetaria. È qui che, in ultima istanza, viene fissata la maggior parte dei prezzi dei beni di consumo. Il "valore aggiunto" del servizio di intermediazione fornito dalla distribuzione commerciale è considerevole, rappresentando in media il 25 per cento dei prezzi dei beni di consumo.

I margini nella distribuzione commerciale possono essere notevoli e, nonostante quasi 20 anni

di mercato unico, presentano ancora differenze significative tra paesi, mentre il commercio transfrontaliero rimane limitato. Il presente resoconto si propone di far luce su questi aspetti esaminando specificatamente a) le principali caratteristiche e problematiche del settore della distribuzione commerciale in una prospettiva di politica monetaria e b) l'impatto di queste caratteristiche sui livelli e sulla dinamica dei prezzi. L'articolo attinge ampiamente al rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali, dedicato alle caratteristiche strutturali della distribuzione commerciale e al relativo impatto sui prezzi nell'area dell'euro¹⁾. La sezione 2 presenta un'analisi descrittiva del settore della

1) Banca centrale europea (2011), *Structural features of distributive trades and their impact on prices in the euro area*, Structural Issues Report.

distribuzione commerciale nell'area dell'euro seguendo tre tematiche fondamentali, ossia le caratteristiche principali e le tendenze strutturali, la natura e l'impatto della regolamentazione, nonché la misurazione e la valutazione del grado di concorrenza; la sezione 3 considera l'effetto delle caratteristiche strutturali del settore sul livello e sulla dinamica dei prezzi; la sezione 4 trae le conclusioni.

2 CARATTERISTICHE STRUTTURALI DEL SETTORE DELLA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE NELL'AREA DELL'EURO

2.1 PANORAMICA SULLA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE

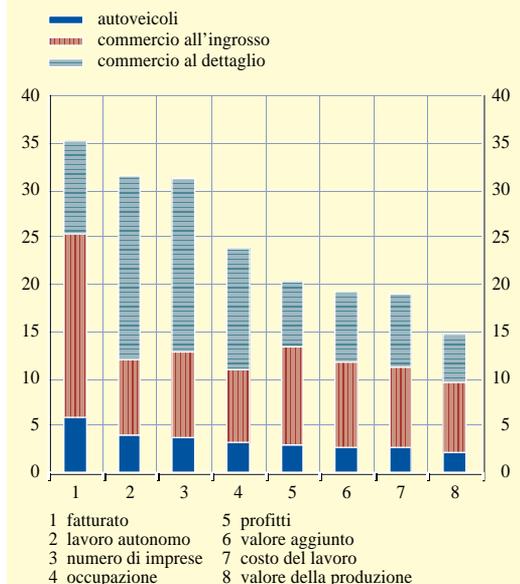
La distribuzione commerciale offre un servizio di intermediazione tra produttori e consumatori. Sebbene in genere non produca beni in conto proprio (con l'eccezione dei prodotti a marchio del distributore, dette anche *private label* o *own label* di recente diffusione), essa eroga di fatto un servizio economico fondamentale. Il comparto distributivo si articola in tre sotto-settori: il commercio di autoveicoli, il commercio all'ingrosso e il commercio al dettaglio²⁾. A seconda della misura presa in considerazione, la distribuzione commerciale costituisce circa un terzo delle imprese non finanziarie (per fatturato totale, numero di imprese e lavoratori autonomi) e circa il 15-25 per cento in base ad altri indicatori (valore aggiunto e occupazione complessiva) (cfr. figura 1). Sebbene in base ad alcune misure (in particolare il valore aggiunto) il settore del commercio all'ingrosso abbia maggiore peso rispetto al commercio al dettaglio, il presente articolo si concentra su quest'ultimo, più rilevante per la formazione dei prezzi al consumo.

PRINCIPALI CARATTERISTICHE

Dall'analisi strutturale e demografica del settore della distribuzione commerciale nell'area dell'euro emerge il permanere di un elevato grado di frammentazione (prevalgono tuttora le micro e piccole imprese), anche se si intravedono i primi segnali di un maggiore consolidamento

Figura 1 Incidenza della distribuzione commerciale nel settore delle imprese non finanziarie

(2006; percentuali)



Fonti: banca dati SBS dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

(il numero di imprese più grandi è aumentato). Il comparto è caratterizzato da un'elevata intensità di manodopera, per lo più scarsamente qualificata. I margini di profitto sono in media inferiori rispetto al totale delle imprese non agricole non finanziarie, anche se ciò potrebbe riflettere un livello elevato di fatturato (per unità di capitale impiegato) più che forti pressioni concorrenziali. I margini di profitto sono analizzati in maggiore dettaglio nella sezione 2.3.

Con riferimento al mercato del lavoro, il settore si contraddistingue per un'incidenza superiore alla media dei lavoratori autonomi, del lavoro femminile e per una forte diffusione dei contratti a tempo parziale. Si riscontra inoltre una quota elevata di lavoratori giovani: vi è infatti impiegato oltre il 40 per cento degli occupati di età inferiore a 25 anni dell'area dell'euro.

2) I settori del commercio di autoveicoli non sono esaminati nel presente articolo, in quanto considerati comparti distinti con caratteristiche molto diverse, in parte dovute allo stretto legame tra le società che ne fanno parte e l'industria automobilistica.

La produttività relativamente bassa del settore distributivo contribuisce al crescente divario di produttività aggregata tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti. La crescita della produttività è

particolarmente modesta nel commercio al dettaglio dell'area dell'euro (cfr. il riquadro 1 *La produttività del lavoro nella distribuzione commerciale: confronto con gli Stati Uniti*).

Riquadro 1

LA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO NELLA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE: CONFRONTO CON GLI STATI UNITI

La marcata divergenza nella crescita della produttività tra area dell'euro e Stati Uniti a partire dalla metà degli anni '90 è fonte di viva preoccupazione per i *policy-makers*. Più di recente, si è suggerito che l'ampliamento del differenziale tra le due economie può essere ricondotto in gran parte alla scarsa crescita della produttività nei settori dei servizi dell'area dell'euro¹⁾. Il presente riquadro utilizza la banca dati EU KLEMS per esaminare gli andamenti comparati della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, incentrandosi sulla dinamica della distribuzione commerciale.

Oltre un terzo del crescente divario di produttività tra Stati Uniti e area dell'euro nel periodo 1995-2007 è ascrivibile alla distribuzione commerciale. Benché i tassi di crescita della produttività in questo settore di attività²⁾ siano diminuiti in entrambe le economie tra il 1995 e il 2007, il differenziale è rimasto considerevole, collocandosi a 2,2 punti percentuali nel settore del commercio al dettaglio, valore pari a circa tre volte la media dell'intera economia (cfr. tavola). Ciò è in parte imputabile alla crescita molto più sostenuta del valore aggiunto del commercio al dettaglio negli Stati Uniti nel periodo in esame. La produttività del commercio al dettaglio nell'area dell'euro è scesa dal 95 per cento circa del livello statunitense nel 1995 al 71 per cento nel 2007.

Secondo un'argomentazione avanzata per spiegare il notevole vantaggio statunitense in termini di produttività a livello sia aggregato sia della distribuzione commerciale, il divario sarebbe riconducibile in gran parte a un migliore sfruttamento delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione

Crescita della produttività

(variazione percentuale media annua; punti percentuali)

a) Valore aggiunto lordo per ora lavorata: totale economia

| | AE | Stati Uniti | differenziale |
|-----------|-----|-------------|---------------|
| 1995-2001 | 1,4 | 2,0 | 0,6 |
| 2001-2007 | 1,2 | 1,9 | 0,8 |

b) Valore aggiunto lordo per ora lavorata: distribuzione commerciale

| | AE | Stati Uniti | differenziale |
|-----------|-----|-------------|---------------|
| 1995-2001 | 2,0 | 6,1 | 4,1 |
| 2001-2007 | 1,0 | 2,6 | 1,6 |

c) Valore aggiunto lordo per ora lavorata: commercio al dettaglio

| | AE | Stati Uniti | differenziale |
|-----------|-----|-------------|---------------|
| 1995-2001 | 1,5 | 4,1 | 2,7 |
| 2001-2007 | 0,3 | 2,5 | 2,2 |

Fonti: EU KLEMS (2009) ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Nota: "AE" indica l'aggregato dell'area dell'euro.

1) Cfr., ad esempio, Banca centrale europea (2006), *Competition, productivity, and prices in the euro area service sector*, Occasional Paper n. 44, nonché Van Ark, B., R. H. McGuckin e M. Spiegelman, *The Retail Revolution: Can Europe Match U.S. Productivity Performance?*, Conference Board, marzo 2005.

2) Dopo quasi vent'anni di espansione comparabile, la crescita della produttività aggregata dell'area dell'euro ha evidenziato un progressivo calo a partire dalla metà degli anni '90, collocandosi in media soltanto all'1,3 per cento all'anno tra il 1995 e il 2007 a fronte di circa il 2,0 per cento all'anno negli Stati Uniti (cfr. tavola). Di conseguenza, nel 2007 la produttività dell'area dell'euro era scesa da approssimativamente il 90 per cento del livello statunitense all'83 per cento circa.

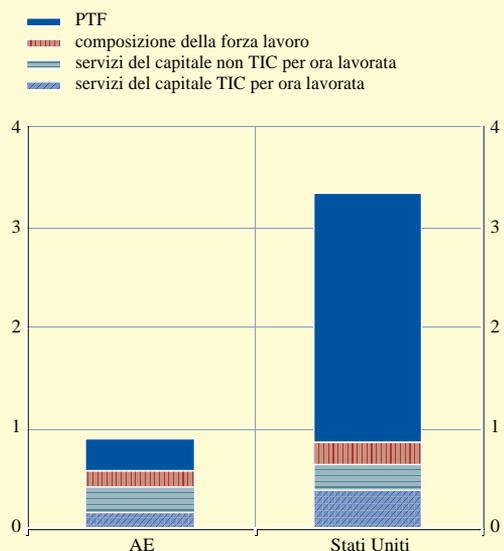
(TIC) negli Stati Uniti rispetto al livello raggiunto nelle economie europee. La figura mostra i contributi alla crescita della produttività nel commercio al dettaglio forniti dai rispettivi fattori produttivi del lavoro, del capitale TIC e del capitale non TIC. La parte di crescita della produttività che non è attribuibile a questi fattori, ma che discende da differenze strutturali immateriali, evoluzione tecnologica o modifiche organizzative più ampie, rientra nella componente residua, comunemente detta “produttività totale dei fattori” (PTF). La figura mostra che la spesa per servizi da capitale TIC è stata superiore in qualche misura negli Stati Uniti rispetto all’area dell’euro negli anni 1995-2007. Inoltre, l’impatto complessivo del capitale TIC potrebbe in parte essere racchiuso nei fattori restanti, dal momento che gli investimenti in TIC spesso agiscono da catalizzatore per una ristrutturazione generalizzata (compresi i cambiamenti organizzativi e/o gli investimenti in capitale umano).

Tuttavia, anche accettando una complementarità generalizzata tra i contributi degli investimenti in TIC e gli altri fattori, è improbabile che le TIC e le relative ripercussioni possano spiegare in maniera adeguata la crescita significativamente più sostenuta della PTF nel commercio al dettaglio statunitense. Pertanto, negli anni recenti si è affermata una visione alternativa, secondo la quale fattori immateriali e strutturali potrebbero essere più rilevanti nel render conto del vantaggio statunitense dal 1995. È opinione comune, ad esempio, che l’assetto normativo dell’area dell’euro sia più restrittivo (e quindi meno concorrenziale) nel commercio al dettaglio rispetto agli Stati Uniti: la regolamentazione urbanistica circoscrive le dimensioni e la densità degli esercizi aventi maggiore superficie, limita il numero di alcuni tipi di negozi in una determinata località o impedisce le espansioni oltre confine. Altri sostengono che il lavoro tende a essere meno flessibile (e più costoso) che negli Stati Uniti.

Le fonti del divario di produttività tra i settori del commercio al dettaglio degli Stati Uniti e dell’area dell’euro sono molteplici e diverse tra loro. Senza dubbio ha inciso un precoce adattamento al progresso tecnologico, ma una parte assai più rilevante del divario sarebbe riconducibile a fattori strutturali e organizzativi. Lo studio del settore statunitense del commercio al dettaglio suggerisce che la vigorosa crescita della produttività osservata negli anni ’90 sia stata sospinta dai nuovi ingressi nel settore che avrebbero spiazzato le aziende meno efficienti ancora presenti e quelle in uscita dal mercato. Facendo fronte alle regolamentazioni restrittive nella distribuzione commerciale dell’area dell’euro, in modo da promuovere la concorrenza e consentire ai dettaglianti dell’area di operare ai livelli di produttività della “migliore prassi” europea, si agevolerebbe il perseguimento di una maggiore crescita economica nel lungo periodo.

Contributi alla crescita della produttività nel commercio al dettaglio dell’area dell’euro e degli Stati Uniti tra il 1995 e il 2007

(variazione percentuale media annua; punti percentuali)



Fonti: EU KLEMS (2009) ed elaborazioni degli esperti dell’Eurosistema.
 Note: “AE” indica l’aggregato dell’area dell’euro. Per “PTF” si intende la produttività totale dei fattori e per “TIC” le tecnologie dell’informazione e della comunicazione.

Il commercio al dettaglio si suddivide pressoché equamente in comparto alimentare (commercio a prevalenza di prodotti alimentari e alcuni articoli per la casa) e non alimentare (vendita di abbigliamento e calzature, arredamento per la casa, apparecchi elettronici, ecc.). Il presente articolo analizza il settore alimentare in maggiore dettaglio, in considerazione sia della disponibilità dei dati sia dell'importanza relativa dal punto di vista del consumatore.

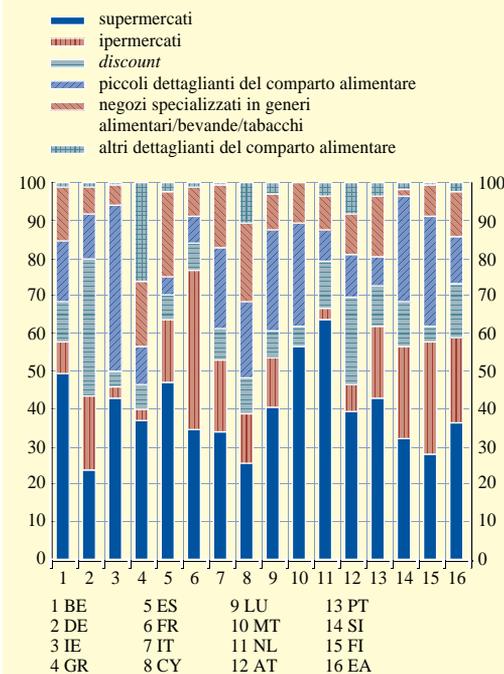
IL COMPARTO ALIMENTARE PER TIPOLOGIA DI PUNTO VENDITA

La struttura del comparto alimentare presenta notevoli differenze tra i vari paesi, per effetto di una combinazione di eredità storiche, preferenze sociali, fattori economici e geografici, nonché di condizioni normative. La figura 2 riporta la distribuzione delle vendite per tipologia di punto vendita nei vari paesi. La definizione delle tipologie di esercizio commerciale è, in qualche misura, arbitraria. In genere, come criteri di classificazione si utilizzano le dimensioni (in termini di metri quadri) e la gamma di prodotti (in termini di numero e varietà). Gli ipermercati hanno una superficie di vendita superiore a 2.500 mq., i supermercati tra 1.000 e 2.500 mq. e i *discount* tra 400 e 1.000 mq., con una gamma di merci relativamente ridotta³⁾.

Nel 2009 i supermercati rappresentano, in media, poco più di un terzo delle vendite alimentari dell'area dell'euro. L'incidenza più bassa si registra in Germania (dove prevalgono i *discount*, cfr. infra), con il 25 per cento circa, e a Cipro (dove una quota relativamente importante è costituita da dettaglianti di più piccole dimensioni e più tradizionali). La quota di supermercati è abbastanza rilevante nei Paesi Bassi e a Malta, dove gli ipermercati detengono una quota di mercato piuttosto modesta⁴⁾. In media nell'area dell'euro gli ipermercati rappresentano approssimativamente un quarto delle vendite alimentari. La Francia riporta la maggiore quota di ipermercati (con oltre il 40 per cento), seguita da Finlandia e Slovenia. I *discount*, di seguito trattati in maggiore dettaglio, costituiscono poco meno del 14 per cento delle vendite alimentari, con massimi in

Figura 2 Distribuzione delle vendite di prodotti alimentari per tipologia di punto vendita

(2009; percentuali)



Fonti: Euromonitor ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Germania e Austria. Tipologie di esercizio più tradizionali, come piccoli negozi di alimentari e dettaglianti specializzati, rappresentano una percentuale relativamente importante delle vendite al dettaglio in Irlanda, Grecia e Cipro.

Quanto alla loro evoluzione negli anni recenti, le quote di supermercati e ipermercati sono ri-

- 3) Il termine *discount* è in genere impiegato per designare un dettagliante che offre un numero relativamente limitato di prodotti, che spesso sono di marca propria o privi di marca, con una superficie di vendita relativamente modesta, incentrato sul massimo contenimento dei costi e sulla concorrenza di prezzo. In linea di massima, i *discount* offrono una gamma più limitata di beni (ad esempio, inferiore solitamente a 1.000 unità di articoli in stock (*stock-keeping unit*, SKU) contro gli oltre 20.000 in un tipico grande supermercato). I cosiddetti *hard discount* sono caratterizzati da una prevalenza di articoli a basso prezzo, di marca commerciale, non freschi, mentre i *soft discount* offrono più marche e alimentari freschi.
- 4) Mentre le piccole dimensioni del mercato possono spiegare questo fenomeno nel caso di Malta, è chiaro che non vale altrettanto nel caso dei Paesi Bassi, dove le restrizioni urbanistiche determinano l'assenza di ipermercati (come osserva l'OCSE nelle indagini economiche relative a tale paese).

ARTICOLI

Caratteristiche strutturali del settore della distribuzione commerciale e relativo impatto sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro

maste sostanzialmente invariate. Nel complesso, l'incidenza dei *discount* è aumentata, mentre è diminuita quella dei piccoli negozi di alimentari e dei dettaglianti specializzati (in prodotti alimentari, bevande e tabacchi). Un fenomeno relativamente recente, che la figura non coglie è l'incremento delle cosiddette *superette*. Si tratta di minimercati di prossimità (*convenience store*) di piccola dimensione, ma organizzati secondo criteri moderni, a libero servizio. Molti gruppi commerciali hanno iniziato a espandersi in questo segmento ai fini di ampliare la propria copertura del mercato.

LA DIFFUSIONE DEI *DISCOUNT* E DEI PRODOTTI A MARCHIO DEL DISTRIBUTORE

Nel comparto alimentare al dettaglio si è assistito, negli ultimi anni, a una sempre maggiore diffusione della formula del *discount*. La figura 3 mostra che la quota di vendite al dettaglio di prodotti alimentari degli *hard discount* è aumentata dal 10 al 15 per cento tra il 1999 e il 2009. Tuttavia, l'incidenza varia in misura considere-

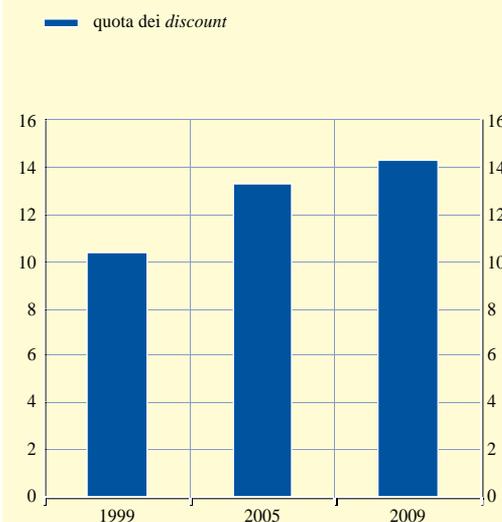
vole da un paese all'altro: in Germania e Austria, la quota di mercato detenuta dai *discount* è superiore al 20 per cento, mentre in Irlanda e Finlandia è inferiore al 5 per cento.

Dal momento che i *discount* tendono ad applicare prezzi più bassi (benché la mancanza di marche comparabili renda il confronto tra i prezzi impreciso), l'aumento della loro quota di mercato e l'eterogeneità tra paesi potrebbe ripercuotersi sul livello e sulla crescita dei prezzi (sia in termini di misurazione – cfr. il riquadro 2 *Implicazioni dell'evoluzione strutturale del commercio al dettaglio per la misurazione dell'inflazione* – sia con riguardo alle differenze tra paesi).

Altro fenomeno relativamente recente nel comparto del commercio al dettaglio di prodotti alimentari è la comparsa della cosiddetta marca commerciale (*private label* o *own label*). Si tratta di prodotti il cui marchio è di proprietà del distributore, che generalmente ne commisiona la produzione ad aziende terze. La figura 4 mostra che la quota dei beni *private label* è

Figura 3 Evoluzione della quota di mercato dei *discount* nell'area dell'euro

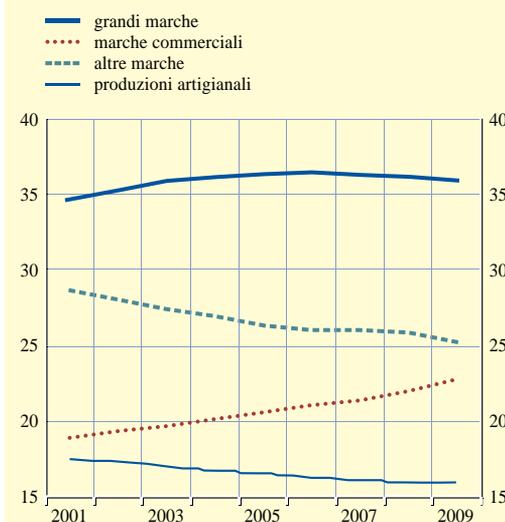
(quota dei *discount*; percentuali)



Fonti: Euromonitor ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Figura 4 Evoluzione delle marche

(quote di mercato; percentuali)



Fonti: Euromonitor ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema. Nota: le "grandi marche" designano quelle per cui Euromonitor rileva quote di mercato distinte, mentre le "altre marche" quelle per cui Euromonitor non effettua rilevazioni separate (perché detengono una quota di mercato troppo modesta oppure regionale).

creciuta costantemente nell'area dell'euro dal 2001. D'altro canto, i prodotti di marca hanno sostanzialmente mantenuto o addirittura incrementato lievemente la loro quota di mercato, per cui il successo dei *private label* ha eroso quote di mercato ai marchi meno noti, di piccoli produttori e ai prodotti artigianali. A parità di condizioni, è probabile che una maggiore penetrazione degli articoli a marchio del distributore abbia un impatto al ribasso sul livello dei prezzi.

L'EVOLUZIONE DEL COMMERCIO ONLINE

Il commercio al dettaglio *online* ha già trasformato molti mercati (come quello dell'elettronica, dei libri elettronici, della musica e dei servizi di viaggio) e offre un potenziale enorme per accrescere la trasparenza dei prezzi e la concorrenza, aumentando così le economie di scala e la scelta. L'evoluzione del commercio al dettaglio *online* potrebbe favorire prezzi più bassi e meno disallineati per prodotti uguali o simili. Il commercio elettronico dell'UE ha raggiunto dimensioni considerevoli. Nel 2006 sarebbe ammontato, secondo le stime, a 106 miliardi di euro, valore pressoché confrontabile al mercato del commercio elettronico negli Stati Uniti⁵⁾.

Tuttavia, è aumentato il divario tra il commercio elettronico interno e quello transfrontaliero. Tra il 2006 e il 2008, la quota dei consumatori dell'UE che hanno acquistato almeno un articolo su Internet è salita dal 27 al 33 per cento, mentre il commercio elettronico transfrontaliero rimane meno rilevante (con un aumento dal 6 al 7 per cento) e solo una frazione molto modesta di commercio elettronico all'interno dell'UE è condotta oltre le frontiere nazionali (tra il 2 e il 4 per cento)⁶⁾. Nonostante le forti potenzialità offerte da Internet, nella pratica i consumatori tendono a essere limitati negli acquisti *online* ai siti del proprio paese di origine. Di frequente, sono reindirizzati verso siti nazionali o addirittura viene loro rifiutata la vendita⁷⁾. Gli ostacoli normativi contribuiscono alla significativa frammentazione del mercato a livello dell'UE, incidendo in particolare sulla legislazione in materia di protezione dei consumatori, sulla regolamentazione riguardante i rifiuti elettronici e sui sistemi postali.

IL RUOLO DELLE CENTRALI D'ACQUISTO

Una caratteristica degna di nota del comparto alimentare è il ruolo delle centrali d'acquisto⁸⁾. Tali consorzi di gruppi commerciali, combinando il potere contrattuale dei singoli membri, hanno lo scopo di ottenere condizioni contrattuali più favorevoli ai distributori nei confronti dei fornitori⁹⁾. La loro presenza fa anche sì che le misure di concorrenza basate su dati a livello di gruppi commerciali possano sovrastimare l'effettivo grado di concorrenza, non tenendo conto di un importante stadio della filiera (per un'analisi più dettagliata, cfr. la sezione 2.3)¹⁰⁾.

LA STRUTTURA DEI COSTI NELLA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE

La struttura dei costi riveste particolare importanza per una serie di ragioni, prima fra tutte il fatto che essi rappresentano la principale componente nella fissazione dei prezzi. Il costo dei beni venduti rappresenta infatti la maggiore voce di costo a carico delle imprese distributive, pari al 75 per cento del prezzo unitario di vendita nel comparto all'ingrosso e ai due terzi in quello al dettaglio (cfr. tavola 1). All'interno di quest'ultimo si riscontrano notevoli differenze

5) Fonte: Commissione europea (2009), *Report on cross-border e-commerce in the EU*, documento di lavoro della Commissione europea, SEC(2009) 283.

6) Fonte: Commissione europea (2009), op. cit.

7) In una verifica a livello di UE degli esercizi commerciali *online*, è stato possibile effettuare un ordine con un negozio *online* non ubicato nel medesimo paese del compratore solo nel 39 per cento dei casi. Il 61 per cento degli ordini totali non sono andati a buon fine perché i commercianti rifiutavano di servire il paese del consumatore o per altri motivi (problemi tecnici oppure perché una particolare opzione di pagamento non era disponibile). Anche le barriere linguistiche possono rappresentare un problema, quantunque la loro importanza non sia facilmente quantificabile.

8) Una centrale d'acquisto è un'organizzazione di dettaglianti che combina il potere contrattuale dei singoli membri per acquistare beni a condizioni migliori rispetto a una trattativa individuale.

9) Ad esempio, la maggiore centrale d'acquisto in Europa comprende più di dieci catene nazionali di supermercati, opera in 19 paesi, con un fatturato combinato di circa 120 miliardi di euro. A titolo di confronto, il più grande dettagliante europeo, che è il secondo dettagliante al mondo per dimensioni, riporta un fatturato mondiale totale di circa 90 miliardi di euro.

10) Va notato che le centrali d'acquisto sono solitamente strutturate in modo tale da evitare membri concorrenti. In genere, quindi, in una centrale d'acquisto internazionale non vi sono due membri provenienti dal medesimo paese e le sfere operative tendono a non sovrapporsi in misura eccessiva.

ARTICOLI

Caratteristiche strutturali del settore della distribuzione commerciale e relativo impatto sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro

Tavola I Struttura dei costi nel settore della distribuzione commerciale

(percentuali)

| | Distribuzione commerciale | Commercio all'ingrosso | Commercio al dettaglio | Commercio al dettaglio (comparto alimentare) | Commercio al dettaglio (comparto non alimentare) |
|--|---------------------------|------------------------|------------------------|--|--|
| Fatturato/vendite (al netto delle imposte) | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Costo dei beni venduti | 72,0 | 73,6 | 66,7 | 74,6 | 62,0 |
| Margine lordo | 28,0 | 26,4 | 33,3 | 25,4 | 38,0 |
| Altri costi | 14,4 | 14,7 | 14,8 | 11,1 | 17,0 |
| Valore aggiunto | 13,5 | 11,7 | 18,5 | 14,3 | 21,0 |
| Costo del lavoro – dati grezzi | 7,8 | 6,2 | 11,6 | 9,7 | 12,7 |
| – salari e stipendi | 6,1 | 4,8 | 9,0 | 7,6 | 9,9 |
| – contributi previdenziali | 1,7 | 1,4 | 2,5 | 2,1 | 2,8 |
| Profitti – dati grezzi | 5,8 | 5,4 | 6,9 | 4,6 | 8,2 |

Fonti: banca dati SBS dell'Eurostat ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

Nota: il costo del lavoro e i profitti non sono stati corretti per il reddito implicito da lavoro autonomo.

tra l'alimentare e il non alimentare. L'incidenza del costo del venduto sul prezzo unitario è infatti massima per i prodotti alimentari (tre quarti), seguiti dall'elettronica e dalle apparecchiature varie. La quota di costo dei beni venduti è particolarmente bassa per abbigliamento e calzature (55 per cento circa).

La quota di valore aggiunto rappresenta il 18,5 per cento del fatturato del commercio al dettaglio. A un maggior livello di dettaglio settoriale, il valore più elevato si registra nel settore dell'abbigliamento e delle calzature (23,6 per cento). Si evidenzia una certa variabilità dei margini di profitto tra i sottosectori della distribuzione commerciale, che oscillano tra il 5,4 per cento nel commercio all'ingrosso e l'8,2 per cento nel comparto non alimentare al dettaglio. Va tuttavia notato che un'analisi della redditività del comparto alimentare, basata unicamente sul margine di profitto, potrebbe dimostrarsi in qualche misura fuorviante, in quanto occorre tenere conto del fatturato generalmente elevato del settore (per unità di capitale impiegato) per cui il tasso di rendimento sul capitale potrebbe fornire una misura della redditività più adeguata¹¹.

2.2 LA REGOLAMENTAZIONE E LA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE

Nel settore distributivo molti ambiti di attività sono sottoposti a regolamentazioni specifiche,

soprattutto nel comparto al dettaglio, con notevoli differenze tra paesi e, in alcuni casi, anche tra regioni e comuni dello stesso paese. La regolamentazione riguarda questioni disparate come le autorizzazioni all'edificazione delle strutture, le relazioni contrattuali con i fornitori, l'uso dei fattori produttivi, gli orari di apertura, i controlli sui prezzi, le promozioni, le condizioni di vendita, i servizi post-vendita nonché il trattamento e il riciclaggio dei rifiuti.

Il piano regolatore svolge un ruolo importante nel creare barriere all'entrata o all'espansione e quindi nel limitare la concorrenza, impedendo l'ingresso di nuovi operatori, soprattutto se di grandi dimensioni, in grado di sfidare i dettaglianti esistenti. Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro sussistono norme urbanistiche generali, concessioni edilizie e un'autorizzazione specifica preliminare alla creazione di rivendite al dettaglio¹². A tale riguardo, la Commissione europea (2010) ha segnalato che l'attuale frammentazione dei quadri di riferimento per la pianificazione commerciale a livello nazionale, regionale e locale, unitamente a norme diverse sulla proprietà degli immobili e dei terreni, sono fattori che probabilmente dis-

11) Anche la correzione per il reddito implicito da lavoro autonomo incide sugli apparenti margini di profitto nei sottosectori, riducendo le differenze riscontrate.

12) Non è richiesta un'autorizzazione preliminare specifica per creare una rivendita al dettaglio in Paesi Bassi, Slovenia e Slovacchia.

suadono gli imprenditori e/o le imprese dall'accedere a taluni mercati ¹³⁾.

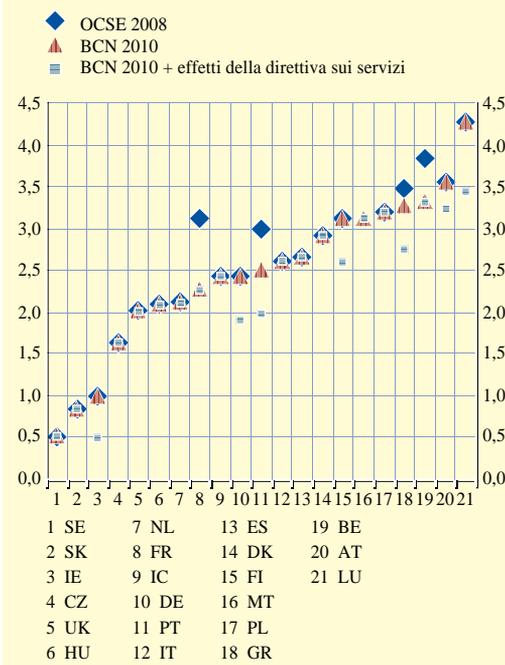
La regolamentazione potrebbe anche avere conseguenze inattese. Ad esempio, secondo alcune fonti (cfr. ad esempio McKinsey & Company (2005)), la vigorosa crescita della quota di mercato detenuta dai *discount* sarebbe dovuta al fatto che lo specifico modello di business (cioè un negozio di modeste dimensioni con una gamma limitata di articoli) ha consentito loro di espandersi laddove i valori soglia per gli esercizi commerciali impedivano l'apertura di grandi supermercati e ipermercati ¹⁴⁾.

Gli indicatori della regolamentazione del mercato dei beni e servizi (*Product Market Regulation*, PMR) elaborati dall'OCSE, che misurano gli oneri normativi per il settore del commercio al dettaglio, danno un'idea del grado di regolamentazione in ciascun paese. Questi indicatori, relativi ad aspetti quali l'orario di apertura, le licenze, la regolamentazione dei grandi punti vendita, nonché i controlli sui prezzi presentano il vantaggio di essere comparabili a livello internazionale. I dati più recenti si riferiscono al 2008, ma sono stati aggiornati fino al 2010 (cfr. figura 5) utilizzando informazioni fornite dalle BCN dell'Eurosistema. I risultati di questi indicatori vanno interpretati con cautela, soprattutto se si effettuano confronti a un livello molto dettagliato. Inoltre, per alcuni criteri, l'indicatore tiene unicamente conto della normativa a livello nazionale, sebbene possa essere diversa nei piani regionali.

Ciononostante, sembra esserci un'elevata dispersione tra i vari paesi, circostanza che riflette la molteplicità delle normative esistenti. La tendenza a una regolamentazione più contenuta, osservata in passato, trova ancora una volta conferma nel 2010: in tutti i paesi in cui si sono registrati mutamenti nella legislazione dal 2008, si osserva un dato inferiore nel 2010 (Francia, Portogallo, Belgio e Grecia). Ciò è in parte attribuibile all'attuazione della direttiva sui servizi ¹⁵⁾. Tuttavia, come mostrato nella figura 5, l'impatto atteso della direttiva non è ancora rispecchiato negli indicatori di molti paesi.

Figura 5 Indicatori della regolamentazione del settore del commercio al dettaglio (PMR dell'OCSE aggiornato al 2010)

(intervallo da 0 a 6, in ordine crescente di regolamentazione)



Fonti: OCSE ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema. Note: i dati del 2008 provengono dall'OCSE. Con l'espressione "BCN 2010" si fa riferimento ai dati forniti dalle BCN, mentre con l'espressione "BCN 2010 + effetti della direttiva sui servizi" all'indicatore precedente sommato all'impatto della direttiva sui servizi, se non ancora rispecchiato nell'indicatore stesso.

2.3 MISURAZIONE E VALUTAZIONE DEL GRADO DI CONCORRENZA NELLA DISTRIBUZIONE COMMERCIALE

La presente sezione passa in rassegna indicatori alternativi del grado di concorrenza nel settore della distribuzione commerciale. La misurazione del grado di concorrenza in un mercato è un esercizio estremamente complesso. Essa risulta ancor più problematica per il settore distribu-

13) Commissione europea (2010), *On Retail Services in the Internal Market*, documento di lavoro della Commissione europea, Bruxelles.

14) McKinsey & Company (2005) "Rispondere ai discount - Un nuovo modello per la distribuzione alimentare?", Studio condotto per il Coca-Cola Retailing Research Council Europe, Progetto XI Agosto 2005.

15) La direttiva sui servizi è una direttiva UE intesa a creare un mercato unico per i servizi rimuovendo le barriere legali e amministrative all'interscambio di servizi.

ARTICOLI

Caratteristiche strutturali del settore della distribuzione commerciale e relativo impatto sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro

tivo, a causa della considerevole eterogeneità tra sottosectori e paesi, nonché del ruolo di intermediazione tra fornitori e clienti e della complessa interazione con queste categorie di soggetti.

Quanto al problema di stabilire quale sia la più adeguata misura di concorrenza, si considerano due indicatori generali, basati 1) sulla concentrazione e 2) sulla redditività. Gli indici di concentrazione sono interpretabili come indicatori *ex ante* della concorrenza potenziale. Le misure della redditività hanno invece una valenza *ex post* poiché sono l'esito delle decisioni assunte da imprese concorrenti. In linea di principio, in un mercato altamente concorrenziale, la redditività dovrebbe essere estremamente ridotta. Si tratta comunque di una grandezza difficile da misurare: gli indicatori più diffusamente impiegati presentano dei limiti e vanno quindi interpretati con cautela.

Il grado di concentrazione mostra una forte variabilità tra i sottosectori al dettaglio. In media nell'area dell'euro i comparti a più elevata concentrazione sono quello dell'elettronica e delle apparecchiature varie insieme a quello alimentare. Nel periodo 2004-2009 si è assistito a una lieve tendenza al rialzo nella concentrazione in tutti i sottosectori.

Nel comparto alimentare, la concentrazione a livello nazionale è relativamente bassa nei paesi dell'Europa meridionale, per effetto del persistere di una struttura del commercio al dettaglio più tradizionale. Utilizzando però un'unica serie di dati sull'ubicazione di oltre 100.000 singoli negozi di alimentari in tutta l'area dell'euro, si costruiscono anche misure locali e regionali del grado di concorrenza. Mentre vi sono alcu-

ne analogie con i risultati ottenuti utilizzando i dati nazionali, si notano anche notevoli differenze: alcuni mercati, che appaiono relativamente frammentati a livello nazionale si rivelano piuttosto concentrati a livello locale e viceversa. In sintesi, la misurazione del grado di concorrenza nel commercio al dettaglio non è semplice e andrebbe considerata con attenzione sotto varie angolazioni.

Quanto ai margini di profitto quali indicatori della concorrenza (che pure non sono privi di limitazioni), le misure basate sulla redditività possono dar conto dell'effettivo livello di concorrenza meglio delle misure di concentrazione in quanto queste ultime possano riflettersi sul potere di mercato in modo duplice, a seconda che dominino l'effetto negativo di riduzione della concorrenza o quello positivo dei guadagni di efficienza. I margini di profitto grezzi (non corretti per il reddito da lavoro autonomo) sono massimi nel settore al dettaglio non alimentare (8,2 per cento), e minimi nell'alimentare (4,6 per cento). Sebbene non emerga una distinzione così netta come nel caso delle misure di concentrazione, alcuni paesi dell'Europa meridionale (in particolare Grecia, Spagna e Italia) tendono ad avere margini relativamente più elevati. Tuttavia ciò è in parte riconducibile all'elevata percentuale di lavoratori autonomi in questi paesi. Quando si corregge per il reddito implicito da lavoro autonomo i margini di profitto diventano relativamente inferiori e i paesi risultano più omogenei. Il controllo incrociato tra misure di concentrazione e di redditività suggerisce che vi è in genere una correlazione positiva tra concentrazione e redditività nei vari paesi (cioè una concentrazione più elevata è associata a una maggiore redditività), sia per il comparto alimentare sia per il non alimentare.

Riquadro 2

IMPLICAZIONI DELL'EVOLUZIONE STRUTTURALE DEL COMMERCIO AL DETTAGLIO PER LA MISURAZIONE DELL'INFLAZIONE

Alcune tendenze strutturali delineate in precedenza (come l'aumento della quota dei *discount*, la crescita del commercio *online* e la comparsa di prodotti di marca commerciale)

hanno possibili implicazioni per la misurazione dell'inflazione. Il presente riquadro spiega come l'evoluzione strutturale nel commercio al dettaglio è trattata nello IAPC e analizza le potenziali implicazioni per la misurazione dell'inflazione, sulla base delle evidenze empiriche di studi precedenti.

I cambiamenti strutturali della varietà e delle quote di mercato delle rivendite al dettaglio nel tempo possono porre due problematiche distinte per la misurazione dell'inflazione. Innanzitutto, tali variazioni possono far sì che, dopo un certo tempo, il campione di esercizi commerciali utilizzato per compilare l'indice dei prezzi al consumo non sia più rappresentativo. Si possono verificare errori di misurazione se le variazioni dei prezzi sono diverse da un tipo all'altro di rivendita oppure se si verificano modifiche significative nelle quote di mercato delle diverse tipologie di negozi. Tali errori non vanno necessariamente in una determinata direzione. Una seconda questione distinta è il metodo con cui le nuove rivendite con un livello medio dei prezzi diverso rispetto a quelle precedenti sono introdotte nel campione. Quanto tali differenze di livello dei prezzi debbano essere rispecchiate nello IAPC dipende, in linea di principio, dalla misura in cui i prezzi inferiori sono dovuti al fatto che il venditore ha un livello inferiore di servizi al dettaglio (un'ubicazione meno comoda, una presentazione più essenziale delle merci, una minor scelta di marche, ecc.). In pratica, gli istituti di statistica utilizzano in genere una tecnica di collegamento, che attribuisce l'intera differenza di prezzo alle differenze nella qualità dei servizi al dettaglio. I nuovi prezzi più bassi, pertanto, non hanno alcun impatto sul livello dell'indice. La probabilità che questa sia un'eccessiva correzione suggerisce una distorsione al rialzo (che incide non solo sullo IAPC dell'area dell'euro, ma su quasi tutti gli IPC del mondo intero).

Trattamento nello IAPC e implicazioni per la misurazione dell'inflazione

Nel costruire il proprio IAPC, gli istituti nazionali di statistica selezionano un campione di prodotti ed esercizi commerciali che si propone di essere rappresentativo di tutte le operazioni (e quindi per tutte le rivendite) nell'ambito dell'indice. Non esiste alcuna normativa specifica in merito alla frequenza dell'aggiornamento dei campioni, ma otto paesi dell'area dell'euro, che rappresentano circa il 49 per cento dello IAPC dell'area dell'euro, aggiornano attualmente i propri campioni di esercizi commerciali su base annua o di continuo, mentre la maggioranza degli altri paesi li aggiornano una volta ogni cinque anni. Solo quattro paesi dell'area dell'euro coprono diffusamente i dettaglianti che operano su Internet nei loro campioni di beni per lo IAPC. In alcuni casi, i dettaglianti attivi su Internet sono compresi, ma solo per un numero molto limitato di prodotti (come PC e libri).

Quando una rivendita cessa l'attività o non è più rappresentativa, viene sostituita da un'altra mediante una procedura di collegamento. L'adeguatezza di questo approccio dipende dal valore che i consumatori attribuiscono alla differenza di qualità dei servizi al dettaglio erogati dai due esercizi commerciali. L'ipotesi insita nel collegamento è che le differenze nei livelli dei prezzi al momento del collegamento sono pari alla valutazione dei consumatori di queste differenze di qualità dei servizi al dettaglio. In realtà, chiare tendenze nelle quote di mercato di alcune tipologie di rivendite e profili coerenti dei differenziali di prezzo tra dette tipologie suggerirebbero che, anche dopo aver tenuto conto delle differenze nei servizi al dettaglio offerto, molti consumatori stimano i prezzi più convenienti. La pratica del collegamento sarebbe fonte quindi di una distorsione al rialzo del tasso di inflazione armonizzata.

Riscontri sulle differenze di livello dei prezzi fra tipologie di rivendite ed evidenze empiriche dell'effetto distorsivo dovuto alle nuove rivendite sulla misurazione dell'inflazione

Vari studi sui mercati statunitense ed europei hanno dimostrato che le differenze di livello dei prezzi sono tipiche, soprattutto tra *discount* e tipologie tradizionali di esercizi commerciali. Sulla base dei dati statunitensi, Leibtag et al. (2010) mettono a confronto articoli identici (a livello di codice universale di prodotto), che mostrano un ribasso medio ponderato per la spesa pari al 7,5 per cento, con differenze comprese tra il 3 e il 28 per cento, nei negozi non tradizionali rispetto a quelli tradizionali ¹⁾. In Europa, Nielsen (2007) rileva che i prezzi nei due gruppi di *discount* di maggiore rilevanza erano inferiori del 30-40 per cento rispetto alla media in una gamma di categorie. Queste differenze, tuttavia, possono variare notevolmente tra tipologie di prodotto ²⁾.

Quanto all'impatto che i cambiamenti strutturali e le differenze di prezzo hanno sull'inflazione misurata, la maggior parte dell'evidenza empirica relativa all'entità della distorsione dovuta alle nuove rivendite si basa sui dati dell'IPC statunitense ³⁾. Le evidenze per i paesi dell'area dell'euro sono più scarse e in genere si riferiscono agli IPC nazionali della fine degli anni '90: per la Francia, Lequiller (1997) suggerisce un intervallo di 0,05-0,15 punti percentuali all'anno; per la Germania, Hoffmann (1998) è arrivato a una stima che "difficilmente supera 0,1 punti percentuali all'anno"; per il Portogallo, Covas e Silva (1999) hanno utilizzato microdati per concludere che, durante un periodo di rapido cambiamento nel comparto alimentare portoghese agli inizi degli anni '90, la distorsione dovuta alle nuove rivendite ha raggiunto 0,5 punti percentuali all'anno, ma era scesa a 0,25 punti percentuali all'anno entro la fine degli anni '90 ⁴⁾. A oggi non è stato condotto alcuno studio quantitativo sulla distorsione relativa allo IAPC dell'area dell'euro, in larga misura a causa dell'ingente quantità di dati necessari e del fatto che le pratiche a livello dettagliato della costruzione dell'indice sono eterogenee nell'area dell'euro.

Approcci alternativi per il trattamento dei cambiamenti nella struttura del commercio al dettaglio

In generale, il regolare aggiornamento del campione delle rivendite nello IAPC sembra essere adeguato, sebbene vi sia un rischio che i cambiamenti strutturali facciano sì che i campioni non siano più rappresentativi nei paesi in cui sono aggiornati solo ogni cinque anni o con minore frequenza. La copertura limitata del commercio al dettaglio su Internet in molti indici armonizzati nazionali ne è un sintomo. Quanto alla distorsione dovuta alle nuove rivendite, un approccio

- 1) Leibtag, E., C. Barker e P. Dutko (2010), *How Much Lower Are Prices at Discount Stores? An Examination of Retail Food Prices*, Economic Research Report, United States Department of Agriculture, n. 105, ottobre.
- 2) Nielsen (2007), "The Hard Discounter Report: An Overview of Aldi and Lidl in Europe", *Consumer Insight Report*, giugno.
- 3) Reinsdorf (1993) ha riscontrato una distorsione al rialzo di 0,25 punti percentuali all'anno nell'IPC statunitense per i prodotti alimentari e la benzina. Lebow et al. (1994) hanno estrapolato da questi risultati una stima per l'IPC statunitense complessivo di 0,1 punti percentuali all'anno. Più di recente, Hausman e Leibtag (2004) hanno elaborato un modello concernente l'impatto diretto della crescita dei *discount* nel mercato statunitense e gli effetti indiretti dei dettaglianti più tradizionali attraverso la concorrenza di prezzo, stimando una distorsione di 0,32-0,42 punti percentuali nella componente alimentare dell'IPC statunitense. Cfr. Reinsdorf, M. (1993), "The Effect of Outlet Price Differentials on the US Consumer Price Index" in Foss, M., M. Manser e A. Young (a cura di), *Price Measurements and Their Uses*, University of Chicago Press; Lebow, D. E., J. M. Roberts e D. J. Stockton (1994), *Monetary Policy and The Price Level*, documento non pubblicato del Board of Governors del Federal Reserve System, luglio; nonché Hausman, J. ed E. Leibtag (2004), *CPI Bias from Supercenters: Does the BLS Know that Wal-Mart Exists?*, Working Paper dell'NBER, n. 10712, agosto.
- 4) Lequiller, F. (1997), *Does the French Consumer Price Index Overstate Inflation?*, Institut National de la Statistique et des Études Économiques (INSEE), Série des documents de travail de la Direction des Etudes et Synthèses Économiques; Hoffmann, J. (1998), *Problems of Inflation Measurement in Germany*, Discussion Paper dell'Economic Research Group della Deutsche Bundesbank, vol. 1, n. 98; nonché Covas, F. e J. Santos Silva (1999), *Outlet substitution bias*, Bollettino economico, Banco de Portugal, settembre.

soddisfacente richiederebbe una valutazione esplicita dei vari aspetti dei servizi al dettaglio, analoga a quella degli aggiustamenti qualitativi per le caratteristiche dei prodotti. Gli approcci edonici che applicano una regressione dei dati sui prezzi a una serie di caratteristiche dei servizi al dettaglio possono costituire un filone di ricerca da approfondire. In alternativa, si può considerare la conduzione di indagini presso i consumatori per ottenere valutazioni dirette su differenti aspetti dei servizi al dettaglio. Benché possa sembrare che entrambi gli approcci implicino un notevole investimento di risorse, si potrebbe anche considerare che i cambiamenti strutturali nel settore del commercio al dettaglio sono relativamente gradualmente e che le innovazioni sono molto meno frequenti o variegiate rispetto alle caratteristiche dei prodotti. Pertanto, tali ricerche e, in particolare, valutazioni esplicite potrebbero essere stimate con scarsa frequenza, ma applicate nella regolare compilazione mensile dello IAPC.

Sebbene le evidenze dagli anni '90 suggeriscano che le nuove rivendite non abbiano comportato una distorsione molto significativa, gli andamenti recenti delle quote di mercato dei *discount* e dei dettaglianti *online* suggeriscono che le sfide poste da questa evoluzione strutturale per la misurazione dell'inflazione dovrebbero rimanere motivo di preoccupazione per i *policy makers* e un argomento che merita ulteriore studio.

3 IMPATTO DELLE CARATTERISTICHE STRUTTURALI SULLA DINAMICA DEI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

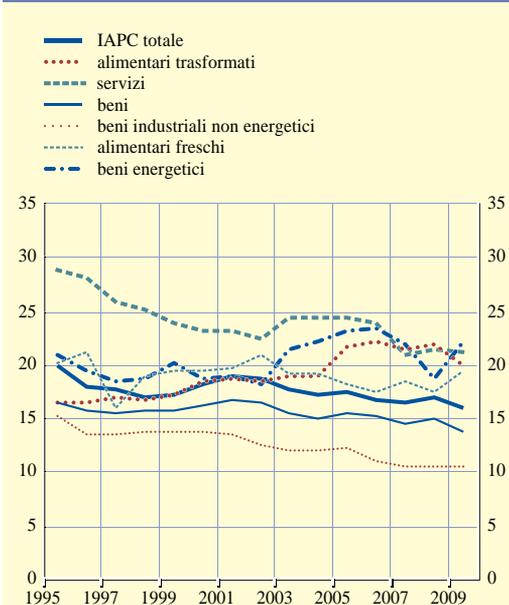
3.1 IMPATTO DELLE CARATTERISTICHE STRUTTURALI SULLE DIFFERENZE DI LIVELLO DEI PREZZI NELL'AREA DELL'EURO

La presente sezione offre una panoramica descrittiva del grado di dispersione del livello dei prezzi nell'area dell'euro, in termini di entità e distinguendo tra i vari prodotti e i singoli paesi ed esamina il grado di convergenza del livello dei prezzi. Infine, le informazioni sugli aspetti strutturali del settore al dettaglio sono associate ad altri indicatori per valutare in quale misura esse aiutino a spiegare le differenze nel livello dei prezzi.

Nonostante un considerevole grado di volatilità nelle serie dei prezzi, sia lungo la dimensione temporale sia tra paesi e prodotti, l'aggregazione dei dati mette in luce vari aspetti relativi al grado di dispersione dei prezzi. La figura 6 mostra la dispersione dei prezzi misurata dal coefficiente di variazione e rivela che essa è stata, in media nel periodo campione (1995-2009), inferiore per i beni rispetto ai servizi. Occorre notare che, nonostante i beni a differenza

dei servizi siano in genere scambiati a livello internazionale, i loro prezzi possono includere una considerevole componente locale (servizi di intermediazione al dettaglio). Per i prezzi al consumo in generale, e in particolare per i beni

Figura 6 Evoluzione del coefficiente di variazione tra specifiche categorie aggregate dello IAPC



Fonti: Eurostat (PPA) ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

industriali non energetici e per i servizi, il grado di dispersione si è ridotto, in media, negli ultimi 15 anni. Considerando un orizzonte temporale più lungo, il grado di dispersione complessivo dei prezzi è lievemente diminuito tra il 1995 e il 1998 e, in qualche misura, aumentato tra il 1998 e il 2001, per poi stabilizzarsi su un valore minimo nel 2009. Tuttavia, data la crescita del livello dei prezzi, il coefficiente di variazione potrebbe sovrastimare il grado di convergenza. A tale riguardo, la deviazione standard dei prezzi, che tiene conto dei livelli, è diminuita fino a metà anni 2000, ma aumentata successivamente.

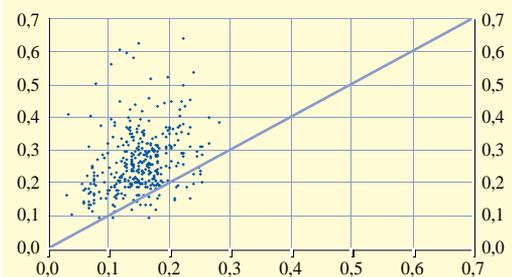
Considerando dati ancora più dettagliati, a livello di prodotto, ricavati dalla serie relativa alla parità di potere di acquisto (PPA), si può analizzare se i prezzi varino di più all'interno del singolo paese o tra paesi (effetto frontiera). L'effetto frontiera designa il fenomeno per cui la dispersione dei prezzi tende a essere maggiore tra città oltre confine rispetto a città entro gli stessi confini. Nonostante una vasta e copiosa letteratura sull'argomento (cfr., ad esempio, Bergin e Glick (2006); Parsley e Wei (2001))¹⁶, tale effetto non era stato studiato prima d'ora nei paesi dell'area dell'euro utilizzando i dati di PPA¹⁷. Questi dati rendono possibile stabilire se i prezzi varino di più da un paese all'altro o all'interno del singolo paese. I risultati ottenuti sono piuttosto robusti, anche tenendo conto di alcune limitazioni¹⁸. La figura 7 mostra la dispersione mediana delle singole rilevazioni dei prezzi all'interno dei paesi, nonché la dispersione dei prezzi medi tra paesi per 356 prodotti alimentari e bevande analcoliche. In media, il grado di dispersione dei prezzi medi tra paesi è considerevolmente superiore al grado di dispersione delle singole rilevazioni all'interno di ciascun paese (la mediana è pari a 0,25 e 0,15 rispettivamente). Inoltre, il differenziale di dispersione tra prodotti è superiore (l'intervallo interquartile tra paesi è 0,12, contro 0,06 all'interno dei paesi). Le evidenze riportate forniscono indicazioni inconfutabili della presenza di un effetto frontiera. Non dimeno, si potrebbe argomentare che tale effetto coglie anche l'impatto della distanza geografica anziché il mero impatto delle frontiere nazionali. Un'ulteriore analisi mostra tuttavia che si tratta

Figura 7 Grado di dispersione dei prezzi di generi alimentari, bevande e tabacchi

(coefficiente di variazione)

asse delle ascisse: entro i confini nazionali (città)
asse delle ordinate: oltre i confini nazionali (città)

♦ tutti i prodotti (356)



Fonti: Eurostat (PPA) ed elaborazioni degli esperti dell'Eurosistema.

di un effetto frontiera puro (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.1 del rapporto 2011 sugli aspetti strutturali).

Dopo aver documentato la considerevole e persistente dispersione dei prezzi e i notevoli effetti frontiera nell'area dell'euro, appare utile

- 16) Bergin, P. R. e R. Glick (2006), "Global Price Dispersion: Are Prices Converging or Diverging?", documento elaborato per la conferenza sulle integrazioni finanziarie e commerciali dal titolo *Financial and Commercial Integrations*, organizzata dal 29-30 settembre dal *Journal of International Money and Finance* e dal Santa Cruz Center for International Economics.
- Parsley, D. C. e S.-J. Wei (2001), "Explaining the Border Effect: The Role of Exchange Rate Variability, Shipping Costs, and Geography", *Journal of International Economics*, vol. 55, n. 1, pp. 87-105.
- 17) È possibile valutare l'esistenza di un effetto frontiera utilizzando dati provenienti dalle cosiddette "tavole Quaranta" compilate a livello di prodotto (oltre 2.500 articoli). Per ciascun singolo prodotto in ogni paese, le tavole Quaranta contengono informazioni sul prezzo medio rilevato, sul numero delle rilevazioni di prezzo registrate e sul coefficiente di variazione dei prezzi registrati.
- 18) Il principale motivo di cautela risiede nel fatto che non è possibile ricavare il coefficiente di variazione per tutte le rilevazioni in tutti i paesi; si possono osservare solo a) il coefficiente di variazione delle singole rilevazioni registrate all'interno di un paese e b) il coefficiente di variazione dei prezzi medi osservati nei vari paesi. Tuttavia, a priori, ci si attenderebbe che il coefficiente di variazione della media di un campione (cioè i prezzi medi osservati) sia inferiore al coefficiente di variazione dei dati grezzi (le singole rilevazioni dei prezzi). Pertanto, se il coefficiente di variazione tra paesi è superiore a quello all'interno degli stessi, ciò suggerisce chiaramente la presenza di un effetto frontiera.

considerare i fattori che stanno alla base di queste caratteristiche, nonché il ruolo svolto dalla struttura del settore distributivo. La tavola 2 descrive in sintesi i risultati di una regressione *panel*, che raggruppa i dati sui livelli dei prezzi sia per prodotti sia per paesi e che comprende effetti fissi (per prodotti e paesi). Occorre osservare che, oltre a considerare in maniera esplicita il ruolo di fattori strutturali, l'analisi tiene conto di altri fattori, che potrebbero incidere sui livelli dei prezzi nei vari paesi. A tale riguardo, nella letteratura esistente (di riferimento) le differenze nel livello dei prezzi tra paesi sono modellate come funzione 1) dei differenziali di reddito, 2) delle differenze di IVA, 3) dell'intensità di spesa e 4) della densità di popolazione e degli effetti di scala ¹⁹⁾.

I risultati della tavola 2 mostrano che gli effetti delle variabili di riferimento e strutturali sono alquanto allineati con le aspettative. I livelli di reddito relativo e le aliquote IVA hanno un impatto positivo e significativo sui livelli dei prezzi relativi. L'intensità di spesa esercita un effetto negativo e significativo, suggerendo che i livelli dei prezzi risentono di una maggiore attenzione o di effetti di scala. Anche la densità della popolazione ha un impatto negativo e significativo sui livelli dei prezzi.

Per cogliere l'effetto delle caratteristiche strutturali del settore, sono state impiegate tre variabili generali che riguardano a) la concentrazione del mercato, b) la redditività e c) la regolamentazione. Considerando in primo luogo le misure di concentrazione del mercato, un risultato generale è che l'indicatore desunto dall'indice di Herfindahl-Hirschman (*Herfindahl-Hirschman Index*, HHI) ha un impatto negativo sui livelli dei prezzi relativi (suggerendo che l'HHI coglie l'effetto di inefficienza che discende da una bassa concentrazione), mentre l'indicatore desunto dal coefficiente di concentrazione delle imprese *k* (CR_k) ha un effetto positivo sui livelli dei prezzi (a indicazione del fatto che tale indicatore coglie l'impatto concorrenziale avverso che discende dal potere di mercato delle *k* imprese più grandi). L'indicatore della redditività (margini di

Tavola 2 Sintesi dell'analisi econometrica relativa ai fattori che influiscono sui livelli dei prezzi tra i vari paesi

| Variabili di riferimento | |
|-----------------------------|-------|
| Livelli di reddito | + |
| IVA | + |
| Intensità di spesa | - |
| Densità di popolazione | - |
| Variabili strutturali | |
| Concentrazione (HHI) | - |
| Concentrazione (CR5) | + |
| Redditività | + |
| PMR (barriere all'entrata) | + |
| PMR (controlli sui prezzi) | - |
| PMR (restrizioni operative) | n. s. |
| EPL | - |

Nota: per "PMR" si intende l'indicatore dell'OCSE sulla regolamentazione del mercato dei beni e servizi; per "EPL" l'indicatore dell'OCSE relativo alla legislazione in materia di tutela dei lavoratori; per "+" un coefficiente positivo e statisticamente significativo; per "-" un coefficiente negativo e statisticamente significativo; per "n. s." un coefficiente statisticamente non significativo.

profitto corretto per il reddito implicito da lavoro autonomo) ha un effetto positivo e significativo. Quanto all'indicatore dell'OCSE sulla regolamentazione dei mercati dei beni e servizi per i settori della distribuzione commerciale, le varie componenti dell'indicatore complessivo (barriere all'entrata, vincoli operativi e controlli sui prezzi) hanno effetti diversi: la prima esercita un effetto positivo, mentre l'ultima e la legislazione in materia di tutela dei lavoratori un effetto negativo, laddove i vincoli operativi sono irrilevanti.

19) L'elemento di gran lunga più comune in questa letteratura è il collegamento ipotizzato tra livello dei prezzi e tenore di vita, solitamente motivato dal tipo di argomentazione di Balassa-Samuelson. Pertanto, il prodotto interno lordo (PIL) relativo in termini reali pro capite rientra nel modello di riferimento. In secondo luogo, nonostante un certo grado di armonizzazione delle imposte indirette nell'UE, sussistono tuttora differenze da un paese all'altro. Pertanto, nel modello di riferimento sono comprese le aliquote IVA. In terzo luogo, in base alla letteratura sulla "disattenzione razionale", è aggiunta la quota di spesa relativa per un prodotto specifico in un paese, rispetto alla media dell'area dell'euro, al fine di calcolare l'intensità di spesa e, presumibilmente, l'"intensità di attenzione" per ciascun prodotto. Ad esempio, se le famiglie italiane consumano in proporzione un maggior quantitativo di pasta rispetto alle famiglie di altri paesi, è presumibile che investano maggiori sforzi nella ricerca di tale categoria di prodotti e nel confronto dei rispettivi prezzi. Pertanto, a parità di condizioni (e forse con il contributo di effetti di scala e di concorrenza), i prezzi della pasta dovrebbero essere inferiori in Italia. Infine, si considera la densità della popolazione per tenere conto di potenziali guadagni di efficienza determinati da una densità della popolazione elevata a fronte di una bassa.

In sintesi, sebbene un modello con livelli di reddito, aliquote IVA, intensità di spesa e densità di popolazione in termini relativi ottenga risultati piuttosto attendibili per spiegare le differenze di livello dei prezzi, la *performance* migliora se esso viene esteso in modo da comprendere indicatori strutturali. L'analisi conferma che le caratteristiche strutturali del settore possono avere un impatto sui livelli dei prezzi e spiegare in parte la divergenza tra paesi e l'"effetto frontiera" osservato nei dati.

3.2 IMPATTO DELLE CARATTERISTICHE STRUTTURALI SUL PROCESSO DI FORMAZIONE DEI PREZZI

Dopo aver considerato l'impatto delle caratteristiche strutturali del settore distributivo sulle differenze di livello dei prezzi, se ne valutano ora gli effetti sul processo di formazione dei prezzi e, più in generale, dei salari, soprattutto in termini di reattività dei prezzi dei dettaglianti alle variazioni dei prezzi dei concorrenti, di frequenza di aggiustamento e di trasmissione delle variazioni dei costi ai prezzi.

REATTIVITÀ AI PREZZI DEI CONCORRENTI E FREQUENZA DELLE VARIAZIONI

Per comprendere in che modo le caratteristiche strutturali del settore distributivo si ripercuotono sul processo di formazione dei prezzi, si esaminano le evidenze ricavate dall'Eurosystem Wage Dynamics Network (WDN) e dall'Inflation Persistence Network (IPN)²⁰.

Una questione importante è stabilire se un aumento del grado di concorrenza induca le imprese al dettaglio a cambiare i prezzi con maggiore frequenza. Nell'indagine WDN, circa 1.000 imprese del commercio al dettaglio hanno risposto alla seguente domanda: "Posto che il principale concorrente per il prodotto primario della vostra impresa riduca i prezzi, quanto è probabile che la vostra impresa reagisca riducendo a sua volta i prezzi? Si prega di fornire un'unica risposta. (Molto probabile, Probabile, Improbabile, Non avviene mai, Non applicabile)". Oltre la metà delle imprese del commercio al dettaglio asserisce che una riduzione dei propri prezzi sarebbe

molto probabile o probabile. Inoltre, analizzando le diverse caratteristiche strutturali del mercato in cui le imprese operano, il grado di concorrenza rilevato ha un effetto statisticamente significativo sulla frequenza segnalata delle variazioni dei prezzi, vale a dire che una maggiore concorrenza determina un adeguamento più frequente dei prezzi. Inoltre, nelle imprese del commercio al dettaglio di maggiori dimensioni, in base al numero di dipendenti, si rileva una frequenza di variazione dei prezzi più elevata.

I risultati desunti dall'IPN mostrano che le tipologie di punto vendita hanno un'influenza significativa sulla frequenza delle variazioni di prezzo, tenendo conto degli effetti paese e del tipo di bene. Gli ipermercati hanno, in media, una frequenza di variazione del prezzo superiore di 12 punti percentuali rispetto ai piccoli dettaglianti tradizionali. Per i supermercati e i *discount*, tale frequenza si colloca rispettivamente a 6,3 e 6,8 punti percentuali al di sopra dei negozi tradizionali. Infine, mentre il tipo di punto vendita ha un forte e significativo impatto sulla frequenza delle variazioni di prezzo, i risultati suggeriscono che essa non incide sull'entità delle variazioni. *Ceteris paribus*, prezzi più flessibili dovrebbero far sì che questi si adeguino con maggiore rapidità e completezza alle variazioni del prezzo "ottimale".

IMPATTO DELLA CONCENTRAZIONE DEL MERCATO E DINAMICA DEI PREZZI: UN'ANALISI A LIVELLO REGIONALE

La presente sezione si propone di mettere in relazione le misure di concentrazione (calcolate per diversi livelli di aggregazione e con diverso dettaglio locale) della distribuzione al dettaglio alimentare con i dati regionali disaggregati sulla dinamica dei prezzi. Si tratta di un primo tentativo di analizzare l'impatto della concorrenza sulla dinamica dei prezzi nell'area dell'euro a

20) Per una descrizione più dettagliata della WDN e della IPN, cfr. Banca centrale europea (2009), *Wage dynamics in Europe: Final report of the Wage Dynamics Network (WDN)*, dicembre, e Altissimo, F., M. Ehrmann e F. Smets (2010), *Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence*, Occasional Paper della BCE, n. 46, giugno.

livello locale. Utilizzando una banca dati inedita sull'ubicazione di oltre 100.000 singoli negozi di alimentari in tutta l'area dell'euro, si conduce un'analisi regionale sulla relazione tra il grado di concentrazione del mercato del commercio al dettaglio e le variazioni dei prezzi per due categorie di beni del comparto alimentare (prodotti alimentari e bevande analcoliche, da un lato, e bevande alcoliche e tabacchi, dall'altro) in Germania, Spagna, Italia, Austria, Portogallo e Finlandia²¹⁾.

Considerando l'HHI a livello di centrale d'acquisto si trova una relazione positiva e statisticamente significativa tra la concentrazione e la dinamica dei prezzi per alimentari e bevande così come per alcolici e tabacchi. L'interpretazione di questi risultati è che un grado più elevato di concentrazione del mercato a livello di centrale d'acquisto non risulta sempre associata a una dinamica negativa dei prezzi.

Considerando i risultati sulla base degli indici di concentrazione calcolati a livello locale, si ottengono risultati analoghi. Pertanto la relazione positiva tra concentrazione e crescita dei prezzi è robusta rispetto a vari livelli di aggregazione. L'interpretazione del risultato dell'analisi statistica merita ulteriori approfondimenti, ma esso sembra rimanere valido anche per ciascun singolo paese.

In sintesi, utilizzando una banca dati inedita, che consente di mettere in relazione le misure di concentrazione a livello regionale e locale con le corrispondenti variazioni dei prezzi, si evince una relazione positiva tra le due variabili (per ulteriori dettagli, cfr. la sezione 2.3 del rapporto 2011 sugli aspetti strutturali).

IMPATTO DELLE CARATTERISTICHE STRUTTURALI SULLA TRASMISSIONE DEI COSTI

Le caratteristiche strutturali della distribuzione commerciale possono anche ripercuotersi sulla trasmissione dei costi ai prezzi interni (al consumo e alla produzione). Per studiare questo aspetto, si è analizzato come i prezzi all'importazione e alla produzione si trasmettano ai prezzi

al consumo dei beni industriali non energetici nei paesi dell'area dell'euro²²⁾. Un'osservazione generale è stata che le variazioni dei prezzi dei beni nazionali (misurati dall'indice dei prezzi alla produzione) tendono ad assumere maggiore importanza per i prezzi dei beni di consumo manufatti nei paesi più grandi dell'area dell'euro, per effetto di una produzione nazionale significativa, mentre le variazioni dei prezzi all'importazione (in base ai valori medi unitari) sono più rilevanti per i prezzi al consumo in paesi dell'area dell'euro più piccoli e più "aperti", dove le importazioni hanno maggiore incidenza. Nel caso di quest'ultimo gruppo di paesi sembra esservi un nesso con il fatto che il livello delle importazioni nelle vendite al dettaglio è probabilmente superiore e che il livello di produzione in questi paesi è relativamente basso.

Se ci si concentra unicamente sulla trasmissione dei prezzi all'importazione, vi sono alcune indicazioni secondo le quali l'entità della trasmissione stimata sarebbe connessa al grado di concorrenza/concentrazione nel paese e nel settore specifico, in quanto è stata riscontrata una relazione negativa, ancorché debole, tra l'elasticità stimata dei prezzi all'importazione e l'HHI, a indicazione del fatto che quanto più è intensa la concorrenza (quanto più basso è l'HHI), tanto maggiore sembra essere l'elasticità dei prezzi al consumo rispetto alla variazione dei prezzi all'importazione.

La difficoltà nel ricavare stime di trasmissione robuste e significative per le varie componenti dei beni industriali non energetici potrebbe in parte discendere dall'eterogeneità dei prodotti considerati e dalla vasta gamma di tecnologie

21) I dati relativi all'IPC regionale non erano disponibili per gli altri paesi dell'area dell'euro.

22) Va notato che, a causa di una diversa struttura dei costi, la completa trasmissione della variazione di un dato costo ai prezzi al dettaglio non comporta un rapporto di uno a uno tra la variazione percentuale dei costi e la variazione percentuale dei prezzi. A parità di condizioni, tanto più elevata è l'incidenza del costo sul prezzo finale di vendita, tanto maggiore sarà il coefficiente di trasmissione. Pertanto, il coefficiente di trasmissione (l'elasticità del prezzo di vendita rispetto a uno specifico fattore di costo) può essere inferiore all'unità anche quando la trasmissione è completa.

produttive e di strutture di mercato nelle varie categorie di prodotti. A tale riguardo, un'analisi secondo un modello VAR della trasmissione dei prezzi degli alimentari utilizzando informazioni dettagliate sui prezzi agricoli, alla produzione e al consumo produce risultati più rilevanti e coerenti. In particolare, l'analisi mostra che i prezzi al consumo tendono a reagire meno dei prezzi alla produzione agli shock sulle materie prime. Si rileva altresì che le dimensioni degli shock varia tra i vari mercati e paesi. Questa caratteristica si rispecchia in parte nelle differenze *cross-section* tra dettaglianti e produttori in termini di composizione e tipologia. Una presenza più pronunciata di *discount* sarebbe associata con maggiori probabilità a una trasmissione più elevata e, viceversa, i mercati caratterizzati da esercizi commerciali di dimensioni più ridotte sembrano reagire meno agli shock sui prezzi delle materie prime.

4 CONCLUSIONI

Il presente articolo riassume il rapporto 2011 dell'Eurosistema sugli aspetti strutturali riguardante la distribuzione commerciale nell'area dell'euro, che si prefigge di contribuire a una migliore comprensione dell'impatto delle caratteristiche strutturali della distribuzione commerciale sui prezzi e sul processo di fissazione di questi ultimi. I principali risultati sono i seguenti.

- Nell'area dell'euro permane un elevato livello di dispersione dei prezzi. Le evidenze indicano un grado limitato di convergenza dei prezzi fino al periodo attorno al 2004-2006, che in seguito avrebbe ristagnato o addirittura subito un'inversione. Vi sono altresì indicazioni incontestabili di un mercato "effetto frontiera" sui prezzi tra i vari paesi dell'area dell'euro, il che suggerisce ampi margini di miglioramento per il mercato unico. Le caratteristiche strutturali e normative del settore della distribuzione commerciale aiutano a spiegare le differenze in livelli dei prezzi da un paese all'altro.
- Sulla base delle informazioni desunte dall'IPN e dalla WDN, si considera il pro-

cesso di formazione dei prezzi. Si riscontra che una maggiore concorrenza è associata a variazioni dei prezzi più frequenti nel settore del commercio al dettaglio.

- Si esamina la relazione tra la dinamica dei prezzi a livello regionale e la concorrenza misurata a diversi livelli di aggregazione organizzativa e spaziale e tra vari gruppi di prodotti. Un risultato fondamentale è che di recente una maggiore concentrazione del mercato si associa a una crescita dei prezzi più elevata per alimentari e bevande.
- Il rapporto in esame tratta anche l'entità e la velocità della trasmissione dei costi. I prezzi alla produzione reagiscono in genere più rapidamente e con maggiore vigore agli shock sui costi rispetto ai prezzi al consumo. Il grado di concorrenza avrebbe una correlazione positiva con la trasmissione dei prezzi dei beni importati ai prezzi al consumo. Quanto ai prezzi degli alimentari, una maggiore presenza di *discount* sembra essere associata a una trasmissione più elevata.

In una prospettiva di *policy*, l'analisi mette in luce l'importanza delle riforme strutturali per rafforzare la concorrenza nella distribuzione commerciale. I risultati riguardanti l'impatto delle caratteristiche strutturali sul processo di fissazione dei prezzi e sulle differenze in livello dei prezzi suggeriscono che ulteriori progressi verso una maggiore concorrenza effettiva nel settore della distribuzione commerciale potrebbero contribuire a una riduzione degli effetti di frontiera e a restringere i differenziali di prezzo. Quanto alla regolamentazione del mercato dei beni e dei servizi, sebbene vi siano evidenze di una progressiva attenuazione del grado di regolamentazione, rimangono ampi margini di ulteriore miglioramento.

Nel complesso, un elemento essenziale di ulteriore progresso sarebbe la piena e coerente attuazione della direttiva sui servizi. I vantaggi di una maggiore liberalizzazione e armonizzazione delle condizioni di mercato sono in parte desumibili dai risultati del rapporto in esame,

secondo i quali una maggiore regolamentazione del mercato dei beni e dei servizi è associata a livelli dei prezzi più elevati. Inoltre, le riforme potrebbero ridurre i margini e dare luogo ad aumenti significativi sia del prodotto sia dei salari reali. Per dare pieno corso al potenziale e ai vantaggi insiti nel commercio *online* e transfrontaliero, occorre affrontare le rimanenti barriere di regolamentazione e legislazione

(come la legislazione in materia di protezione dei consumatori). La normativa prospettata dall'atto legislativo sul mercato unico, un'iniziativa della Commissione europea per migliorare il funzionamento del mercato unico, è un passo nella giusta direzione. Tra le proposte attinenti rientrano misure intese ad accrescere la protezione dei dati e la certezza giuridica nel commercio elettronico.

ARTICOLI

Caratteristiche
strutturali
del settore
della distribuzione
commerciale
e relativo impatto
sulla dinamica
dei prezzi nell'area
dell'euro

LA CRISI FINANZIARIA ALLA LUCE DEI CONTI DELL'AREA DELL'EURO NELLA PROSPETTIVA DEI FLUSSI DI FONDI



La crisi finanziaria mondiale scoppiata nel 2008 ha mostrato che l'accumulo di squilibri finanziari in vari settori dell'economia, assieme all'innovazione nel sistema finanziario, può dare origine a forti interazioni tra il lato finanziario e il lato reale dell'economia. La crisi ha sottolineato l'importanza degli andamenti dei bilanci e dei flussi finanziari, oltre che la necessità di considerare sia i quantitativi sia i prezzi. Questo articolo esamina l'evoluzione delle diverse fasi della crisi finanziaria attraverso il prisma dei Conti integrati per l'area dell'euro, che offrono informazioni esaurienti sugli andamenti economici e finanziari nei diversi settori istituzionali. L'accento viene posto su tre aspetti fondamentali: l'evoluzione dei saldi finanziari settoriali e l'interazione fra gli stessi; la dinamica del ricorso alla leva finanziaria nei diversi settori e le connesse modifiche al profilo dell'intermediazione finanziaria nelle fasi successive della crisi.

I INTRODUZIONE

Dall'insolvenza di Lehman Brothers a settembre del 2008 sono stati profusi notevolissimi sforzi per descrivere e spiegare gli andamenti prima, durante e dopo la connessa crisi finanziaria. Iniziata negli Stati Uniti, dove si erano accumulati consistenti squilibri che si sono alla fine tradotti in forti turbolenze finanziarie, la crisi ha tuttavia avuto implicazioni su scala mondiale. Questo articolo analizza gli sviluppi nell'area dell'euro nel periodo conclusosi con il primo trimestre del 2011 e si concentra sulle interazioni fra le variabili reali e quelle finanziarie in tutti i settori dell'economia durante l'accumulo degli squilibri interni prima della crisi mondiale, oltre che sulla correzione di questi ultimi durante le successive fasi di recessione e ripresa, basandosi su un approccio che prende in considerazione i flussi di fondi. Esso esamina l'evolversi della crisi attraverso il prisma integrato e coerente dei conti dell'area dell'euro (*Euro Area Accounts*, EAA)¹⁾, che riuniscono i conti finanziari e non finanziari dei diversi settori istituzionali (famiglie²⁾, società non finanziarie, società finanziarie e amministrazioni pubbliche) e il resto del mondo e presentano le statistiche in termini nominali invece che reali (per un approfondimento concettuale, cfr. il riquadro 1). La coerenza tra flussi e bilanci semplifica l'analisi dell'accumulo degli squilibri e delle connesse vulnerabilità di bilancio.

L'articolo affronta tre aspetti principali: le variazioni nei saldi finanziari dei diversi settori, gli andamenti della leva finanziaria; il muta-

mento di profilo dell'intermediazione finanziaria. Esso rileva altresì delle differenze tra i paesi dell'area dell'euro quanto ai saldi dei bilanci settoriali. La seconda sezione esamina determinate componenti dei conti non finanziari per illustrarne l'evoluzione nelle diverse fasi della crisi; la terza considera la dinamica intersettoriale delle variazioni dei saldi finanziari durante le fasi successive della crisi; la quarta analizza il ricorso di famiglie e società sia finanziarie sia non finanziarie alla leva finanziaria, misurata in termini di rapporti debito/reddito e debito/attività; la quinta descrive le modifiche nel profilo dell'intermediazione finanziaria dopo l'insolvenza di Lehman Brothers. La sesta sezione presenta alcune brevi osservazioni conclusive.

2 ANDAMENTI DEI CONTI NON FINANZIARI

Questa sezione descrive gli andamenti del reddito, del risparmio e degli investimenti nell'area dell'euro presentandone una scomposizione settoriale e analizza le conseguenti posizioni di indebitamento netto/accreditamento netto dei diversi settori (vale a dire l'avanzo/disavanzo

1) Per un ulteriore approfondimento, cfr. Papademos, L. e Stark, J. (a cura di), "Cross-checking and the flow of funds", *Enhancing Monetary Analysis*, capitolo 7, BCE, Francoforte sul Meno, 2010 e l'articolo *L'introduzione di statistiche sui conti trimestrali per settore relative all'area dell'euro* nel numero di novembre 2007 di questo Bollettino. Per un raffronto con gli andamenti negli Stati Uniti, cfr. l'articolo *Il finanziamento esterno delle famiglie e delle società non finanziarie: un confronto tra l'area dell'euro e gli Stati Uniti* nel numero di aprile 2009 di questo Bollettino.

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

finanziario, che costituisce anche il saldo fra entrate e spese)³⁾.

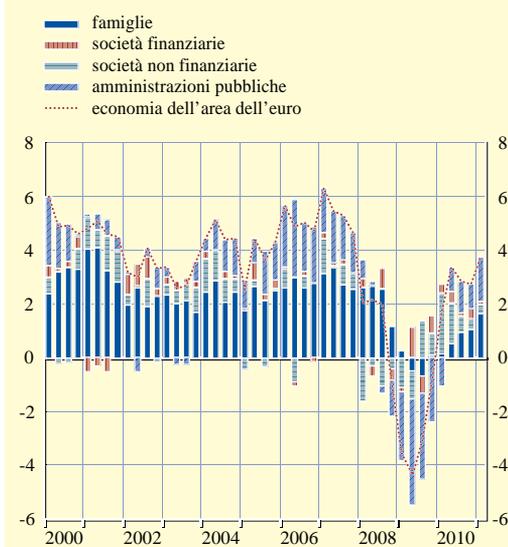
Nei circa otto anni antecedenti le turbolenze finanziarie del 2008, la distribuzione della crescita del reddito ha evidenziato un profilo tradizionale (cfr. figura 1): il reddito delle famiglie è salito a ritmi costanti sulla scia degli incrementi salariali e quello delle amministrazioni pubbliche è aumentato in misura piuttosto consistente, il che ha reso possibile una graduale riduzione dei disavanzi pubblici. Nei primi tre trimestri del 2008 il reddito delle famiglie ha continuato a crescere costantemente, mentre quello delle società non finanziarie risultava già in calo – per motivi in parte riconducibili alla trasmissione incompleta dello shock sui prezzi delle materie prime (cfr. sezione 3) – e quello delle amministrazioni pubbliche⁴⁾ ha rallentato.

Dopo il settembre del 2008 la crescita del reddito disponibile nell'area dell'euro è crollata, riflettendo la caduta della produzione in termini nominali⁵⁾. Le forti spinte al ribasso che hanno iniziato ad agire sul reddito delle famiglie (riconducibili al netto calo delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti) sono state successivamente mitigate dall'impatto degli stabilizzatori automatici di bilancio, che hanno posto sotto pressione i conti pubblici. A metà del 2009 l'economia ha iniziato a riprendersi gradualmente e a partire dal secondo trimestre del 2010 il reddito è tornato a crescere in tutti i settori. Nei trimestri successivi, al consolidarsi dell'espansione economica, la distribuzione del reddito nei diversi settori si è avvicinata alla configurazione antecedente la crisi.

La crisi ha anche portato modifiche significative nei flussi di risparmio e di investimenti nell'area dell'euro. Il tasso di crescita del risparmio nell'area dell'euro era andato gradualmente aumentando tra il 2005 e il primo trimestre del 2007 (cfr. figura 2), per motivi principalmente – ma non esclusivamente – riconducibili al settore pubblico, di riflesso alla riduzione dei disavanzi. Ha poi preso a scendere nel prosieguo del 2007 ed è repentinamente divenuto negativo nel primo trimestre del 2008, soprattutto nei settori

Figura 1 Reddito lordo disponibile dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi alle variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

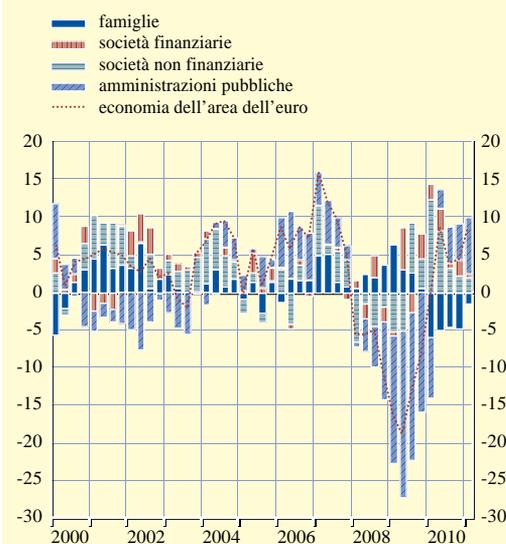
delle amministrazioni pubbliche e delle società non finanziarie, mentre ha continuato ad aumentare in quello delle famiglie.

Dopo una forte contrazione nel periodo 2008-2009, la crescita del risparmio nell'area dell'euro è tornata a rafforzarsi sulla scia della ripresa economica trainata dalle esportazioni nette e dagli investimenti (in particolare, dal processo di ricostituzione delle scorte), in presenza di consumi ancora modesti. Grazie a questa ripresa, a partire dalla metà del 2009 le società non finanziarie hanno ripreso ad accrescere i livelli

- 3) L'accreditamento netto/indebitamento netto di un settore corrisponde al saldo del suo conto capitale, che misura l'eccesso di risparmio e di trasferimenti netti di capitale ricevuti rispetto agli investimenti di capitale (accreditamento netto), o viceversa (indebitamento netto). Esso corrisponde altresì al saldo del conto finanziario, che misura la differenza fra le transazioni in attività e passività finanziarie. Cfr. anche il riquadro 1.
- 4) Nel settore delle amministrazioni pubbliche, il reddito differisce dalle entrate in quanto compensa determinate voci di spesa. Per maggiori dettagli, cfr. riquadro 1.
- 5) Il PIL nominale è strettamente collegato al reddito nominale disponibile, poiché nei conti nazionali il reddito deriva esclusivamente dalla produzione.

Figura 2 Il risparmio dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi alle variazioni percentuali)

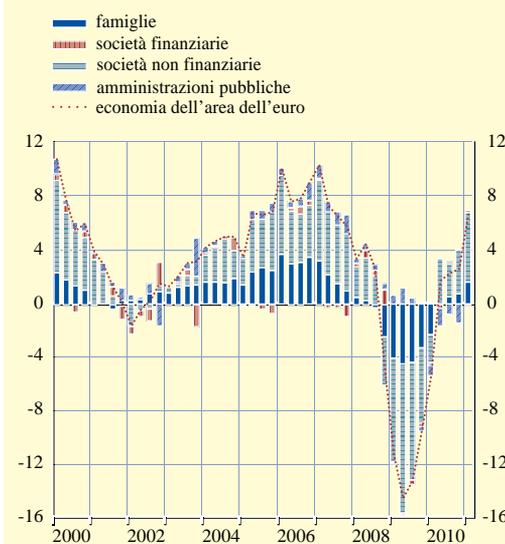


Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: poiché le amministrazioni pubbliche hanno registrato tassi di risparmio negativi negli ultimi trimestri, un contributo positivo delle stesse alla crescita del risparmio lordo dell'area dell'euro costituisce semplicemente il riflesso di un minor ritmo di decumulo del risparmio nel settore.

Figura 3 Investimenti fissi lordi nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi alle variazioni percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

di risparmio. Il venir meno degli stabilizzatori fiscali automatici e i primi effetti delle misure di riduzione del disavanzo hanno permesso ai governi di abbassare il tasso di risparmio negativo a partire dal secondo trimestre del 2010. Per contro, dal primo trimestre dello stesso anno i flussi di risparmio delle famiglie hanno iniziato a diminuire in presenza di un miglioramento del clima di fiducia.

Come emerge dalla figura 3, che descrive la crescita degli investimenti fissi lordi nominali nei diversi settori dell'area dell'euro, gli investimenti non finanziari degli operatori privati hanno subito una correzione ancora più pronunciata. Gli investimenti avevano gradualmente accelerato a partire dal 2002, soprattutto nel settore delle società non finanziarie. La forte espansione dei mercati immobiliari in diversi paesi dell'area appare evidente anche nella robusta crescita degli investimenti delle famiglie, che ha poi perso slancio al rallentare di tali mercati attorno al

2007. L'improvviso aggravarsi della crisi finanziaria dopo l'insolvenza di Lehman Brothers ha determinato una flessione sostanziale degli investimenti nel settore delle famiglie e un calo ancora più pronunciato in quello delle società non finanziarie (cfr. figura 3), che hanno amplificato la recessione prima di iniziare a riprendersi alla metà del 2009.

La figura 4 illustra l'accreditamento netto/indebitamento netto dei diversi settori istituzionali, costituito sostanzialmente dal saldo tra il risparmio e gli investimenti. Dall'avvio dell'Unione monetaria, sia le famiglie sia le società finanziarie sono risultate prestatrici nette di fondi (sono state cioè contraddistinte da livelli di risparmio superiori agli investimenti). Nel 2004 le società non finanziarie hanno iniziato ad aumentare gradualmente l'indebitamento netto per finanziare la differenza positiva tra investimenti e utili non distribuiti (vale a dire, risparmio). Al tempo stesso le amministrazioni pubbliche sono riuscite a ridurre il di-

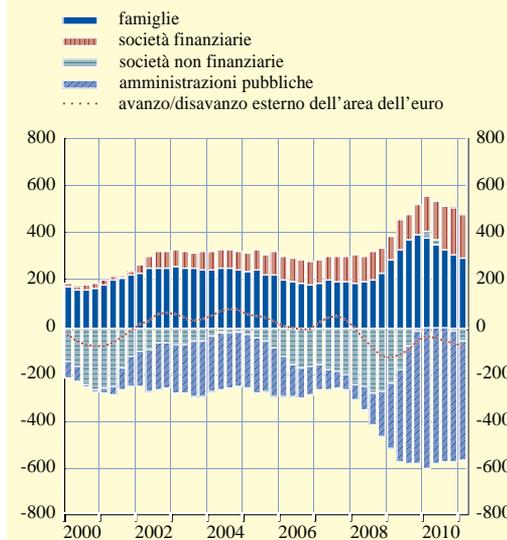
savanzo, grazie alla crescita stabile sia del reddito sia del risparmio. Tuttavia, anche se i disavanzi delle amministrazioni centrali dell'area dell'euro si sono gradualmente ridotti, la gran parte dei governi non ha sfruttato le condizioni economiche favorevoli per risanare in misura sufficiente i conti pubblici accelerando la riduzione del disavanzo. La figura 4 mostra di fatto che i governi dell'area hanno continuato a registrare disavanzi anche al culmine della fase di espansione economica e che non hanno quindi accumulato né un margine sufficiente ad affrontare nel breve periodo la successiva inversione del ciclo né attivi che consentissero loro di fronteggiare più a lungo termine le conseguenze dell'invecchiamento demografico. Ciò nonostante, in un contesto in cui l'accREDITAMENTO netto delle famiglie e delle società finanziarie ha sostanzialmente controbilanciato il fabbisogno di finanziamento delle società non finanziarie e delle amministrazioni pubbliche, tali andamenti non hanno determinato modifiche significative del disavanzo esterno (che riflette il saldo del conto corrente dell'area dell'euro).

Nel periodo che ha preceduto la crisi le famiglie, a differenza delle società non finanziarie, hanno iniziato presto a ridurre la spesa. Tra il 2006 e il 2008 hanno gradualmente accresciuto l'avanzo finanziario, prima attraverso una progressiva moderazione della crescita degli investimenti in abitazioni e in un secondo momento contenendo i consumi e quindi accrescendo il risparmio. Questa correzione da parte delle famiglie ha esercitato significative spinte al ribasso sulla domanda aggregata. Al tempo stesso le società non finanziarie hanno continuato a seguire un orientamento espansivo, compensando in parte questi effetti frenanti, e hanno continuato ad accrescere il proprio disavanzo finanziario fino all'insolvenza di Lehman Brothers.

Dopo questo punto di svolta, entrambi i settori hanno contemporaneamente migliorato i rispettivi saldi finanziari: l'avanzo delle famiglie è aumentato e il saldo delle società non finanziarie è passato repentinamente in avanzo (grazie in particolare alla riduzione degli investimenti fissi e al processo di decumulo delle scorte). Il brusco calo dell'attività e l'attivazione degli

Figura 4 Accredito netto/indebitamento netto dell'area dell'euro

(somma delle transazioni di quattro trimestri; in miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: l'indebitamento netto delle società non finanziarie nel periodo compreso fra il terzo trimestre del 2000 e il primo del 2001 risente dell'acquisto delle licenze di telefonia mobile (UMTS).

stabilizzatori automatici hanno gravato notevolmente sui conti pubblici, i cui disavanzi si sono notevolmente ampliati.

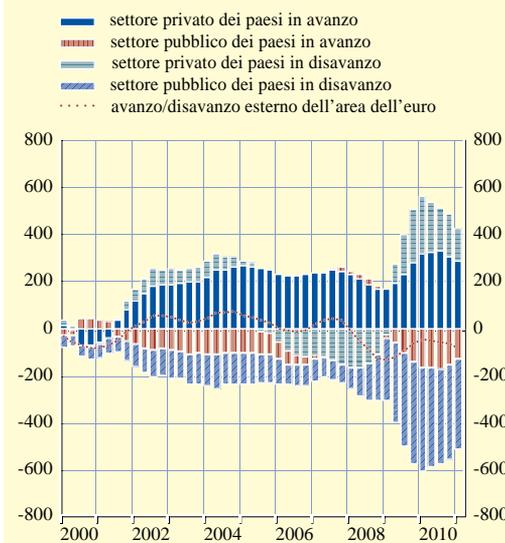
Oltre ad alcune debolezze nella configurazione degli avanzi/disavanzi dei diversi settori a livello di area dell'euro, il periodo antecedente la crisi ha altresì visto l'accumularsi di sostanziali squilibri tra i diversi paesi appartenenti all'area. La figura 5 offre una descrizione alternativa dell'accREDITAMENTO netto/indebitamento netto all'interno dell'area, presentando separatamente le posizioni del settore delle amministrazioni pubbliche e quelle dell'insieme degli altri settori nei paesi che hanno registrato avanzi esterni per gran parte del periodo recente prima dell'inizio della crisi ("paesi in avanzo") e in quelli che hanno invece evidenziato disavanzi ("paesi in disavanzo"). Nel periodo 2006-2008, i crescenti disavanzi delle amministrazioni pubbliche e dell'insieme degli altri settori nei paesi in disavanzo sono stati coperti dagli ampi avanzi del settore privato nelle economie in avanzo. Le forti pressioni sui conti pubblici derivanti dalla recessione sono state più

pronunciate nei paesi in disavanzo. Ciò è dovuto al fatto che in tali economie, a differenza dell'insieme di quelle in avanzo, i saldi di bilancio non sono stati generalmente riportati in pareggio all'apice del ciclo economico e l'aggiustamento del settore privato è stato particolarmente intenso, con il passaggio da ampi disavanzi a significativi avanzi. L'iniziale squilibrio geografico in termini di saldi di bilancio del settore privato si è trasformato in marcate differenze regionali tra i disavanzi delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro, che hanno alla fine sollevato dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico in alcuni paesi in disavanzo.

Le vulnerabilità in questi settori sono state accresciute dal sostanziale accumulo di leva finanziaria sia nel settore finanziario, e in particolare nel comparto degli altri intermediari finanziari (AIF), sia in quelli delle famiglie e delle società non finanziarie di numerosi paesi dell'area, alcuni dei quali contraddistinti da una forte espansione del mercato immobiliare. Con la crisi i prezzi delle attività sono diminuiti notevolmente e questo ha fatto crescere ulteriormente gli indici di leva finanziaria (cfr. sezione 4). Le fonti di finanziamento delle banche sui mercati sono state improvvisamente sottoposte a forti vincoli derivanti dalle tensioni nel mercato monetario, una situazione mitigata dall'ampia liquidità messa prontamente a disposizione dall'Eurosistema⁶⁾. Allorché le banche hanno sostanzialmente inasprito i criteri di concessione dei prestiti al settore privato non finanziario alla fine del 2008⁷⁾, i timori per l'offerta di credito in un contesto di acuta incertezza hanno concorso a trasformare

Figura 5 Accredito netto/ indebitamento netto dell'area dell'euro: paesi in avanzo e paesi in disavanzo

(somma delle transazioni di quattro trimestri; in miliardi di euro)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE. Note: per "paesi in avanzo" si intendono il Belgio, la Germania, il Lussemburgo, i Paesi Bassi, l'Austria e la Finlandia. Per "settore privato" si intende l'insieme di tutti i settori diversi dalle amministrazioni pubbliche.

un lieve rallentamento ciclico in una grave crisi dell'economia reale. L'inasprimento delle condizioni di finanziamento bancario ha inoltre favorito una modifica del profilo dell'intermediazione finanziaria (cfr. sezione 5).

6) Cfr., ad esempio, la figura 21.

7) Stando all'indagine sul credito bancario, l'inasprimento dei criteri di concessione dei prestiti da parte delle banche è iniziato nel 2007 ma ha accelerato nei due trimestri successivi all'insolvenza di Lehman Brothers.

Riquadro I

CONCETTI UTILIZZATI NEI CONTI SETTORIALI

I conti settoriali offrono una presentazione coerente e integrata dei conti dei settori istituzionali collegando – analogamente al modo in cui il conto economico, il rendiconto finanziario e lo stato patrimoniale sono collegati tra di loro nella contabilità di impresa¹⁾ – impieghi/spese, risorse/entrate, flussi finanziari e loro accumulo nei bilanci da un periodo al successivo.

1) I conti settoriali si differenziano dalla contabilità di impresa per una serie di elementi e più in particolare per il fatto che la seconda non distingue sistematicamente tra le "transazioni" e gli "altri flussi" (anche se opera sempre più spesso una distinzione tra "reddito" e "reddito complessivo").



A questo scopo, i soggetti economici sono suddivisi in quattro settori istituzionali (famiglie, società non finanziarie, società finanziarie e amministrazioni pubbliche). I loro conti vengono presentati utilizzando le stesse classificazioni e regole contabili (quelle del SEC 95), in modo tale che ciascuna transazione/attività segnalata da un soggetto sia segnalata simmetricamente anche dalla controparte (almeno in linea di principio). Di conseguenza, i conti settoriali presentano i dati con tre vincoli: che tutti i settori abbiano un equilibrio verticale (ad esempio, che la differenza positiva tra spese ed entrate sia pari al finanziamento); che tutti i settori abbiano un equilibrio orizzontale (per esempio, che tutti i salari erogati dai diversi settori siano percepiti dalle famiglie); che le transazioni dal lato delle attività/delle passività sommate alle plusvalenze/minusvalenze e alle altre variazioni di volume delle attività/delle passività siano coerenti con le variazioni di stato patrimoniale (coerenza *stock*/flussi). I conti settoriali sono di norma presentati in una matrice che riporta i settori nelle colonne e le transazioni/gli strumenti nelle righe, con una corrispondenza dei totali orizzontali e verticali (cfr. la tavola)²⁾. Le prime cinque righe della tabella mostrano le spese e le entrate di ciascun settore (scomposte per tipologia). La riga 6 riporta la differenza tra entrate e spese (avanzo/disavanzo).

Presentazione matriciale semplificata dei conti dell'area dell'euro

| | | A | B | C | D | E | F=A+B+C+D+E =G+H+I+J+K | G | H | I | J | K |
|---|------------------------------------|--|-----|-----|------------|-----|---------------------------------|-----|-----|-----|------------|-----|
| | | FF | SNF | SF | Amm. pubb. | RdM | Intera economia | FF | SNF | SF | Amm. pubb. | RdM |
| | | Impieghi/Spese | | | | | Fonti/Entrate | | | | | |
| 1=2+3+4+5 | Totale | 92 | 105 | 30 | 20 | 15 | 262 | 100 | 100 | 30 | 16 | 16 |
| 2 | Beni e servizi | 76 | 15 | | 10 | 10 | 111 | - | 100 | - | - | 11 |
| 3 | Retribuzioni | | 60 | 5 | 10 | | 75 | | - | - | - | |
| 4 | Interessi | | 30 | 25 | | 5 | 60 | 25 | | 30 | | 5 |
| 5 | Imposte | 16 | - | - | - | - | 16 | - | - | - | 16 | - |
| 6=1(G-A), 1(H-B), ... =7(A-G), 7(B-H), ... | Avanzo/disavanzo | 8 | -5 | 0 | -4 | 1 | 0 | - | - | - | - | - |
| | | Transazioni in attività finanziarie | | | | | Transazioni in passività | | | | | |
| 7=8+9 | Totale | 13 | 1 | 15 | 0 | 1 | 30 | 5 | 6 | 15 | 4 | - |
| 8 | Depositi | 13 | 1 | - | - | 1 | 15 | - | - | 15 | - | - |
| 9 | Prestiti | - | - | 15 | - | - | 15 | 5 | 6 | - | 4 | - |
| 10=1A+7A-1G-7G, 1B+7B-1H-7H, ... | Transazioni totali nette | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | - | - | - | - | - |
| | | Attività finanziarie | | | | | Passività | | | | | |
| 11 | Bilancio di apertura | 70 | 20 | 100 | - | 12 | 202 | 40 | 60 | 90 | 2 | 10 |
| 12=7 | Transazioni | 13 | 1 | 15 | - | 1 | 30 | 5 | 6 | 15 | 4 | - |
| 13 | Altri flussi economici | 1 | 1 | - | - | - | 2 | - | - | 2 | - | - |
| 14=11+12+13 | Bilancio di chiusura | 84 | 22 | 115 | - | 13 | 234 | 45 | 66 | 107 | 6 | 10 |
| 15=14(A-G), 14(B-H), ... | Ricchezza finanziaria netta | 39 | -44 | 8 | -6 | 3 | 0 | - | - | - | - | - |

Note: FF, famiglie; SNF, società non finanziarie; SF, società finanziarie; Amm. pubb., amministrazioni pubbliche; RdM, resto del mondo. Le cifre riportate nella tavola sono puramente illustrative.

2) Per una presentazione matriciale completa dell'area dell'euro, cfr. la tavola 3.1 nella sezione statistica.

I concetti di entrate e spese³⁾ sono simili a quelli di risorse e impieghi più tradizionalmente utilizzati nei conti nazionali, ma hanno un'accezione generalmente più ristretta. Il reddito può quindi essere definito come la differenza tra le entrate (esclusi i trasferimenti di capitale ricevuti) e le spese diverse dai consumi finali e dagli investimenti (investimenti fissi e trasferimenti di capitale effettuati) e, nel caso delle imprese, corrisponde agli utili non distribuiti. Per risparmio si intende la differenza tra reddito e consumi finali⁴⁾.

Gli avanzi/i disavanzi sono poi associati alle transazioni in attività e passività finanziarie di ciascun settore, come mostrano le righe da 7 a 10. La parte inferiore della tavola mostra gli *stock* di attività e passività risultanti dall'accumulo di transazioni e altri flussi. La tavola è estremamente semplificata (nel senso che ad esempio non presenta in modo esplicito lo *stock* di attività finanziarie)⁵⁾.

La differenza tra entrate e spese costituisce l'accreditamento netto/indebitamento netto (vale a dire, l'avanzo/disavanzo finanziario), un indicatore fondamentale dei conti settoriali. Le famiglie presentano di norma entrate superiori alle spese e sono quindi fornitrici nette di fondi al resto dell'economia. Le società non finanziarie generalmente non coprono le spese con le entrate, ma finanziano almeno una parte dei loro investimenti non finanziari mutuando fondi da altri settori oltre che attingendo ai fondi interni e sono quindi di norma debentrici nette. Anche le amministrazioni pubbliche sono spesso prenditrici nette di fondi. Se l'accreditamento netto delle famiglie non è sufficiente a coprire l'indebitamento netto degli altri settori, l'economia nel suo insieme presenta una posizione di indebitamento netto nei confronti del resto del mondo. Deviazioni da questa configurazione tipica sono state osservate in diversi paesi dell'area dell'euro prima della crisi, in particolare, con investimenti estremamente elevati in edilizia residenziale che (come negli Stati Uniti) hanno trasformato le famiglie in debentrici nette.

I vincoli di equilibrio dei conti richiedono che qualunque aumento (*ex ante*) del saldo finanziario di un settore sia accompagnato da una corrispondente riduzione di quello degli altri. Il quadro contabile non informa tuttavia sulle modalità di riduzione o sui meccanismi in gioco⁶⁾. I Conti dell'area dell'euro (*Euro-Area Accounts*, EAA) permettono di tenere traccia delle variazioni dell'accreditamento netto nei diversi settori dell'economia. Specificano inoltre gli strumenti finanziari interessati e mostrano come le transazioni e le variazioni di valutazione esercitino un effetto duraturo sui bilanci del settore.

3) Il SEC 95 definisce formalmente le entrate e le spese delle amministrazioni pubbliche con riferimento agli impieghi di tale settore.

4) Per un glossario (in inglese) dei termini ricorrenti nei conti nazionali, cfr.: http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/EAA_Glossary.pdf.

5) Per una descrizione metodologica degli EAA, cfr.: http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/eea/eas_note_ch3.pdf.

6) Se ad esempio le famiglie accrescono il proprio accreditamento netto in quanto riducono i consumi e aumentano il risparmio, questo si traduce in primo luogo in maggiori scorte per le società non finanziarie che dovranno a loro volta essere finanziate. Il più elevato risparmio del settore delle famiglie fornisce quindi il finanziamento necessario alle società non finanziarie. Ciò può successivamente indurre una correzione in virtù della quale, ad esempio, le società non finanziarie abbassano i costi e quindi determinano una riduzione delle entrate delle famiglie e un conseguente calo dei fondi che queste ultime possono mettere a disposizione delle società non finanziarie.

3 VARIAZIONI NEI SALDI FINANZIARI DEI DIVERSI SETTORI

Questa sezione esamina in maggiore dettaglio gli andamenti soggiacenti la dinamica delle posizioni di accreditamento netto/indebitamento netto dei diversi settori durante le fasi di rallentamento, recessione e ripresa. Nel periodo antecedente la crisi, le famiglie hanno iniziato

presto a ridimensionare la spesa. Tra il 2006 e il 2008 hanno gradualmente accresciuto l'avanzo finanziario, prima attraverso una progressiva decelerazione degli investimenti immobiliari e successivamente mediante una moderazione dei consumi. Nel 2007, al deteriorarsi delle condizioni nel mercato delle abitazioni, gli investimenti residenziali (in termini nominali) delle famiglie hanno iniziato a rallentare e alla metà

del 2008 sono passati a registrare una lieve contrazione sul periodo corrispondente. Questo ha costituito uno dei fattori principali alla base del dimezzamento del tasso di crescita del finanziamento esterno delle famiglie (che comprende tutte le passività) (cfr. figura 6). Anche se il reddito delle famiglie ha continuato a crescere a un tasso nominale annuo piuttosto stabile di circa il 4 per cento (cfr. figura 7), a fine 2007 ciò era appena sufficiente a compensare il rapido aumento dell'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), che ha raggiunto un massimo al 4,1 per cento nel luglio del 2008 a causa del rapido aumento dei prezzi delle materie prime. Poste di fronte a questo shock sui redditi reali, le famiglie hanno preferito moderare i consumi reali invece di cercare di stabilizzare i consumi riducendo i flussi di risparmio.

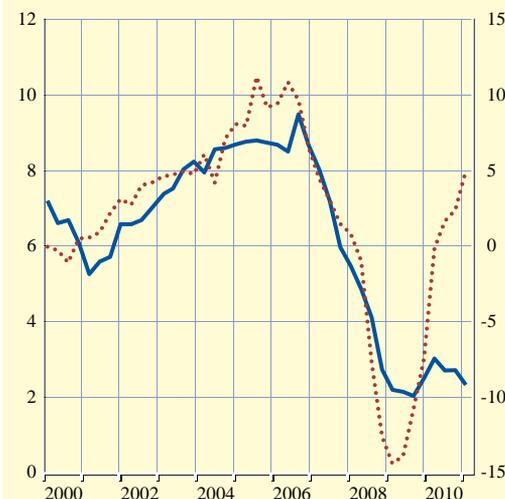
Nei due trimestri successivi all'insolvenza di Lehman Brothers la spesa delle famiglie si è ulteriormente moderata. Il calo degli investimenti in

immobili residenziali si è accentuato e nel secondo trimestre del 2009 ha raggiunto il 14,9 per cento sul periodo corrispondente. Le famiglie hanno ridotto anche la spesa nominale per consumi, agevolate in parte da un breve episodio di flessione dei prezzi al consumo. Inoltre, hanno accresciuto il saggio di risparmio di 1,5 punti percentuali in due trimestri (cfr. figura 8). Nel contesto di diminuzione delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti e di contrazione dei redditi netti da capitale percepiti (interessi e dividendi), i trasferimenti netti effettuati dalle amministrazioni pubbliche (prestazioni sociali meno imposte e contributi sociali) hanno fornito un forte sostegno alla crescita del reddito delle famiglie, un fenomeno che si è progressivamente riassorbito nel corso del 2010 al riprendersi delle altre componenti del reddito (cfr. figura 7). In presenza di un recupero dei redditi, la crescita dei consumi è stata ulteriormente sorretta dal rapido calo del saggio di risparmio, che alla fine del 2010 ha raggiunto i livelli più bassi dell'ultimo decennio. Sono emerse forti dif-

Figura 6 Finanziamento esterno e investimenti fissi delle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

- crescita del finanziamento esterno (scala di sinistra)
- crescita degli investimenti fissi (scala di destra)

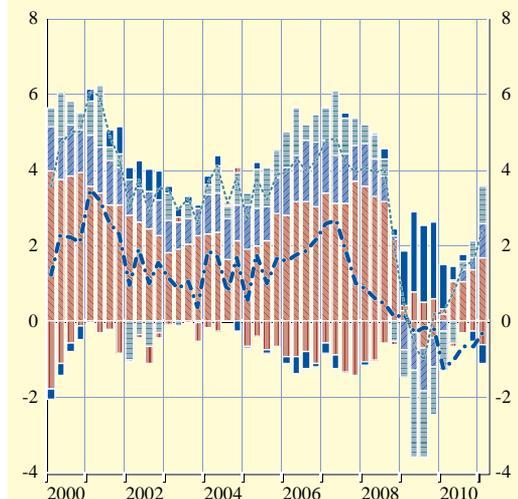


Fonti: Eurostat e BCE.

Figura 7 Reddito disponibile lordo nominale delle famiglie

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

- prestazioni sociali al netto dei contributi sociali
- imposte dirette
- reddito netto da capitale
- margine operativo lordo e reddito misto lordo
- reddito da lavoro
- reddito disponibile lordo delle famiglie
- crescita del reddito reale

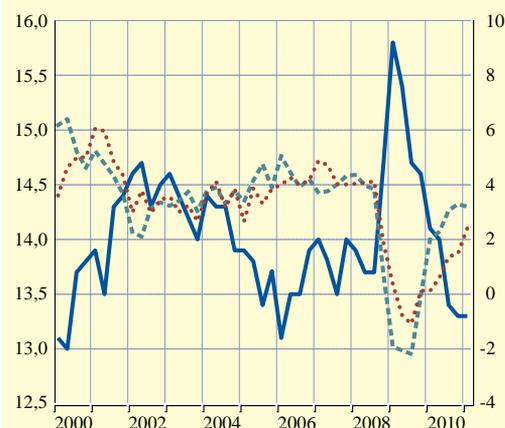


Fonti: Eurostat e BCE.

Figura 8 Reddito, consumi e tasso di risparmio delle famiglie

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; in percentuale)

— tasso di risparmio, destagionalizzato (scala di sinistra)
 reddito (scala di destra)
 - - - consumi (scala di destra)

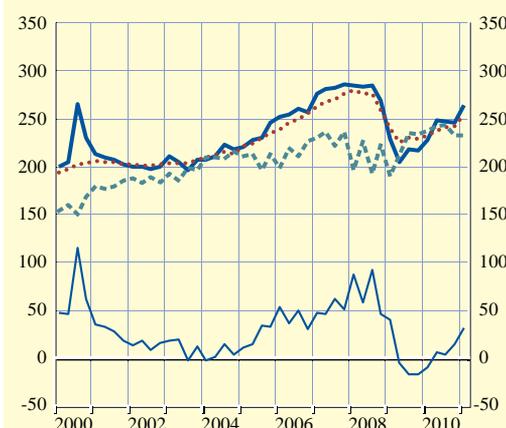


Fonti: Eurostat e BCE.

Figura 9 Investimenti, utili non distribuiti e indebitamento netto(+)/accreditamento netto (-) delle società non finanziarie

(in miliardi di euro; su base destagionalizzata)

— investimenti non finanziari
 di cui, investimenti fissi
 - - - utili non distribuiti e trasferimenti netti di capitale
 — indebitamento netto (+)/accreditamento netto (-)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.
 Nota: il picco raggiunto dagli investimenti e dall'indebitamento netto nel 2000 rispecchia l'impatto delle licenze di telefonia mobile (UMTS), che sono state contabilizzate come spese delle società non finanziarie.

ferenze tra paesi, alcuni dei quali hanno ad esempio registrato una forte espansione degli investimenti immobiliari prima del 2007 oppure cicli più pronunciati del tasso di risparmio rispetto agli altri nel periodo 2008-2010.

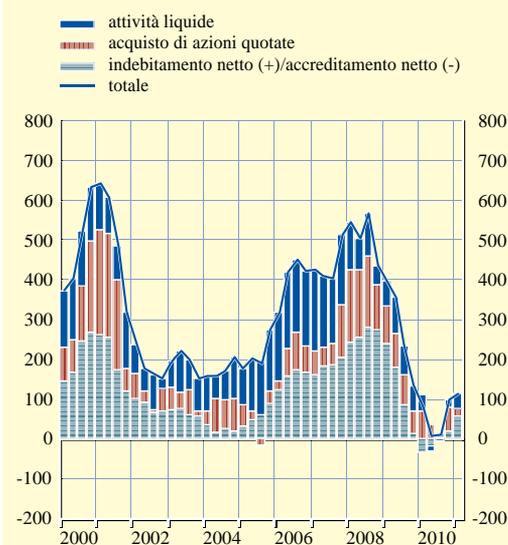
A differenza delle famiglie, che hanno ridotto tempestivamente la spesa, le società non finanziarie hanno continuato a indebitarsi e ad ampliare i bilanci fino al terzo trimestre del 2008. La figura 9 mostra la crescita (su base destagionalizzata) fino a tale data dell'indebitamento netto delle società non finanziarie derivante dall'espansione degli investimenti e dalla flessione degli utili non distribuiti. Anche la scomposizione del finanziamento esterno delle società non finanziarie in base all'impiego dei fondi (cfr. figura 10) segnala una crescente esposizione al rischio, in presenza di un'espansione degli acquisti di azioni quotate fino alla metà del 2008. Inoltre, il forte accumulo di attività liquide⁸⁾ osservato dal 2006 si è moderato a partire dalla fine del 2007 in quanto le imprese hanno iniziato ad attingere alle loro riserve di liquidità. Invertendo

bruscamente la rotta, nell'ultimo trimestre del 2008 le società non finanziarie hanno ridimensionato tutte le tipologie di spesa – investimenti fissi, scorte, salari, spese correnti (ad esempio, viaggi), ma anche interessi e dividendi – oltre che di altri esborsi, ad esempio per l'acquisto di azioni quotate. Hanno inoltre pagato meno imposte sul reddito e sono riuscite a trasformare il saldo del loro conto finanziario da un amplissimo disavanzo nel 2008 a un avanzo nell'estate del 2009 accumulando contante e riducendo il fabbisogno di finanziamento esterno. A partire dalla metà del 2009 la crescita degli investimenti (inizialmente dovuta in larga parte all'inversione del forte decumulo delle scorte nel primo semestre dell'anno) è stata quasi interamente controbilanciata da quella degli utili non distribuiti. Si è di conseguenza venuta a creare una situazione in cui le società non finanziarie hanno evitato di tornare a posizioni di disavanzo finanziario notevole e la ripresa del loro finanziamento ester-

8) Depositi, titoli di debito detenuti e quote di fondi comuni.

Figura 10 Finanziamento esterno delle società non finanziarie per tipologia di impiego dei fondi

(somme mobili di quattro trimestri; in miliardi di euro)

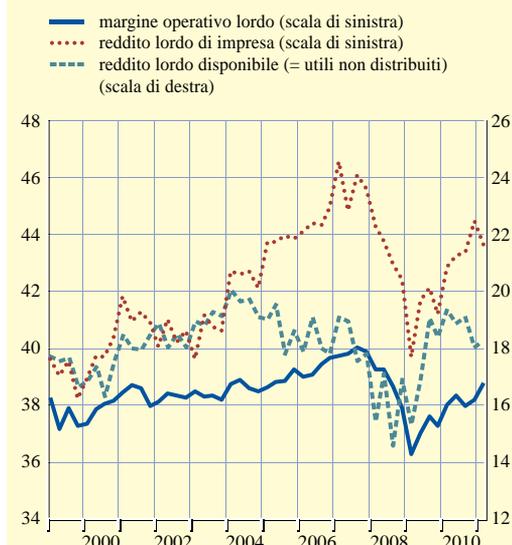


Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: a fini di presentazione, alcune transazioni concernenti le attività non sono riportate all'interno del finanziamento essendo prevalentemente interne al settore (prestiti concessi da società non finanziarie, azioni non quotate, altri conti attivi/passivi).

Figura 11 Misure dell'utile lordo delle società non finanziarie dell'area dell'euro

(in percentuale del valore aggiunto; su base destagionalizzata)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE.

no è stata per lo più accompagnata da un nuovo accumulo di liquidità fino al primo trimestre del 2011, quando l'indebitamento netto di questo settore è cresciuto in misura significativa.

Come mostra la figura 11, l'analisi dei margini di profitto può fondarsi su una serie di misure calcolate a partire dagli EAA. Emerge con particolare evidenza come sia il margine operativo lordo sia il reddito lordo d'impresa abbiano subito un forte calo dalla metà del 2007, che ha toccato un punto di svolta nel primo trimestre del 2009 e che è stato dovuto inizialmente a fattori quali la trasmissione incompleta degli aumenti dei prezzi delle materie prime e il persistere delle pressioni salariali e successivamente all'impatto negativo della recessione. Il margine operativo lordo è poi tornato gradualmente ad aumentare durante la ripresa, in presenza di forti pressioni concorrenziali e di una trasmissione incompleta degli elevati costi degli *input*. Gli utili non distribuiti delle società non finanziarie hanno invece evidenziato un recupero più veloce sulla scia dei minori interessi netti corrisposti (in quanto

le imprese sono state i principali beneficiari del livello molto contenuto dei tassi ufficiali), delle basse imposte versate (per l'impatto ritardato della discesa dell'attività su livelli minimi) e dei modesti dividendi netti pagati (poiché le imprese hanno ampiamente ridotto o congelato il pagamento dei dividendi nel 2009 come misura supplementare di risparmio di liquidità). Il reddito di impresa si colloca in posizione intermedia, in quanto ha recuperato più del margine operativo ma meno degli utili non distribuiti⁹⁾.

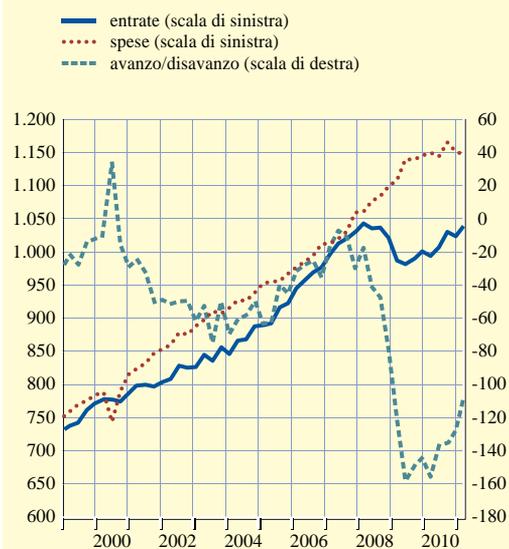
9) Il margine operativo lordo rileva i margini sull'attività produttiva (sostanzialmente, la differenza tra le vendite da un lato e gli acquisti e la retribuzione del fattore lavoro dall'altro). Il passaggio da margine operativo lordo a reddito lordo di impresa aggiunge a questo aggregato gli interessi netti percepiti e i dividendi ricevuti. Gli utili non distribuiti (che per le imprese rappresentano anche il reddito disponibile e il risparmio) sono calcolati sottraendo gli altri trasferimenti correnti netti, per lo più imposte versate e dividendi pagati. Una valutazione dei margini basata sul reddito di impresa può essere soggetta a errori di interpretazione, principalmente a causa del fatto che i dividendi interni al settore (vale a dire, distribuiti da società non finanziarie residenti e percepiti da altre società non finanziarie residenti) non sono di norma eliminati. Come indicazione approssimativa, i dividendi ricevuti dalle società non finanziarie sono passati dal 3,8 per cento del valore aggiunto nel 2000 al 7,8 nel 2010.

La posizione delle amministrazioni pubbliche si è deteriorata lentamente fra il secondo trimestre del 2007 (quando era prossima all'equilibrio) e il terzo trimestre del 2008, per motivi riconducibili soprattutto alla minore crescita delle entrate. Nel 2009 ha invece subito un peggioramento pronunciato, per l'azione degli stabilizzatori automatici di bilancio e l'attuazione di una serie di misure di politica economica¹⁰⁾ (cfr. figura 12). La forte riduzione delle imposte dirette e dei contributi sociali versati dalle famiglie e dalle società non finanziarie, assieme all'accelerazione delle prestazioni sociali erogate, ha fornito un sostegno al reddito in entrambi i settori. La recessione aveva nel frattempo trasformato gli squilibri del settore privato, che si erano accumulati in alcuni paesi prima della crisi, in disavanzi ampi (o più ampi) delle amministrazioni pubbliche, creando l'urgente necessità di risanare i conti pubblici. Nel primo trimestre del 2010 l'attuazione delle manovre correttive ha iniziato a rallentare la spesa pubblica, che nel primo trimestre del 2011 ha registrato un tasso di variazione negativo sul periodo corrispondente per la prima volta dall'avvio dell'Unione monetaria in presenza di retribuzioni dei dipendenti pubblici quasi stabili sul periodo corrispondente per tre trimestri consecutivi. Al tempo stesso le entrate delle amministrazioni pubbliche hanno iniziato ad aumentare grazie alle misure di risanamento e agli effetti degli stabilizzatori automatici di bilancio in un'economia in fase di ripresa. Ciò si è tradotto in una moderata riduzione del disavanzo delle amministrazioni pubbliche a partire dal primo trimestre del 2010. Gli squilibri di bilancio sono tuttavia rimasti ampi.

Per completare l'esame dei settori istituzionali, vale la pena notare che le società finanziarie dell'area dell'euro mostrano un avanzo finanziario piuttosto regolare e cospicuo. Ciò riflette principalmente il contributo degli utili non distribuiti al capitale, che è stato tuttavia insufficiente a evitare la crescita dell'indice di leva finanziaria (cfr. sezione 4). Si rileva inoltre che l'avanzo ha teso a crescere ulteriormente sia durante sia dopo la crisi: tale risultato, in una certa misura contrario a quello che ci si potreb-

Figura 12 Spese, entrate e disavanzo delle amministrazioni pubbliche

(in miliardi di euro; su base destagionalizzata)



Fonti: Eurostat, BCE ed elaborazioni degli esperti della BCE (destagionalizzazioni a cura degli autori).

be attendere, rispecchia in larga parte l'aumento dei differenziali sulle attività di intermediazione osservato dal 2007 dopo il precedente calo su livelli estremamente bassi¹¹⁾.

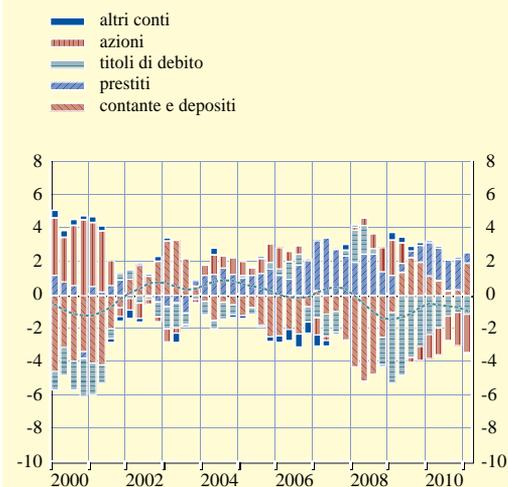
La differenza positiva tra gli avanzi e i disavanzi dei settori residenti ha determinato per il periodo 2002-2007 una posizione di accredito netta dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo. Nel corso del 2007 e del 2008 l'effetto congiunto di uno shock negativo sulle ragioni di scambio (dovuto a un forte aumento dei prezzi delle materie prime) e del contributo ripetutamente negativo dell'interscambio netto alla crescita del PIL ha trasformato gli avanzi dell'area dell'euro in disavanzi (cfr. figure 13

10) Tali misure non includono tuttavia gran parte dei provvedimenti a sostegno del settore bancario classificati da Eurostat come ininfluenti per il disavanzo (cfr. sezione 5).

11) In base ai principi di contabilità noti con il nome di Sistema europeo dei conti 1995 (SEC 95), gli utili non includono le minusvalenze (o le plusvalenze) che derivano ad esempio dalle attività tossiche acquistate dalle banche durante la fase di forte espansione economica. Inoltre, Eurostat non contabilizza i piani di salvataggio come reddito dei destinatari (o come trasferimenti di capitale ricevuti), bensì come finanziamenti.

Figura 13 Accredito netto dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo (per tipologia di strumenti)

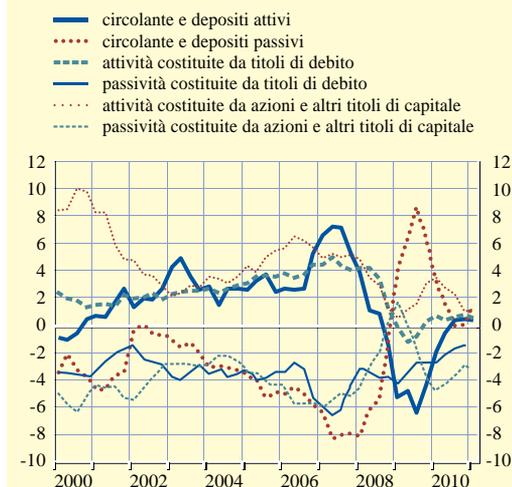
(in percentuale del PIL; somme mobili di quattro trimestri)



Fonti: Eurostat e BCE.
Nota: il grafico descrive le transazioni in attività finanziarie dei residenti dell'area dell'euro al netto delle passività nei confronti dei non residenti, presentandone una scomposizione per strumenti. Misura pertanto gli afflussi netti (-) o i deflussi netti (+) registrati nell'area dell'euro per i singoli strumenti.

Figura 14 Flussi di depositi e titoli da e verso l'area dell'euro

(in percentuale del PIL; somme mobili di quattro trimestri)



Fonte: BCE.
Nota: attività e passività dell'area dell'euro. Afflussi (-)/deflussi (+).

e 5). Le ragioni di scambio sono poi migliorate sensibilmente per alcuni trimestri a partire dalla metà del 2008, ma hanno ripreso a peggiorare dalla metà del 2009. Il contributo del commercio netto nell'area dell'euro è stato generalmente positivo dal secondo trimestre del 2009, grazie alla solida ripresa dell'economia mondiale, ma non sufficiente a riportare il saldo esterno in avanzo.

La posizione di indebitamento netto dell'area dell'euro è stata finanziata in modo ordinato durante la crisi e la ripresa, ma con modalità diverse che permettono di individuare tre fasi separate. In un primo momento, tra la metà del 2007 e la metà del 2008, gli ampi afflussi netti verso i depositi hanno finanziato i deflussi per altri strumenti: prestiti, titoli di debito e azioni. Successivamente, dopo l'insolvenza di Lehman Brothers, le transazioni transfrontaliere lorde – in particolare, depositi interbancari – hanno subito una rapida contrazione (cfr. figura 14). Il disavanzo dell'area dell'euro nel periodo 2008-2009 è stato prevalentemente finanziato dagli afflussi netti per titoli di debito e in parti-

colare dagli acquisti – da parte di non residenti – di obbligazioni emesse da residenti (più che dalla vendita, da parte di questi ultimi, di obbligazioni emesse da non residenti). Infine, nel 2010, la principale fonte di finanziamento del disavanzo è stata costituita dagli afflussi netti per titoli azionari (per lo più acquisti di non residenti) in presenza di un euro piuttosto forte.

4 LA LEVA FINANZIARIA DEI SETTORI ISTITUZIONALI

I disavanzi/avanzi finanziari e gli investimenti in attività non finanziarie interagiscono con gli andamenti dei bilanci. Il saldo fra debito¹²⁾ e attività è in particolare al centro dell'analisi economica e finanziaria, con lo scopo specifico di monitorare la stabilità finanziaria e la sostenibilità del debito. Benché sia difficile determinare

12) In questa sezione, per debito si intendono tutte le passività SEC 95 eccetto le azioni e gli altri titoli di capitale e i derivati finanziari. Per i settori non finanziari, sono esclusi anche gli altri conti passivi.

a priori un livello sostenibile per il debito¹³⁾, variazioni repentine nella percezione della sua sostenibilità possono dare origine a correzioni con ampie conseguenze macroeconomiche, come è stato osservato durante l'attuale crisi finanziaria. L'indebitamento può essere misurato in relazione al reddito, ma anche con riferimento alle attività sia finanziarie sia non finanziarie (cfr. riquadro 2).

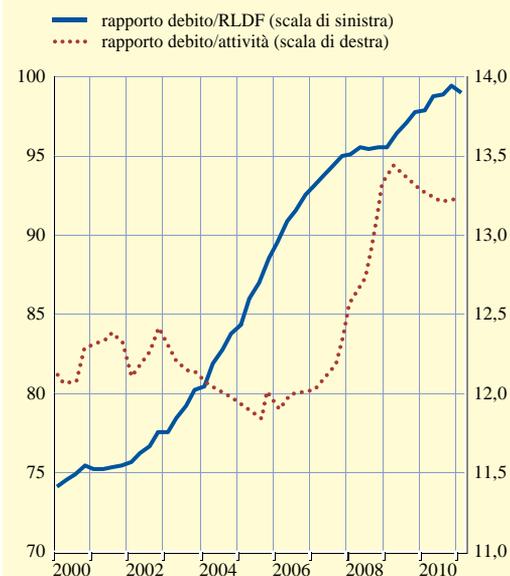
SETTORI NON FINANZIARI

Per quanto concerne le famiglie, nel periodo antecedente la crisi il debito è notevolmente aumentato in rapporto al reddito disponibile passando da circa il 75 per cento nel 2000 ad approssimativamente il 94 per cento nel 2007 (cfr. figura 15). Al tempo stesso è lievemente diminuito in percentuale delle attività, poiché il valore delle attività sia finanziarie sia non finanziarie è cresciuto più rapidamente. Ciò può avere concorso alla concomitante riduzione del tasso di risparmio attraverso gli effetti ricchezza. Dal 2007 i prezzi delle abitazioni in alcuni paesi dell'area hanno iniziato a scendere e nel 2008 le famiglie hanno visto contrarsi notevolmente il valore aggregato delle attività non finanziarie, con la conseguenza di una riduzione del loro patrimonio netto¹⁴⁾. Il conseguente ridimensionamento degli investimenti in edilizia residenziale e del debito finanziario ha permesso di arrestare temporaneamente la crescita del rapporto debito/reddito. Tale rapporto è tornato ad aumentare nel 2009 – nonostante un'ulteriore riduzione degli investimenti non finanziari e del connesso fabbisogno di finanziamento – in quanto è diminuito il reddito disponibile e si è stabilizzato solo nel 2010 (a circa il 99 per cento), quando la crescita molto bassa del debito delle famiglie è stata controbilanciata da un'espansione altrettanto moderata del reddito disponibile.

Il patrimonio netto delle famiglie può essere ulteriormente analizzato scomponendone le variazioni trimestrali in termini di transazioni e altre variazioni¹⁵⁾ (cfr. figura 16), queste ultime principalmente riconducibili a plusvalenze su azioni e immobili residenziali. Negli anni antecedenti la crisi il patrimonio netto delle famiglie, espresso nella figura 16 in percentuale del

Figura 15 Indici di indebitamento delle famiglie

(in percentuale del reddito lordo disponibile delle famiglie (RLDF) e delle attività¹⁾)



Fonti: Eurostat e BCE.

1) Attività finanziarie e non finanziarie.

reddito disponibile, è cresciuto notevolmente per motivi in larga parte riconducibili ai continui aumenti dei prezzi delle abitazioni.

Queste plusvalenze sono state molto maggiori dell'accumulo di ricchezza attraverso il risparmio. Successivamente, il netto calo delle quotazioni azionarie nel 2008 ha dato origine a cospicue minusvalenze sulle attività finanziarie e

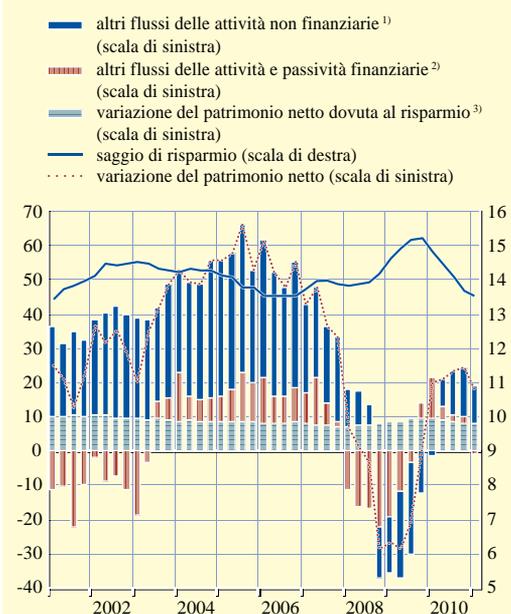
13) Gran parte della letteratura teorica si è concentrata sulla composizione del finanziamento o della leva finanziaria, più che sui livelli di debito in base all'ipotesi di Modigliani-Miller. Per la formulazione originale dell'ipotesi dell'irrelevanza (sulla struttura patrimoniale), cfr. Modigliani, F. e Miller, M., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, n. 48(3), 1958, pagg. 261-97. La letteratura successiva sulla struttura patrimoniale delle imprese ha individuato fattori che influiscono sul rapporto ottimale fra capitale di rischio e debito. Per una rassegna di tali studi successivi, cfr. Villamil, A., "The Modigliani-Miller theorem" in Durlauf, S.N. e Blume, L.E. (a cura di), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave MacMillan, 2008.

14) Per patrimonio netto nel SEC 95 si intende la differenza tra attività e passività, comprendenti le quote azionarie.

15) I cosiddetti "altri flussi economici", che comprendono "guadagni e perdite in conto capitale" e "altre variazioni di volume delle attività".

Figura 16 Variazione del patrimonio netto delle famiglie nell'area dell'euro

(somme mobili di quattro trimestri; in percentuale del reddito disponibile)

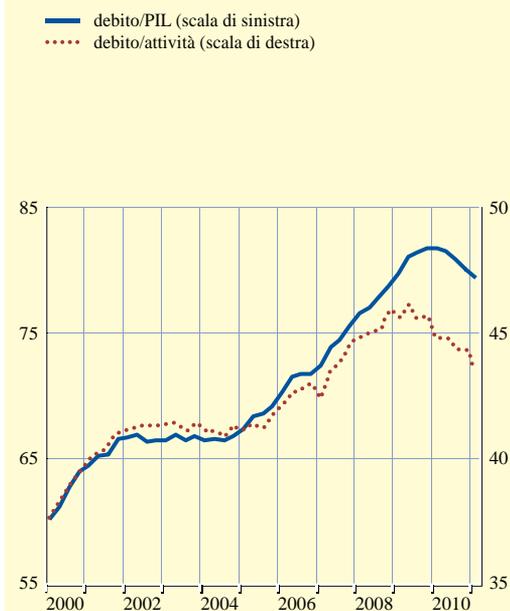


Fonti: Eurostat e BCE.

- 1) Prevalentemente profitti e perdite su attività immobiliari e terreni.
- 2) Prevalentemente profitti e perdite su azioni e altre partecipazioni.
- 3) Questa voce ricomprende il risparmio netto, i trasferimenti netti di capitale ricevuti e la discrepanza fra i conti non finanziari e finanziari.

Figura 17 Indici di indebitamento delle società non finanziarie

(in percentuale del PIL e delle attività¹⁾)



Fonti: Eurostat e BCE.

- 1) Attività finanziarie e non finanziarie.

la situazione è stata ulteriormente aggravata dal calo dei prezzi degli immobili residenziali verso la fine dell'anno. L'effetto congiunto di questi sviluppi e del generale deterioramento delle prospettive economiche complessive ha indotto le famiglie ad accrescere il risparmio, con effetti tuttavia trascurabili sul calo del patrimonio netto nel 2009. Quest'ultimo ha ripreso a crescere soltanto nel 2010, quando le minusvalenze sulle attività si sono trasformate in plusvalenze.

Come illustrato nella sezione 3, le società non finanziarie dell'area dell'euro hanno iniziato più tardi delle famiglie a ridimensionare la spesa. Tra il 2004 e la metà del 2008 hanno accumulato debito a ritmi sostenuti nel contesto dell'intensa attività di investimento e di fusione e acquisizione finanziata mediante indebitamento. Successivamente, quando l'economia ha subito una rapida contrazione nel 2009, il rapporto debito/

PIL delle società non finanziarie ha continuato a crescere per tutto l'anno (effetto denominatore) nonostante la rapida reazione delle società non finanziarie, che hanno ridotto i disavanzi finanziari e riportato i saldi in avanzo nel giro di pochi trimestri. Tale rapporto ha preso a scendere solo nel 2010, quando la crescita del PIL ha superato quella del debito (cfr. figura 17).

SETTORE FINANZIARIO

A differenza di quanto avviene nei settori non finanziari, in quello finanziario i bilanci non evidenziano una dinamica dominata dagli squilibri tra spese ed entrate interni al settore e non reagiscono direttamente agli stessi. In linea con la funzione economica svolta dagli intermediari, i loro bilanci costituiscono dei veicoli per lo scambio di fondi tra operatori non finanziari e presentano di conseguenza andamenti più strettamente connessi a quelli dei bilanci di tali operatori.

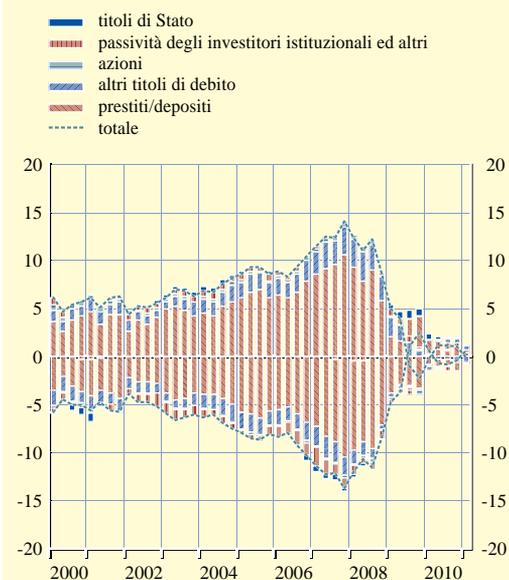
I bilanci degli intermediari registrano una crescita superiore alla media nelle fasi di espansione economica, durante le quali le unità istituzionali non finanziarie richiedono quantitativi crescenti di fondi, e di norma più moderata in quelle di rallentamento. La figura 18 mostra come negli EAA tale profilo caratterizzi le istituzioni finanziarie monetarie (IFM) dell'area dell'euro a partire dal 2005. Il tasso di incremento annuo dei loro bilanci è aumentato gradualmente fino all'ultima parte del 2007, quando ha raggiunto il 14 per cento. Si è poi indebolito moderatamente nel corso dell'anno successivo e, dopo l'insolvenza di Lehman Brothers, ha subito un brusco calo che lo ha portato a -2 per cento sul periodo corrispondente alla fine del 2009.

Periodi di elevata espansione dei bilanci degli intermediari finanziari possono tradursi in aumenti prociclici del rapporto debito/attività (d'ora in avanti denominato "indice di leva finanziaria") del settore, che potrebbero presentare dei rischi per la stabilità finanziaria e innescare o esacerbare un ciclo di forte ascesa e repentino calo (*boom-and-bust*) della crescita economica¹⁶). La figura 19 presenta gli andamenti della leva finanziaria delle IFM e degli altri intermediari finanziari (AIF)¹⁷) negli ultimi dieci anni, distinguendo tra un indice "complessivo" e uno "nozionale" che deriva esclusivamente dall'accumulo attivo di debito e capitale e non tiene conto degli effetti dei prezzi delle attività (cfr. anche il riquadro 2). Ciò permette di esaminare le variazioni della leva dovute ai movimenti dei corsi delle attività e la reazione attiva degli intermediari agli stessi (oltre che il loro effetto sul grado di leva).

Il livello degli indici è superiore per le IFM, che ricorrono alla leva finanziaria come parte della loro attività commerciale fondamentale (vale a dire la raccolta di depositi e la concessione di prestiti). Tuttavia, la notevole crescita dell'indice complessivo riferito agli AIF osservata a partire dal volgere del secolo (dal 27 per cento agli inizi del 2000 al 41 per cento alla fine del 2010, a fronte di un aumento di meno di due punti percentuali – al 92 per cento – per le banche) attesta il progressivo spostamento dell'intermediazione finanziaria verso le istituzioni non bancarie¹⁸).

Figura 18 Il bilancio delle IFM

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



Fonti: Eurostat e BCE.

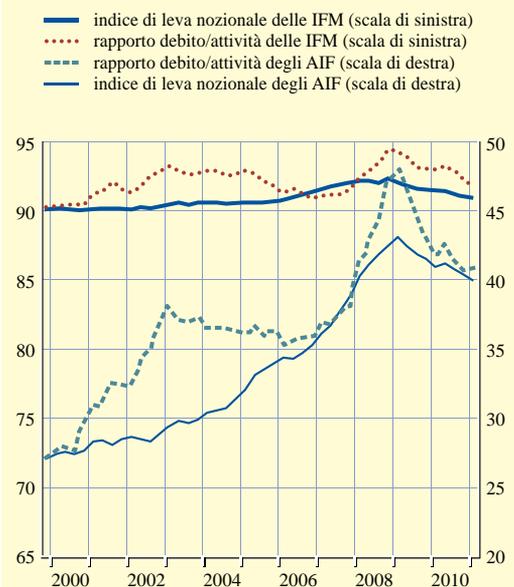
- 16) Parte del settore finanziario è incentivata a reagire agli aumenti dei prezzi delle attività accrescendo ulteriormente il debito per ripristinare o persino aumentare l'indice di leva finanziaria (cfr., ad esempio, Adrian, T. e Shin, H.S., *Liquidity and Leverage*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, n. 328, 1° gennaio 2009). Tale comportamento potrebbe inoltre essere ulteriormente incoraggiato da fattori istituzionali, quali la tendenza verso un allentamento regolamentare nelle fasi di forte espansione economica (cfr. "The role of valuation and leverage in procyclicality", *CGFS Papers*, n. 34 e il Rapporto del gruppo di lavoro misto del Forum per la stabilità finanziaria e del Comitato sul sistema finanziario globale presieduto da Jean-Pierre Landau, Banque de France, aprile 2009).
- 17) Il settore degli AIF comprende operatori molto diversi fra di loro: intermediari ad alto grado di leva assimilabili alle banche (a volte definiti come appartenenti al "sistema bancario ombra"), quali le società veicolo che gestiscono le operazioni di cartolarizzazione, e fondi di investimento con passività quasi interamente composte da quote azionarie.
- 18) Questi intermediari si distinguono dalle banche in quanto non dispongono di un regime di assicurazione dei depositi, non hanno accesso alle operazioni di liquidità della banca centrale e non sono sottoposti a requisiti regolamentari stringenti. L'adozione di modelli operativi che economizzano sul capitale di vigilanza ha indotto l'attività di intermediazione a migrare verso operatori inclusi nel settore degli AIF, quali le società veicolo per le cartolarizzazioni, come risultato del passaggio dall'attività bancaria tradizionale (intermediazione di depositi/prestiti) al modello di creazione e immediato trasferimento del credito (*originate to distribute*) in cui i prestiti sono erogati dalle banche ma distribuiti agli investitori attraverso la cartolarizzazione.

Gli andamenti della leva finanziaria possono essere suddivisi in tre fasi distinte. Nella prima, conclusasi alla fine del 2004, l'indice di leva nozionale delle IFM è rimasto sostanzialmente invariato a fronte di un forte incremento di quello degli AIF. Tale andamento non appare chiaramente visibile negli indici complessivi, sui quali hanno influito gli aumenti dei prezzi delle attività nel periodo. Nella seconda, compresa tra gli inizi del 2005 e la metà del 2008, l'effetto di mascheramento dei prezzi delle attività è stato ancor più pronunciato: l'indice complessivo è rimasto stabile per gli AIF ed è diminuito per le IFM in un momento in cui sia gli uni sia gli altri registravano di fatto un forte accumulo di debito che ne accresceva la leva nozionale e ha iniziato ad aumentare in entrambi i settori solo a partire dalla fine del 2007, quando

i prezzi delle attività hanno preso a rallentare. Infine, nel periodo successivo all'insolvenza di Lehman Brothers entrambi i settori sono stati contraddistinti da una sostenuta riduzione della leva, su cui hanno influito in qualche misura il forte impatto del calo dei prezzi delle attività sui rispettivi indici complessivi e la conseguente reazione intesa a riportarli su livelli sostenibili. In questo contesto, la crescita dei bilanci delle società finanziarie si è pressoché arrestata (cfr. figura 18 per le IFM) riflettendo da un lato la dismissione di attività non caratteristiche (*non-core*) e dall'altro lo spostamento dal finanziamento bancario al finanziamento sul mercato (cfr. sezione 5). Questa sequenza di eventi starebbe a indicare che esiste una relazione di anticipo-ritardo (*lead-lag*) fra l'indice di leva complessivo e quello nozionale e che

Figura 19 La leva finanziaria nel settore delle istituzioni finanziarie

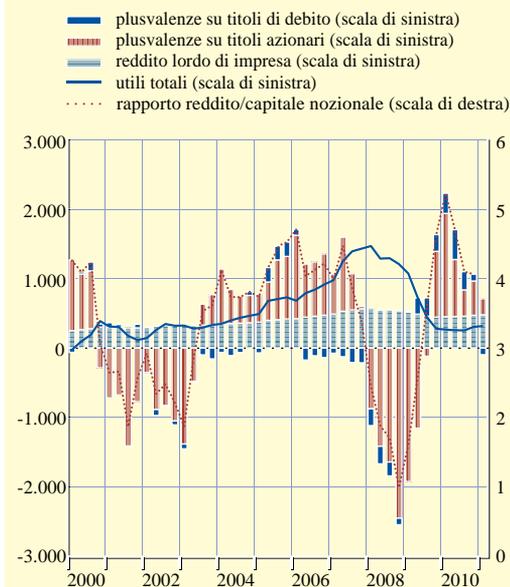
(debito in percentuale delle attività)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura 20 Utili delle istituzioni finanziarie

(flussi di quattro trimestri in miliardi di euro; percentuali)



Fonti: Eurostat e BCE.

Note: gli utili sono definiti come la somma del reddito lordo di impresa e delle plusvalenze su attività costituite da titoli azionari e di debito (cfr. nota in calce 19). Nel rapporto reddito/capitale nozionale il numeratore è costituito dal reddito lordo di impresa e il denominatore è la risultante dell'accumulo delle transazioni in titoli azionari nello stock di capitale a valore di mercato alla fine del primo trimestre del 1999. Per titoli azionari si intendono le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio (escluse le quote di fondi del mercato monetario). Per transazioni in titoli azionari si intendono le transazioni finanziarie in titoli azionari (emissioni azionarie) e gli utili non distribuiti.

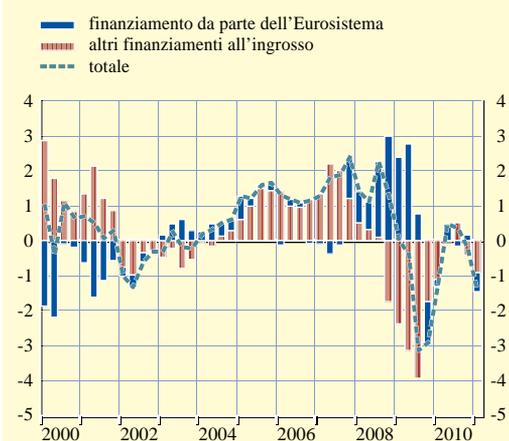
interazioni positive tra i prezzi delle attività e la leva finanziaria svolgono un ruolo di rilievo negli andamenti del debito nell'area dell'euro.

La forte crescita della leva nell'ultimo decennio ha anche contribuito all'apparente incremento sostanziale del rendimento del capitale *ex post*, misurato dal rapporto fra reddito di impresa e capitale nozionale nella figura 20. Quest'ultima mostra anche una misura più ampia degli utili delle istituzioni finanziarie che comprende il reddito di impresa e le plusvalenze sulle attività¹⁹⁾. Il reddito di impresa ha contribuito costantemente alla redditività fino al 2008, quando il rallentamento economico e i successivi abbassamenti dei tassi di interesse hanno gravato sui profitti delle istituzioni finanziarie e questo, assieme alla riduzione del grado di leva, ha fatto scendere il rapporto reddito/capitale nozionale di oltre un punto percentuale dalla fine del 2007. Al tempo stesso le istituzioni finanziarie hanno beneficiato di plusvalenze su azioni a partire dalla metà del 2009, compensando in larga misura le perdite subite durante la prima fase della crisi finanziaria.

Gli indici di leva delle istituzioni finanziarie riflettono anche il proliferare di numerosi "livelli" di intermediazione e l'allungamento delle catene di intermediazione²⁰⁾ tra il prestatore iniziale e il mutuatario finale. La figura 21 illustra questo fenomeno esaminando le variazioni della quota di finanziamento all'ingrosso sul finanziamento totale delle IFM attraverso depositi e prestiti. Il finanziamento all'ingrosso è costituito dai fondi veicolati verso le IFM attraverso altri intermediari quali le altre IFM (ad esempio, il mercato interbancario), gli investitori istituzionali (AIF), i non residenti (per lo più, banche estere) e l'Eurosistema e non comprende quindi la tradizionale raccolta diretta basata sui depositi del settore non finanziario²¹⁾. Esso è aumentato nettamente a partire dal 2004, riflettendo il progressivo allontanamento dalla configurazione tradizionale dei finanziamenti (realizzatosi ad esempio attraverso il passaggio a un modello operativo di tipo "originate-to-distribute" o all'utilizzo delle operazioni pronti contro termine), e ha di conseguenza accresciui-

Figura 21 Il finanziamento all'ingrosso delle IFM da parte delle IFM

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



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: variazioni della quota del finanziamento all'ingrosso sul finanziamento totale mediante depositi/prestiti.

to l'esposizione delle IFM alle turbative nei mercati monetari. Nel 2007, quando tali mercati hanno evidenziato problemi al manifestarsi delle turbolenze finanziarie, il finanziamento all'ingrosso complessivo è stato inizialmente sostenuto dal ricorso all'Eurosistema. Successivamente, le difficoltà nei mercati monetari ne hanno fatto scendere notevolmente l'incidenza sul totale nonostante il crescente sostegno offerto dall'Eurosistema. Questo calo del finanziamento all'ingrosso ha contribuito in misura importante alla correzione dei bilanci delle IFM sulla scia della crisi.

19) Il reddito lordo di impresa (cfr. nota in calce 9) delle IFM corrisponde sostanzialmente agli interessi attivi meno gli interessi passivi più le commissioni bancarie e i dividendi ricevuti. Le plusvalenze/minusvalenze sono le variazioni di valore delle attività (valutate a prezzi di mercato nei conti nazionali) e comprendono sia gli utili e le perdite realizzati con la vendita delle stesse sia quelli latenti nei bilanci ma non ancora realizzati.

20) Cfr. ad esempio Shin, H.S., *Financial intermediation and the post-crisis financial system*, Working Paper della BRI, n. 304, Basilea, marzo 2010.

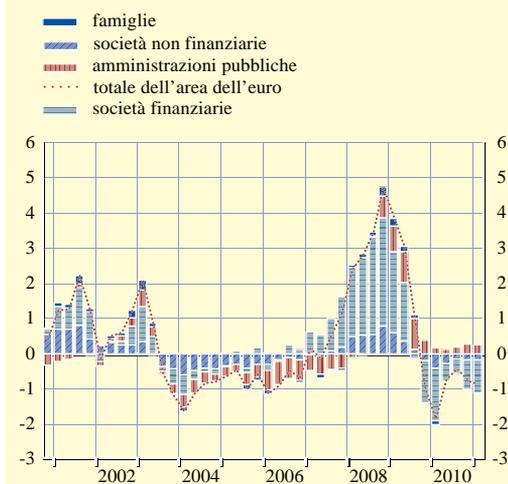
21) Un'analisi più approfondita dovrebbe includere il finanziamento con titoli di debito. Gli EAA non forniscono ancora una scomposizione delle disponibilità di titoli per settore controparte emittente. La BCE prevede tuttavia di raccogliere tali informazioni in futuro.

INTERA ECONOMIA

La figura 22, che descrive le variazioni del rapporto debito/attività (complessivo, al valore di mercato) dell'intera economia scomposto per settore istituzionale, mostra come durante la fase antecedente la crisi le istituzioni finanziarie abbiano fornito un contributo preponderante all'aumento della leva finanziaria. I due episodi di correzione dei bilanci osservati dal volgere del secolo (rispettivamente, nel 2000-2002 e 2008-2009) sono stati entrambi contraddistinti dal ruolo predominante delle società non finanziarie negli andamenti dell'indice di leva prima delle fasi di *bust*. Nel periodo recente, invece, è cresciuto notevolmente il contributo del settore finanziario. Ciò sta a indicare un ruolo molto maggiore della leva delle banche o di soggetti analoghi in questa recente fase di forte espansione del credito, mentre la bolla tecnologica al volgere del secolo era stata trainata in misura superiore dal ricorso al mercato e al capitale di rischio.

Figura 22 L'indice di leva finanziaria dell'area dell'euro¹⁾ e il contributo dei diversi settori

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



Fonti: Eurostat e BCE.

1) Indice di leva "complessivo" – statistiche non consolidate.

Riquadro 2

MODALITÀ DI ANALISI DELL'INDEBITAMENTO E DELL'INDICE DI LEVA FINANZIARIA

Le analisi dell'indebitamento comportano di norma un esame dell'incidenza del debito o del servizio del debito sul reddito. Poiché tuttavia i debiti sono contratti per finanziare le attività, è importante considerare anche il rapporto debito/attività ("indice di leva finanziaria")¹⁾ collocando al denominatore la somma delle attività sia finanziarie sia non finanziarie (di valore notevole, ma difficile da misurare)²⁾. Una motivazione essenziale alla base della scelta dell'analisi di questo rapporto è che le attività spesso costituiscono una fonte di flussi finanziari necessaria ad assicurare il servizio del debito, vengono usate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento e possono essere vendute in caso di difficoltà finanziarie³⁾. La leva può essere misurata anche in termini di incidenza del debito sul capitale al valore di mercato (oppure sulla somma di debito e capitale). I risultati saranno tuttavia diversi nella misura in cui il valore di mercato del capitale non corrisponde alle attività nette, ma è dato dalla somma di queste ultime e del patrimonio netto, e include in particolare anche le attività fuori bilancio (quali l'avviamento non rilevato).

Nell'analizzare gli indici di leva, occorre tenere attentamente conto degli effetti di consolidamento⁴⁾ poiché le misure della leva dipendono dalla modalità consolidata o non consolidata di presentazione dei dati all'interno del settore.

- 1) Preso singolarmente, ciascun debito costituisce anche un'attività: il debito di un operatore è infatti l'attività di un altro. Di conseguenza, dal punto di vista dei flussi di fondi, l'analisi dell'accumulo del debito non può essere scissa da quella dell'accumulo delle attività (da parte degli altri operatori).
- 2) Gli EAA non includono ancora le scorte e il valore dei terreni nelle attività delle società non finanziarie.
- 3) Attività quali i prestiti o persino determinati titoli di debito emessi da società che svolgono operazioni di cartolarizzazione possono tuttavia risultare difficili da vendere.
- 4) In statistica, il consolidamento consiste semplicemente nell'eliminazione dei collegamenti intrasettoriali (ad esempio consistenze e transazioni). In contabilità, invece, richiede anche la definizione del perimetro di consolidamento.

Ciò vale in particolare per le istituzioni finanziarie, che interagiscono fra di loro attraverso reti complesse di attività finanziarie, ma anche per le società non finanziarie che detengono cospicui quantitativi di conti attivi/passivi e prestiti intrasettoriali (cfr. sezione 5)⁵. Inoltre, dal momento che le azioni costituiscono una quota significativa delle attività delle società non finanziarie (il 30 per cento nell'area dell'euro alla fine del 2010), il mancato consolidamento di questa voce tende altresì a sottostimare l'indice di leva finanziaria. Questo articolo conduce un'analisi su base non consolidata per motivi riconducibili non solo alla difficoltà di ottenere i dati ma anche al fatto che tale tipologia di analisi permette di ottenere un quadro più completo dei profili di intermediazione (cfr. sezione 5).

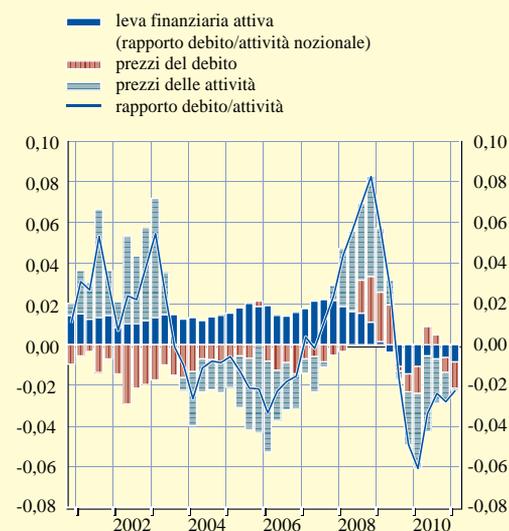
L'applicazione ai conti del principio del valore di mercato⁶ comporta spesso oscillazioni ampie dell'indice di leva finanziaria dovute non soltanto al risparmio netto e alle emissioni azionarie ("leva attiva"), ma anche alle plusvalenze (su attività e passività). Per individuare la componente più direttamente controllata dagli operatori ed evitare livelli eccessivi di volatilità, da un punto di vista analitico può essere utile seguire nel tempo l'evoluzione non soltanto dell'indice di leva "complessivo" ma anche di quello "nozionale", che cumula i flussi di "leva attiva" (e tiene conto delle sole transazioni, escludendo le plusvalenze). La figura mostra ad esempio la scomposizione della variazione sul periodo corrispondente della leva complessiva (finanziaria) delle istituzioni finanziarie, distinguendo tra l'impatto dei movimenti di prezzo e quello di altri fattori, in tre componenti: transazioni in attività e passività, plusvalenze sulle attività e plusvalenze sulle passività. Ne emerge che la riduzione della leva (*deleveraging*) dal 2009 è dovuta in larga parte alle plusvalenze sulle attività e in misura inferiore a interventi deliberati in tal senso (impatto netto delle transazioni, vale a dire dell'emissione di azioni e della dismissione di attivi per rimborsare il debito).

5) Questo problema di consolidamento influisce anche su misure più tradizionali dell'indebitamento, quali il rapporto debito/reddito.

6) Con alcune eccezioni di rilievo come i prestiti, i depositi e gli altri conti attivi/passivi.

Variazioni dell'indice di leva finanziaria delle istituzioni finanziarie

(variazioni sul periodo corrispondente; in logaritmi)



Fonti: Eurostat e BCE.

5 VARIAZIONI DEI PROFILI DI INTERMEDIAZIONE

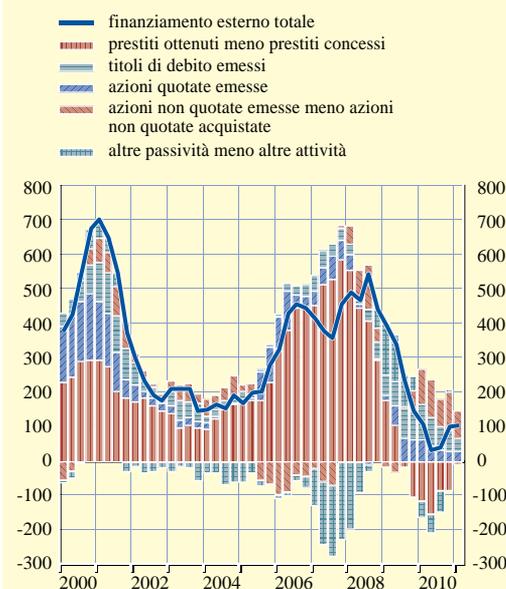
Gli EEA aiutano a rendere conto del fenomeno di disintermediazione osservato dopo l'insolvenza di Lehman Brothers. Reagendo all'inasprimento dei criteri di erogazione del credito nel contesto delle spinte verso un abbassamento del grado di leva finanziaria delle banche, gli operatori non

finanziari hanno ridotto il ricorso al finanziamento di enti creditizi e altri intermediari finanziari rivolgendosi più direttamente ad altre fonti. Al tempo stesso, si è ridotta l'intermediazione bancaria degli investimenti finanziari.

La tradizionale tendenza delle società non finanziarie dell'area dell'euro a finanziarsi presso le banche più che sui mercati (in particolare nel

Figura 23 Il finanziamento esterno delle società non finanziarie per tipologia di fonte dei fondi

(somme mobili di quattro trimestri; miliardi di euro)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: a fini di presentazione, alcune transazioni concernenti le attività non sono riportate all'interno del finanziamento essendo prevalentemente interne al settore (prestiti concessi da società non finanziarie, azioni non quotate, altri conti attivi/passivi).

confronto con gli Stati Uniti) si è invertita dopo l'insolvenza di Lehman Brothers. La figura 23 mostra che le somme di quattro trimestri dei flussi di finanziamento esterno, dominate dai prestiti delle IFM fino all'ultima parte del 2008 (a concorrenza di un livello annuo di 450 miliardi di euro), si sono successivamente riorientate verso il mercato²²⁾: le emissioni di titoli di debito e di azioni di società quotate sono salite a 150 miliardi di euro l'anno nel periodo 2009-10, mentre le società non finanziarie hanno rimborsato prestiti delle IFM per circa 100 miliardi di euro l'anno. Il rapido spostamento dei volumi di emissione verso il mercato è apparso ancor più rimarchevole per il fatto che il costo del ricorso a questo canale ha inizialmente registrato una forte crescita dopo l'insolvenza di Lehman Brothers (per poi ridursi gradualmente nel 2009 fino a raggiungere livelli molto bassi nel 2010). Ciò contrasta con i tassi di interesse sui prestiti bancari, misurati dalle statistiche MIR, che hanno preso a scendere rapidamente seguendo da vicino gli abbassamenti dei

tassi ufficiali operati dalla BCE in concomitanza con l'ampia offerta di liquidità da parte dell'Eurosistema. Questo sembra indicare inizialmente maggiori vincoli quantitativi per il finanziamento attraverso le banche: come attesta l'indagine sul credito bancario, gli enti creditizi hanno sostanzialmente inasprito i criteri di concessione dei prestiti e hanno preferito reperire sul mercato i fondi richiesti dalle società non finanziarie loro clienti in modo da non doverli far transitare come prestiti sui loro bilanci. L'evidenza disponibile sembra indicare che nel corso del 2009 e del 2010 le misure non convenzionali hanno raggiunto l'obiettivo desiderato di assicurare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria sostenendo le condizioni di finanziamento per le banche allo scopo di accrescere l'offerta di credito al settore privato²³⁾. Un movimento ancora più pronunciato verso il ricorso ai mercati si osserva a partire dal 2009 negli Stati Uniti (cfr. figura 24), dove le imprese hanno emesso ingenti quantitativi di titoli di debito ed effettuato consistenti rimborsi netti di prestiti. La prospettiva più lunga dei *flow of funds* statunitensi rivela più in generale come le emissioni di strumenti di debito siano di norma significativamente meno volatili del finanziamento bancario, che mostra una marcata ciclicità.

Oltre al finanziamento dinamico sui mercati, anche quello intrasettoriale²⁴⁾ ha svolto un'importante funzione di tamponamento e ha in particolare permesso alle imprese più piccole (che non possono ricorrere ai mercati dei capitali) di raccogliere i fondi necessari. La figura 25 mostra che i prestiti²⁵⁾ concessi dalle società non finanziarie (principalmente ad altre società) hanno accelerato nel 2007, fino a raggiun-

22) Il finanziamento sui mercati si è temporaneamente arrestato nel primo anno di turbolenza finanziaria (vale a dire, nel periodo compreso fra agosto del 2007 e lo stesso mese del 2008).

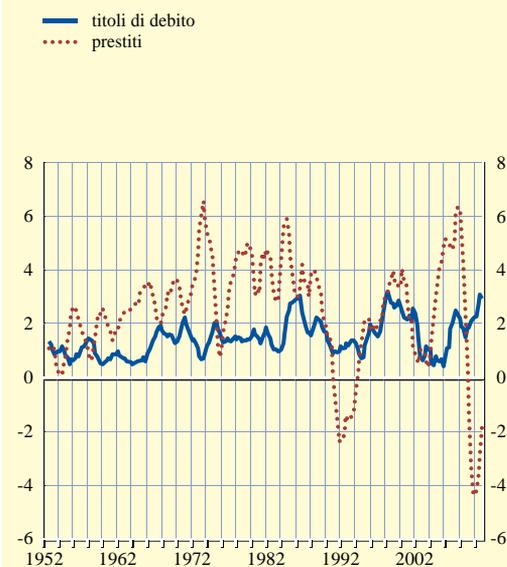
23) Cfr. l'articolo *Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE* nel numero di luglio di 2011 di questo Bollettino.

24) Le statistiche sui finanziamenti intrasettoriali sono disponibili soltanto agli EAA.

25) I crediti commerciali si distinguono dai prestiti poiché sono connessi alla consegna di beni e servizi, mentre i prestiti rilevano i ritardi di pagamento connessi a transazioni diverse dall'acquisto di beni e servizi.

Figura 24 Il finanziamento delle società non finanziarie statunitensi in prestiti e titoli di debito

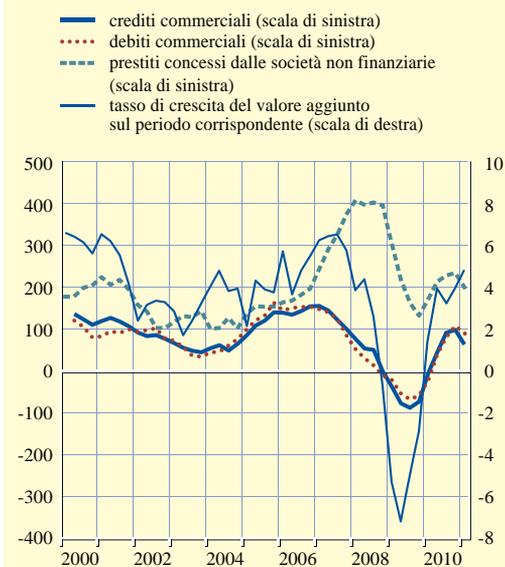
(somme mobili di quattro trimestri; in percentuale del PIL)



Fonti: Board of Governors del Federal Reserve System (Flow of Funds Accounts degli Stati Uniti) ed elaborazioni della BCE.

Figura 25 Prestiti concessi dalle società non finanziarie e crediti e debiti commerciali

(somme mobili di quattro trimestri in miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: i crediti e i debiti commerciali sono stimati dalla BCE sulla base di informazioni parziali.

gere il ragguardevole livello di 400 miliardi di euro l'anno, e sono rimasti su livelli piuttosto elevati – sebbene in calo – durante la recessione. Si è trattato in larga parte di finanziamenti infragruppo: le entità più piccole con problemi di finanziamento bancario hanno iniziato a rivolgersi alle capogruppo, sottoposte a vincoli minori o aventi un più agevole accesso ai mercati dei capitali. Evidenze aneddotiche ulteriori confermano tuttavia che le imprese (ad esempio del settore automobilistico) hanno occasionalmente accordato prestiti a fornitori con forti vincoli finanziari anche se non appartenenti allo stesso gruppo. Inoltre, mentre i flussi di crediti commerciali tendono di norma a muoversi in sincronia con il tasso di crescita del valore aggiunto delle società non finanziarie, nel punto di svolta inferiore del ciclo economico lo *stock* di tali crediti si è ridotto molto meno di quanto sarebbe stato giustificato dal calo dell'attività²⁶. Di conseguenza, il ritardo medio nei pagamenti è aumentato in misura significativa. Più di recente sono emersi segnali di reintermediazione: i prestiti delle IFM alle società non finanziarie

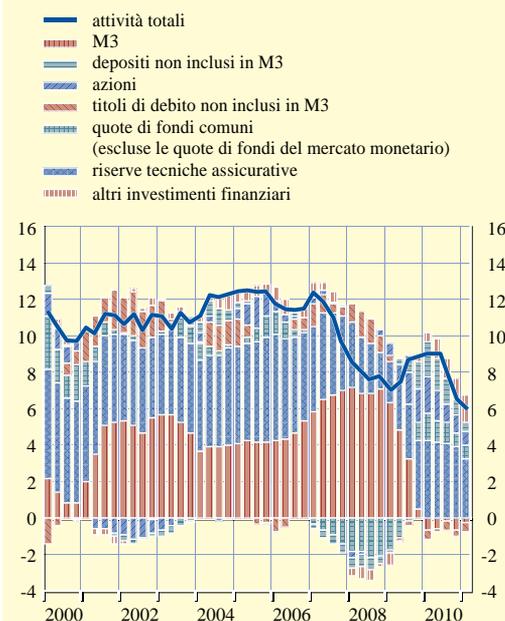
sono cresciuti (tornando in territorio positivo nel primo trimestre del 2011) e il ritmo finora vigoroso di crescita della raccolta nei mercati e dei prestiti intrasettoriali si è moderato.

Un movimento parallelo, e in una certa misura simmetrico, di disintermediazione è stato osservato anche nelle decisioni di investimento delle famiglie. Dopo l'iniziale ricomposizione dei portafogli a favore di attività finanziarie sicure e liquide incluse in M3 nel periodo 2007-2008 e le intense vendite di titoli, a partire dal 2009 le famiglie hanno iniziato a riequilibrare i loro investimenti (cfr. figura 26). Reagendo ai rendimenti attesi sui vari strumenti, e in particolare al forte calo della remunerazione dei depositi, hanno successivamente ripreso a investire in quote

26) I crediti commerciali non vanno confusi con i finanziamenti commerciali, che comportano la presenza di un'istituzione finanziaria terza e includono tra gli altri lo sconto di cambiali commerciali, il *factoring*, le lettere di credito, l'assicurazione sui crediti e l'assicurazione sulle esportazioni. I finanziamenti commerciali hanno fortemente risentito dell'insolvenza di Lehman Brothers.

Figura 26 Investimenti finanziari delle famiglie

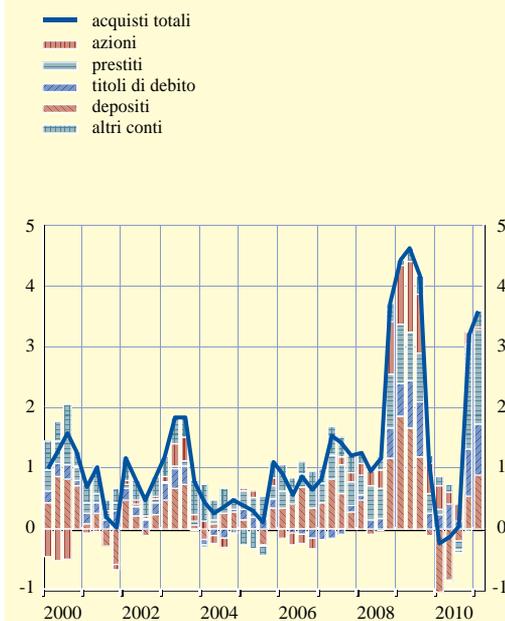
(somme mobili di quattro trimestri, in percentuale del reddito lordo disponibile)



Fonti: Eurostat e BCE.

Figura 27 Acquisti di attività finanziarie da parte delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro

(somme mobili di quattro trimestri, in percentuale del PIL)



Fonti: Eurostat e BCE.

di fondi comuni e in azioni quotate e hanno nel contempo venduto attività monetarie a basso rendimento. Sono inoltre tornate ad acquistare polizze di assicurazione vita e contratti pensionistici²⁷⁾.

Alla fine del 2008, quando le turbolenze finanziarie hanno raggiunto il culmine e il mercato interbancario ha evidenziato malfunzionamenti, le amministrazioni pubbliche hanno altresì fornito un ampio sostegno alle banche dei rispettivi paesi acquistandone le azioni e le obbligazioni, concedendo loro prestiti o anche – in alcuni casi – costituendo ingenti depositi presso di esse²⁸⁾ (cfr. figura 27). In questo modo, nella prospettiva dei flussi di fondi, le amministrazioni pubbliche hanno di fatto assunto temporaneamente un ruolo simile a quello degli intermediari. Ciò le ha indotte a emettere quantitativi di strumenti di debito molto superiori a quanto sarebbe stato giustificato dai rispettivi disavanzi. La generale riallocazione dei portafogli verso attività ritenute più sicure (*flight to safety*), che ha beneficiato i

titoli di Stato alla fine del 2008, ha fatto sì che i governi non trovassero inizialmente difficoltà a coprire questo fabbisogno di finanziamento straordinariamente ampio. Alla fine le banche (e i non residenti) hanno preso a effettuare acquisti molto ingenti di obbligazioni pubbliche, sfruttando le opportunità offerte dai *carry trade* lungo la curva dei rendimenti con attività all'epoca ritenute piuttosto sicure e come parte di un processo di riduzione del grado di leva finanziaria e del rischio (in un contesto in cui le normative tendono ad assegnare un peso ridotto o nullo alle passività delle amministrazioni pubbliche nel calcolo dei coefficienti di solvibilità). Questo le ha tuttavia esposte a tensioni aggiuntive all'emergere di ti-

27) Per un'analisi più a lungo termine a livello nazionale, cfr. Ramb, F. e Scharnagl, M., *Household's portfolio structure in Germany – analysis of financial accounts data 1959-2009*, Working Paper della BCE, n. 1355, Francoforte sul Meno, giugno 2011.

28) I governi hanno fornito un sostegno al sistema finanziario anche concedendo garanzie sulle passività degli intermediari. Trattandosi di passività potenziali, tali garanzie non figurano nel bilancio del settore delle amministrazioni pubbliche.

mori circa la sostenibilità del debito in una fase più avanzata della crisi (cfr. sezioni 3 e 4).

6 CONCLUSIONI

I conti settoriali dell'area dell'euro, assieme alle corrispondenti statistiche nazionali, consentono di esaminare nel dettaglio sia i flussi di reddito e di spesa sia gli andamenti dei bilanci e contribuiscono a individuare gli squilibri emergenti in un'ottica settoriale e geografica. Negli anni antecedenti la crisi finanziaria del 2008, alcune economie appartenenti all'area hanno accumulato squilibri nel settore privato e questo ha creato una dicotomia tra i paesi il cui settore privato era in avanzo e quelli in cui presentava invece un disavanzo. Durante tale periodo molti governi non hanno accumulato un avanzo sufficiente ad ammortizzare gli effetti della successiva fase di contrazione del ciclo. Al tempo stesso, in un contesto di crescita economica, gli squilibri nel settore privato si sono ampliati. Quando la crisi finanziaria, iniziata negli Stati Uniti, si è propagata al resto del mondo e l'area dell'euro è entrata in recessione, i disavanzi del settore privato sono stati per lo più sostituiti da un aumento dei disavanzi delle amministrazioni pubbliche. È oggi opinione diffusa che sia necessario monitorare non soltanto i disavanzi eccessivi del settore delle amministrazioni pubbliche ma anche i debiti finanziari di quello privato²⁹⁾.

Occorre inoltre rilevare che l'aumento del debito durante la fase di forte espansione dell'economia (2005-2007) non era stato accompagnato da un analogo accumulo di capitale, come attesta la crescita del grado di leva finanziaria. Tale andamento è stato particolarmente pronunciato nel settore delle istituzioni finanziarie, all'interno del quale

l'attività di intermediazione si è progressivamente spostata dal sistema bancario regolamentato verso altri intermediari soggetti a requisiti patrimoniali meno stringenti (in particolare attraverso strategie quali la cartolarizzazione, che hanno allungato le catene di intermediazione). L'elevato grado di leva occultato dalla forte crescita dei prezzi delle attività ha esposto le istituzioni finanziarie agli effetti della successiva inversione di direzione di questi ultimi. Quando i prezzi hanno di fatto preso a scendere alla metà del 2007, e ancor più dopo l'insolvenza di Lehman Brothers, le istituzioni finanziarie hanno registrato un netto aumento del grado di leva e carenze patrimoniali rispetto ai requisiti regolamentari, con la conseguenza di forti pressioni verso un abbassamento della leva finanziaria.

Il profilo dell'intermediazione finanziaria si è modificato sulla scia della crisi, poiché gli operatori economici hanno reagito all'inasprimento dei criteri per la concessione del credito e le società non finanziarie hanno accresciuto il ricorso al mercato e ai finanziamenti intersocietari (anche attraverso i crediti commerciali). Al tempo stesso gli investitori, alla ricerca di rendimenti, hanno privilegiato le attività più remunerative rispetto a quelle monetarie. Resta da vedere se, in prospettiva, tale profilo sarà abbandonato oppure mantenuto come retaggio più durevole della crisi finanziaria.

29) L'iniziativa del G20 concernente gli indicatori economici e finanziari per una sorveglianza multilaterale ("*Economic and financial indicators for multilateral surveillance*") e quella dell'UE per la correzione degli "squilibri macroeconomici eccessivi" (COM(2010) 525) suggeriscono il ricorso ai conti settoriali per ottenere misure complete del debito finanziario. Per un approfondimento sulle attività statistiche più ampie nel periodo successivo alla crisi, cfr. anche il rapporto dell'FMI/Financial Stability Board ai ministri finanziari e i governatori delle banche centrali del G20 di ottobre 2009 all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO



INDICE ¹⁾

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

| | |
|--|-----|
| Principali indicatori economici per l'area dell'euro | S5 |
| I STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA | |
| 1.1 Situazione contabile consolidata dell'Eurosistema | S6 |
| 1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE | S7 |
| 1.3 Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema effettuate mediante procedura d'asta | S8 |
| 1.4 Statistiche sulla riserva obbligatoria e sulla liquidità | S9 |
| 2 MONETA, BANCHE E 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. Per maggiore dettaglio e serie temporali più lunghe si rimanda allo *Statistical Data Warehouse* della BCE nella sezione "Statistics" del sito della BCE (sdw.ecb.europa.eu).

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

Segni convenzionali nelle tavole

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



TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

Principali indicatori economici per l'area dell'euro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Andamenti monetari e tassi di interesse¹⁾

| | M1 ²⁾ | M2 ²⁾ | M3 ²⁾³⁾ | M3 ²⁾³⁾ media mobile centrata di tre mesi | Prestiti delle IFM a residenti nell'area dell'euro, escluse IFM e Amministrazioni pubbliche ²⁾ | Titoli non azionari in euro emessi da società diverse dalle IFM ²⁾ | Tasso d'interesse a 3 mesi (Euribor; valori percentuali in ragione d'anno; valori medi) | Tassi a pronti a 10 anni (valori percentuali in ragione d'anno; fine periodo) ⁴⁾ |
|---------------|------------------|------------------|--------------------|--|--|--|---|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 2009 | 9,5 | 4,8 | 3,3 | - | 1,6 | 23,7 | 1,22 | 3,76 |
| 2010 | 8,5 | 1,8 | 0,5 | - | 0,6 | 3,8 | 0,81 | 3,36 |
| 2010 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. | 1,7 | 2,4 | 2,1 | - | 2,6 | 1,7 | 1,42 | 3,41 |
| 3° trim. | . | . | . | - | . | . | 1,56 | 2,48 |
| 2011 apr. | 1,6 | 2,4 | 1,9 | 2,1 | 2,6 | 1,7 | 1,32 | 3,55 |
| mag. | 1,2 | 2,4 | 2,3 | 2,1 | 2,7 | 1,5 | 1,43 | 3,37 |
| giu. | 1,3 | 2,3 | 1,9 | 2,1 | 2,5 | 2,1 | 1,49 | 3,41 |
| lug. | 1,0 | 2,2 | 2,1 | 2,3 | 2,4 | 1,5 | 1,60 | 3,06 |
| ago. | 1,7 | 2,4 | 2,8 | . | 2,6 | . | 1,55 | 2,76 |
| set. | . | . | . | . | . | . | 1,54 | 2,48 |

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

| | IAPC ¹⁾ | Prezzi alla produzione dei beni industriali | Costo orario del lavoro | PII (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 | 2,7 | -4,2 | -14,8 | 70,9 | -1,9 | 9,6 |
| 2010 | 1,6 | 2,9 | 1,6 | 1,8 | 7,5 | 76,9 | -0,5 | 10,1 |
| 2010 4° trim. | 2,0 | 4,8 | 1,7 | 1,9 | 8,1 | 79,1 | 0,2 | 10,1 |
| 2011 1° trim. | 2,5 | 6,5 | 2,7 | 2,4 | 6,5 | 80,9 | 0,3 | 10,0 |
| 2° trim. | 2,8 | 6,3 | 3,6 | 1,6 | 4,1 | 81,3 | 0,5 | 10,0 |
| 2011 apr. | 2,3 | 5,9 | - | - | 6,2 | 80,2 | - | 10,0 |
| mag. | 2,4 | 6,6 | - | - | 7,8 | - | - | 10,0 |
| giu. | 2,7 | 6,8 | - | - | 5,7 | - | - | 9,9 |
| lug. | 2,8 | 6,8 | - | - | 5,2 | 81,6 | - | 9,9 |
| ago. | 2,7 | 6,2 | - | - | 4,3 | - | - | 10,0 |
| set. | 2,7 | 5,9 | - | - | 2,7 | - | - | 10,0 |

3. Statistiche sull'estero

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione)

| | Bilancia dei pagamenti (flussi netti) | | | Riserve ufficiali (posizioni di fine periodo) | Posizione patrimoniale netta sull'estero (in percentuale del PIL) | Debito estero lordo (in percentuale del PIL) | Tasso di cambio effettivo dell'euro: TCE-20 ⁶⁾ (1° trim. 1999 = 100) | | Tasso di cambio USD/EUR |
|---------------|--|---|-------|---|---|---|---|-------------|----------------------------|
| | Conto corrente e conto capitale | Investimenti diretti e di portafoglio | | | | | Nominale | Reale (IPC) | |
| | | Beni | | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 2009 | -19,1 | 37,5 | 161,3 | 462,4 | -16,4 | 116,5 | 111,7 | 110,6 | 1,3948 |
| 2010 | -33,8 | 19,5 | 88,6 | 591,2 | -12,9 | 118,9 | 104,6 | 103,0 | 1,3257 |
| 2010 4° trim. | 3,6 | 6,4 | 92,8 | 591,2 | -12,9 | 118,9 | 104,4 | 102,4 | 1,3583 |
| 2011 1° trim. | -27,9 | -12,5 | 121,8 | 576,6 | -13,2 | 116,8 | 103,7 | 101,5 | 1,3680 |
| 2° trim. | -27,4 | -1,6 | 161,4 | 580,9 | . | . | 106,4 | 104,2 | 1,4391 |
| 3° trim. | . | . | . | . | . | . | 104,6 | 102,1 | 1,4127 |
| 2011 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. | -2,7 | 0,9 | 89,4 | 580,9 | . | . | 106,1 | 104,0 | 1,4388 |
| lug. | -2,7 | 3,3 | -16,0 | 621,6 | . | . | 105,2 | 102,7 | 1,4264 |
| ago. | . | . | . | 656,4 | . | . | 104,9 | 102,3 | 1,4343 |
| set. | . | . | . | . | . | . | 103,8 | 101,1 | 1,3770 |

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

| | 9 settembre 2011 | 16 settembre 2011 | 23 settembre 2011 | 30 settembre 2011 |
|---|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Oro e crediti in oro | 363.249 | 363.249 | 363.249 | 420.005 |
| Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro | 214.335 | 213.907 | 213.018 | 226.522 |
| Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro | 29.084 | 29.754 | 31.572 | 35.327 |
| Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro | 19.778 | 20.846 | 20.637 | 19.694 |
| Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro | 507.519 | 534.638 | 571.294 | 588.786 |
| Operazioni di rifinanziamento principali | 115.408 | 163.768 | 201.149 | 208.349 |
| Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine | 392.055 | 369.636 | 369.636 | 378.935 |
| Operazioni temporanee di fine-tuning | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Operazioni temporanee di tipo strutturale | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Operazioni di rifinanziamento marginale | 20 | 1.215 | 475 | 1.414 |
| Crediti connessi a scarti di garanzia | 36 | 19 | 34 | 88 |
| Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro | 48.024 | 52.229 | 50.153 | 52.322 |
| Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro | 539.218 | 547.128 | 552.123 | 556.662 |
| Titoli detenuti per finalità di politica monetaria | 202.424 | 212.022 | 215.905 | 219.941 |
| Altri titoli | 336.794 | 335.106 | 336.218 | 336.721 |
| Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche | 33.944 | 33.949 | 33.949 | 33.965 |
| Altre attività | 331.212 | 339.021 | 344.081 | 355.289 |
| Attività totali | 2.086.364 | 2.134.721 | 2.180.075 | 2.288.571 |

2. Passività

| | 9 settembre 2011 | 16 settembre 2011 | 23 settembre 2011 | 30 settembre 2011 |
|---|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Banconote in circolazione | 853.226 | 852.676 | 852.490 | 857.372 |
| Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro | 455.280 | 506.203 | 530.030 | 563.015 |
| Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria) | 139.261 | 241.536 | 223.526 | 204.871 |
| Depositi <i>overnight</i> | 181.788 | 111.514 | 150.651 | 199.639 |
| Depositi a tempo determinato | 129.000 | 143.000 | 152.500 | 156.500 |
| Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i> | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Depositi connessi a scarti di garanzia | 5.232 | 10.153 | 3.353 | 2.004 |
| Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro | 3.556 | 3.721 | 4.562 | 3.298 |
| Certificati di debito | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro | 54.315 | 48.979 | 64.405 | 59.740 |
| Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro | 46.993 | 52.109 | 56.347 | 50.036 |
| Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro | 2.445 | 2.056 | 2.330 | 2.476 |
| Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro | 11.941 | 11.526 | 12.249 | 13.802 |
| Contropartite dei DSP dell'FMI | 52.170 | 52.170 | 52.170 | 54.486 |
| Altre passività | 208.299 | 207.142 | 207.352 | 219.590 |
| Rivalutazioni | 316.657 | 316.657 | 316.657 | 383.276 |
| Capitale e riserve | 81.481 | 81.481 | 81.481 | 81.481 |
| Passività totali | 2.086.364 | 2.134.721 | 2.180.075 | 2.288.571 |

Fonte: BCE.

1.2 Tassi di interesse di riferimento della BCE

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

| | Con effetto dal ¹⁾ | Depositi <i>overnight</i> presso l'Eurosistema | | Operazioni di rifinanziamento principali | | | Operazioni di rifinanziamento marginale | |
|------|-------------------------------|--|-------------------------|--|------------------------|------------|---|------------|
| | | | | Aste a tasso fisso | Aste a tasso variabile | Variazione | Livello | Variazione |
| | | Tasso fisso | Tasso minimo di offerta | Livello | Livello | | | |
| | | Livello | Variazione | Livello | Livello | Variazione | Livello | Variazione |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 1999 | 1 gen. | 2,00 | - | 3,00 | - | - | 4,50 | - |
| | 4 ²⁾ | 2,75 | 0,75 | 3,00 | - | ... | 3,25 | -1,25 |
| | 22 | 2,00 | -0,75 | 3,00 | - | ... | 4,50 | 1,25 |
| | 9 apr. | 1,50 | -0,50 | 2,50 | - | -0,50 | 3,50 | -1,00 |
| | 5 nov. | 2,00 | 0,50 | 3,00 | - | 0,50 | 4,00 | 0,50 |
| 2000 | 4 feb. | 2,25 | 0,25 | 3,25 | - | 0,25 | 4,25 | 0,25 |
| | 17 mar. | 2,50 | 0,25 | 3,50 | - | 0,25 | 4,50 | 0,25 |
| | 28 apr. | 2,75 | 0,25 | 3,75 | - | 0,25 | 4,75 | 0,25 |
| | 9 giu. | 3,25 | 0,50 | 4,25 | - | 0,50 | 5,25 | 0,50 |
| | 28 ³⁾ | 3,25 | ... | - | 4,25 | ... | 5,25 | ... |
| | 1 set. | 3,50 | 0,25 | - | 4,50 | 0,25 | 5,50 | 0,25 |
| | 6 ott. | 3,75 | 0,25 | - | 4,75 | 0,25 | 5,75 | 0,25 |
| 2001 | 11 mag. | 3,50 | -0,25 | - | 4,50 | -0,25 | 5,50 | -0,25 |
| | 31 ago. | 3,25 | -0,25 | - | 4,25 | -0,25 | 5,25 | -0,25 |
| | 18 set. | 2,75 | -0,50 | - | 3,75 | -0,50 | 4,75 | -0,50 |
| | 9 nov. | 2,25 | -0,50 | - | 3,25 | -0,50 | 4,25 | -0,50 |
| 2002 | 6 dic. | 1,75 | -0,50 | - | 2,75 | -0,50 | 3,75 | -0,50 |
| 2003 | 7 mar. | 1,50 | -0,25 | - | 2,50 | -0,25 | 3,50 | -0,25 |
| | 6 giu. | 1,00 | -0,50 | - | 2,00 | -0,50 | 3,00 | -0,50 |
| 2005 | 6 dic. | 1,25 | 0,25 | - | 2,25 | 0,25 | 3,25 | 0,25 |
| 2006 | 8 mar. | 1,50 | 0,25 | - | 2,50 | 0,25 | 3,50 | 0,25 |
| | 15 giu. | 1,75 | 0,25 | - | 2,75 | 0,25 | 3,75 | 0,25 |
| | 9 ago. | 2,00 | 0,25 | - | 3,00 | 0,25 | 4,00 | 0,25 |
| | 11 ott. | 2,25 | 0,25 | - | 3,25 | 0,25 | 4,25 | 0,25 |
| | 13 dic. | 2,50 | 0,25 | - | 3,50 | 0,25 | 4,50 | 0,25 |
| 2007 | 14 mar. | 2,75 | 0,25 | - | 3,75 | 0,25 | 4,75 | 0,25 |
| | 13 giu. | 3,00 | 0,25 | - | 4,00 | 0,25 | 5,00 | 0,25 |
| 2008 | 9 lug. | 3,25 | 0,25 | - | 4,25 | 0,25 | 5,25 | 0,25 |
| | 8 ott. | 2,75 | -0,50 | - | - | - | 4,75 | -0,50 |
| | 9 ⁴⁾ | 3,25 | 0,50 | - | - | - | 4,25 | -0,50 |
| | 15 ⁵⁾ | 3,25 | ... | 3,75 | - | -0,50 | 4,25 | ... |
| | 12 nov. | 2,75 | -0,50 | 3,25 | - | -0,50 | 3,75 | -0,50 |
| | 10 dic. | 2,00 | -0,75 | 2,50 | - | -0,75 | 3,00 | -0,75 |
| 2009 | 21 gen. | 1,00 | -1,00 | 2,00 | - | -0,50 | 3,00 | ... |
| | 11 mar. | 0,50 | -0,50 | 1,50 | - | -0,50 | 2,50 | -0,50 |
| | 8 apr. | 0,25 | -0,25 | 1,25 | - | -0,25 | 2,25 | -0,25 |
| | 13 mag. | 0,25 | ... | 1,00 | - | -0,25 | 1,75 | -0,50 |
| 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 ^{1), 2)}

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

1. Operazioni di rifinanziamento principali e a lungo termine³⁾

| Data di regolamento | Importi richiesti | Numero di partecipanti | Importi aggiudicati | Aste a tasso variabile | | | | Durata della operazione (giorni) |
|---|-------------------|------------------------|---------------------|------------------------|-------------|-------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| | | | | Aste a tasso fisso | Tasso fisso | Tasso minimo di offerta | Tasso marginale ⁴⁾ | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| Operazioni di rifinanziamento principali | | | | | | | | |
| 2011 22 giu. | 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 |
| 14 | 163.768 | 142 | 163.768 | 1,50 | - | - | - | 7 |
| 21 | 201.149 | 153 | 201.149 | 1,50 | - | - | - | 7 |
| 28 | 208.349 | 159 | 208.349 | 1,50 | - | - | - | 7 |
| 5 ott. | 198.881 | 166 | 198.881 | 1,50 | - | - | - | 7 |
| Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine | | | | | | | | |
| 2011 28 apr. ⁵⁾ | 63.411 | 177 | 63.411 | 1,29 | - | - | - | 91 |
| 11 mag. | 80.653 | 60 | 80.653 | 1,25 | - | - | - | 35 |
| 26 ⁵⁾ | 48.131 | 182 | 48.131 | 1,38 | - | - | - | 98 |
| 15 giu. | 69.403 | 60 | 69.403 | 1,25 | - | - | - | 28 |
| 30 ⁵⁾ | 132.219 | 265 | 132.219 | 1,46 | - | - | - | 91 |
| 13 lug. | 67.748 | 57 | 67.748 | 1,50 | - | - | - | 28 |
| 28 ⁵⁾ | 84.977 | 165 | 84.977 | 1,50 | - | - | - | 91 |
| 10 ago. | 75.751 | 39 | 75.751 | 1,50 | - | - | - | 35 |
| 11 ⁵⁾ | 49.752 | 114 | 49.752 | . | - | - | - | 203 |
| 1 set. ⁵⁾ | 49.356 | 128 | 49.356 | . | - | - | - | 91 |
| 14 | 54.222 | 37 | 54.222 | 1,50 | - | - | - | 28 |
| 29 ⁵⁾ | 140.628 | 214 | 140.628 | . | - | - | - | 84 |

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

| Data di regolamento | Tipo di operazione | Importi richiesti | Numero di partecipanti | Importi aggiudicati | Aste a tasso variabile | | | | | Durata della operazione (giorni) |
|---------------------|--|-------------------|------------------------|---------------------|------------------------|-------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| | | | | | Aste a tasso fisso | Tasso fisso | Tasso minimo di offerta | Tasso massimo di offerta | Tasso marginale ⁵⁾ | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| 2011 13 lug. | 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 |
| 13 | Raccolta di depositi a tempo determinato | 167.763 | 130 | 166.963 | - | - | 1,50 | 1,30 | 1,27 | 1 |
| 14 | Raccolta di depositi a tempo determinato | 187.685 | 104 | 143.000 | - | - | 1,50 | 1,06 | 1,01 | 7 |
| 21 | Raccolta di depositi a tempo determinato | 203.366 | 109 | 152.500 | - | - | 1,50 | 1,05 | 0,99 | 7 |
| 28 | Raccolta di depositi a tempo determinato | 202.875 | 103 | 156.500 | - | - | 1,50 | 1,15 | 1,05 | 7 |
| 5 ott. | Raccolta di depositi a tempo determinato | 240.553 | 100 | 160.500 | - | - | 1,50 | 1,02 | 0,96 | 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 ¹⁾ | Totale passività soggette | Passività soggette al coefficiente di riserva del 2 per cento | | | Passività soggette al coefficiente di riserva dello 0 per cento | | |
|-----------------------|---------------------------|--|---|--|---|--|--|
| | | Depositi a vista e depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso fino a 2 anni | Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni | Depositi con durata prestabilita o rimborsabili con preavviso oltre 2 anni | Operazioni pronti contro termine | Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | |
| 2008 | 18.169,6 | 10.056,8 | 848,7 | 2.376,9 | 1.243,5 | 3.643,7 | |
| 2009 | 18.318,2 | 9.808,5 | 760,4 | 2.475,7 | 1.170,1 | 4.103,5 | |
| 2010 | 18.948,1 | 9.962,6 | 644,3 | 2.683,3 | 1.335,4 | 4.322,5 | |
| 2011 mar. | 18.872,4 | 9.700,2 | 671,9 | 2.737,5 | 1.399,8 | 4.363,0 | |
| apr. | 18.988,1 | 9.749,5 | 662,8 | 2.744,0 | 1.475,2 | 4.356,6 | |
| mag. | 19.175,7 | 9.787,9 | 677,0 | 2.764,2 | 1.538,4 | 4.408,3 | |
| giu. | 19.039,4 | 9.730,8 | 643,5 | 2.777,9 | 1.491,7 | 4.395,4 | |
| lug. | 19.046,3 | 9.695,1 | 635,0 | 2.777,7 | 1.502,7 | 4.435,8 | |

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

| Periodo di mantenimento terminante nel | Riserve dovute | Conti correnti delle istituzioni creditizie | Riserve in eccesso | Inadempienze | Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria |
|--|----------------|---|--------------------|--------------|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 2009 | 210,2 | 211,4 | 1,2 | 0,0 | 1,00 |
| 2010 | 211,8 | 212,5 | 0,7 | 0,5 | 1,00 |
| 2011 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 | 209,5 | 2,5 | 0,0 | 1,50 |
| 11 ott. | 206,1 | . | . | . | . |

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 ³⁾ | Depositi overnight presso l'Eurosistema | Altre operazioni di assorbimento di liquidità ³⁾ | 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 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 |
| 13 set. | 540,3 | 135,1 | 389,8 | 0,3 | 178,0 | 121,8 | 109,8 | 853,2 | 52,3 | -103,0 | 209,5 | 1.184,5 |

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 ¹⁾

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

| | Totale | Prestiti a residenti nell'area dell'euro | | | | Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro | | | | Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ²⁾ | Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro | Attività verso non residenti nell'area dell'euro | Capitale fisso | Altre attività ³⁾ |
|----------------------------------|----------|--|---------------------------|-----------------|---------|---|---------------------------|-----------------|---------|---|---|--|----------------|------------------------------|
| | | Totale | Amministrazioni pubbliche | Altri residenti | IFM | Totale | Amministrazioni pubbliche | Altri residenti | IFM | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| Eurosistema | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 2.829,9 | 1.475,5 | 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 | 9,9 | 116,2 | - | 19,4 | 688,4 | 8,6 | 405,6 |
| 2011 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 | 9,9 | 116,2 | - | 19,4 | 688,4 | 8,6 | 405,6 |
| lug. | 3.245,0 | 1.519,1 | 17,8 | 1,0 | 1.500,4 | 578,0 | 464,8 | 10,2 | 103,0 | - | 19,0 | 727,8 | 8,7 | 392,4 |
| ago. ⁴⁾ | 3.551,1 | 1.714,1 | 17,8 | 1,0 | 1.695,4 | 628,8 | 514,8 | 10,4 | 103,5 | - | 18,2 | 776,9 | 8,7 | 404,4 |
| IFM escluso l'Eurosistema | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 31.144,3 | 17.701,6 | 1.001,7 | 10.783,9 | 5.916,1 | 5.060,0 | 1.482,1 | 1.498,0 | 2.079,9 | 85,1 | 1.236,1 | 4.252,4 | 220,7 | 2.588,3 |
| 2010 | 32.199,8 | 17.763,0 | 1.221,8 | 11.026,1 | 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 | 1.188,8 | 11.116,0 | 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. | 31.742,3 | 17.889,4 | 1.152,7 | 11.225,4 | 5.511,3 | 4.695,0 | 1.457,7 | 1.473,1 | 1.764,3 | 61,6 | 1.251,6 | 4.282,9 | 228,9 | 3.333,0 |
| 2011 mag. | 32.103,9 | 17.904,9 | 1.155,9 | 11.201,2 | 5.547,8 | 4.713,3 | 1.430,3 | 1.496,9 | 1.786,2 | 65,1 | 1.256,3 | 4.436,9 | 229,0 | 3.498,4 |
| giu. | 31.742,3 | 17.889,4 | 1.152,7 | 11.225,4 | 5.511,3 | 4.695,0 | 1.457,7 | 1.473,1 | 1.764,3 | 61,6 | 1.251,6 | 4.282,9 | 228,9 | 3.333,0 |
| lug. | 32.154,2 | 18.001,3 | 1.157,3 | 11.240,1 | 5.603,9 | 4.665,2 | 1.437,6 | 1.477,7 | 1.750,0 | 61,0 | 1.248,4 | 4.297,4 | 229,5 | 3.651,4 |
| ago. ⁴⁾ | 32.782,0 | 18.148,3 | 1.144,8 | 11.241,5 | 5.762,0 | 4.653,5 | 1.425,8 | 1.458,3 | 1.769,4 | 62,2 | 1.231,5 | 4.328,2 | 229,5 | 4.128,8 |

2. Passività

| | Totale | Banconote e monete in circolazione | Depositi di residenti nell'area dell'euro | | | | Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ⁴⁾ | Obbligazioni ⁵⁾ | Capitale e riserve | Passività verso non residenti nell'area dell'euro | Altre passività ³⁾ |
|----------------------------------|----------|------------------------------------|---|--------------------------|---|---------|---|----------------------------|--------------------|---|-------------------------------|
| | | | Totale | Amministrazioni centrali | Altre amministrazioni pubbliche/altri residenti | IFM | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Eurosistema | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 2.829,9 | 829,3 | 1.192,0 | 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 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. | 3.245,0 | 880,4 | 1.364,1 | 86,0 | 8,2 | 1.269,9 | - | 0,0 | 445,0 | 174,0 | 381,4 |
| ago. ⁴⁾ | 3.551,1 | 874,5 | 1.616,6 | 69,5 | 8,7 | 1.538,4 | - | 0,0 | 493,7 | 176,4 | 389,9 |
| IFM escluso l'Eurosistema | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 31.144,3 | - | 16.469,0 | 146,0 | 10.041,4 | 6.281,6 | 732,6 | 4.908,5 | 1.921,2 | 4.098,5 | 3.014,5 |
| 2010 | 32.199,8 | - | 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 | - | 16.457,4 | 235,8 | 10.528,2 | 5.693,4 | 632,8 | 4.873,1 | 2.079,4 | 4.018,8 | 3.502,9 |
| 2° trim. | 31.742,3 | - | 16.614,0 | 266,4 | 10.654,7 | 5.692,8 | 609,7 | 4.903,0 | 2.155,1 | 3.973,5 | 3.487,1 |
| 2011 mag. | 32.103,9 | - | 16.581,2 | 222,0 | 10.643,9 | 5.715,3 | 631,8 | 4.899,5 | 2.121,9 | 4.191,8 | 3.677,6 |
| giu. | 31.742,3 | - | 16.614,0 | 266,4 | 10.654,7 | 5.692,8 | 609,7 | 4.903,0 | 2.155,1 | 3.973,5 | 3.487,1 |
| lug. | 32.154,2 | - | 16.707,3 | 230,2 | 10.648,2 | 5.829,0 | 599,8 | 4.893,6 | 2.190,9 | 3.970,4 | 3.792,2 |
| ago. ⁴⁾ | 32.782,0 | - | 16.820,2 | 186,6 | 10.713,4 | 5.920,2 | 619,2 | 4.908,9 | 2.194,8 | 3.979,7 | 4.259,3 |

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

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

| | Totale | Prestiti a residenti nell'area dell'euro | | | Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro | | | Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro | Attività verso non residenti nell'area dell'euro | Capitale fisso | Altre attività ²⁾ |
|--------------------|----------|--|---------------------------|-----------------|---|---------------------------|-----------------|---|--|----------------|------------------------------|
| | | Totale | Amministrazioni pubbliche | Altri residenti | Totale | Amministrazioni pubbliche | Altri residenti | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Consistenze | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 23.862,5 | 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 | 1.240,4 | 11.027,0 | 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 | 1.207,3 | 11.117,0 | 3.384,2 | 1.881,4 | 1.502,7 | 779,0 | 4.947,4 | 235,9 | 3.657,0 |
| 2° trim. | 25.490,7 | 12.396,9 | 1.170,5 | 11.226,4 | 3.409,5 | 1.926,6 | 1.483,0 | 788,8 | 4.971,3 | 237,6 | 3.686,7 |
| 2011 mag. | 25.808,8 | 12.376,3 | 1.174,2 | 11.202,1 | 3.409,5 | 1.902,8 | 1.506,7 | 800,0 | 5.132,9 | 237,6 | 3.852,5 |
| giu. | 25.490,7 | 12.396,9 | 1.170,5 | 11.226,4 | 3.409,5 | 1.926,6 | 1.483,0 | 788,8 | 4.971,3 | 237,6 | 3.686,7 |
| lug. | 25.843,3 | 12.416,1 | 1.175,1 | 11.241,1 | 3.390,3 | 1.902,4 | 1.487,9 | 782,0 | 5.025,1 | 238,2 | 3.991,6 |
| ago. ³⁾ | 26.405,1 | 12.405,1 | 1.162,6 | 11.242,4 | 3.409,3 | 1.940,6 | 1.468,7 | 765,3 | 5.105,1 | 238,2 | 4.482,1 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | |
| 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 | 206,4 | 206,6 | 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. | 191,4 | 68,0 | -37,2 | 105,2 | 28,6 | 49,6 | -21,0 | 14,7 | 35,6 | 1,9 | 42,6 |
| 2011 mag. | 229,1 | 17,1 | -23,3 | 40,4 | 7,1 | 10,2 | -3,1 | -18,4 | 83,2 | 1,3 | 138,9 |
| giu. | -275,6 | 24,8 | -3,4 | 28,2 | 5,4 | 28,3 | -22,9 | -7,7 | -130,3 | 0,0 | -167,7 |
| lug. | 304,9 | 8,1 | 4,2 | 3,9 | -8,2 | -14,1 | 5,9 | -1,8 | -28,6 | 0,7 | 334,7 |
| ago. ³⁾ | 551,4 | -3,0 | -14,1 | 11,1 | 12,6 | 28,2 | -15,7 | -8,6 | 62,4 | 0,0 | 488,1 |

2. Passività

| | Totale | Banconote e monete in circolazione | Depositi delle amministrazioni centrali | Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro | Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari ³⁾ | Obbligazioni ⁴⁾ | Capitale e riserve | Passività verso non residenti nell'area dell'euro | Altre passività ²⁾ | Eccesso di passività tra IFM rispetto alle attività |
|--------------------|----------|------------------------------------|---|---|---|----------------------------|--------------------|---|-------------------------------|---|
| | | | | | | | | | | |
| Consistenze | | | | | | | | | | |
| 2009 | 23.862,5 | 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 | 10.537,1 | 568,2 | 2.972,3 | 2.038,3 | 4.173,8 | 3.871,2 | 71,9 |
| 2° trim. | 25.490,7 | 819,7 | 339,0 | 10.666,0 | 548,1 | 3.022,6 | 2.085,1 | 4.131,0 | 3.858,5 | 21,0 |
| 2011 mag. | 25.808,8 | 810,4 | 287,4 | 10.654,3 | 566,7 | 3.007,4 | 2.070,0 | 4.350,2 | 4.053,2 | 9,1 |
| giu. | 25.490,7 | 819,7 | 339,0 | 10.666,0 | 548,1 | 3.022,6 | 2.085,1 | 4.131,0 | 3.858,5 | 21,0 |
| lug. | 25.843,3 | 828,2 | 316,2 | 10.656,4 | 538,9 | 3.040,7 | 2.150,4 | 4.144,4 | 4.173,6 | -5,4 |
| ago. ³⁾ | 26.405,1 | 823,4 | 256,1 | 10.722,1 | 557,0 | 3.036,0 | 2.204,0 | 4.156,1 | 4.649,2 | 1,2 |
| Transazioni | | | | | | | | | | |
| 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. | 191,4 | 21,3 | 42,6 | 121,3 | -19,7 | 34,4 | 45,4 | -20,3 | -1,9 | -31,9 |
| 2011 mag. | 229,1 | 5,0 | -17,0 | 27,7 | -3,5 | 3,8 | 12,0 | 73,3 | 148,8 | -21,0 |
| giu. | -275,6 | 9,2 | 51,6 | 13,3 | -18,4 | 17,8 | 32,7 | -200,7 | -193,1 | 12,0 |
| lug. | 304,9 | 8,5 | -22,7 | -14,0 | -6,8 | -0,5 | 41,5 | -22,1 | 306,2 | 14,8 |
| ago. ³⁾ | 551,4 | -4,8 | -60,2 | 69,1 | 18,3 | 4,0 | 10,5 | 36,8 | 471,1 | 6,5 |

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati adottata da uno Stato membro a dicembre 2010 ha determinato un aumento di questa posizione.
- 3) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 4) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

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

1. Aggregati monetari ²⁾ e loro contropartite

| | M1 | | M2 | | M3 | M3 media mobile centrata di tre mesi | Passività finanziarie a lungo termine | Credito alle amministrazioni pubbliche | Credito ad altri residenti nell'area dell'euro | | | Attività nette sull'estero ³⁾ | | | | |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------------|---------------------------------------|--|--|----------|-------|--|---|----|----|----|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | | | | 6 | 7 | 8 | | 9 | 10 | 11 | 12 |
| | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 4.495,7 | 3.701,6 | 8.197,3 | 1.134,1 | 9.331,4 | - | 6.762,9 | 2.909,6 | 13.105,9 | 10.792,9 | - | 552,2 | | | | |
| 2010 | 4.694,8 | 3.700,0 | 8.394,8 | 1.125,2 | 9.520,0 | - | 7.313,3 | 3.270,3 | 13.365,1 | 11.033,5 | - | 615,3 | | | | |
| 2011 1° trim. | 4.709,7 | 3.743,7 | 8.453,4 | 1.132,3 | 9.585,6 | - | 7.449,3 | 3.092,2 | 13.422,3 | 11.129,1 | - | 784,1 | | | | |
| 2° trim. | 4.715,7 | 3.782,4 | 8.498,1 | 1.163,4 | 9.661,5 | - | 7.543,7 | 3.061,4 | 13.466,1 | 11.195,1 | - | 840,9 | | | | |
| 2011 mag. | 4.702,0 | 3.786,4 | 8.488,3 | 1.171,5 | 9.659,9 | - | 7.546,0 | 3.068,3 | 13.487,3 | 11.197,2 | - | 813,4 | | | | |
| giu. | 4.715,7 | 3.782,4 | 8.498,1 | 1.163,4 | 9.661,5 | - | 7.543,7 | 3.061,4 | 13.466,1 | 11.195,1 | - | 840,9 | | | | |
| lug. | 4.730,1 | 3.793,7 | 8.523,8 | 1.164,7 | 9.688,5 | - | 7.619,3 | 3.064,2 | 13.494,3 | 11.216,3 | - | 889,2 | | | | |
| ago. ⁴⁾ | 4.779,5 | 3.804,0 | 8.583,6 | 1.218,5 | 9.802,1 | - | 7.693,4 | 3.108,4 | 13.511,6 | 11.263,2 | - | 948,6 | | | | |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 488,7 | -368,0 | 120,7 | -160,4 | -39,6 | - | 422,7 | 307,6 | 90,1 | -14,7 | 31,2 | 125,1 | | | | |
| 2010 | 194,1 | -12,2 | 181,9 | -24,1 | 157,9 | - | 265,6 | 356,4 | 207,0 | 204,9 | 261,8 | -82,6 | | | | |
| 2011 1° trim. | 14,6 | 40,4 | 55,0 | -14,0 | 41,0 | - | 80,9 | -48,4 | 68,7 | 72,9 | 43,7 | 158,5 | | | | |
| 2° trim. | 9,2 | 31,9 | 41,1 | 13,8 | 54,9 | - | 91,0 | -26,7 | 43,2 | 61,8 | 69,1 | 46,1 | | | | |
| 2011 mag. | 1,1 | 25,5 | 26,7 | 24,1 | 50,8 | - | 24,6 | -10,3 | 30,7 | 32,1 | 34,8 | 15,5 | | | | |
| giu. | 14,5 | -3,6 | 10,9 | -8,3 | 2,6 | - | 18,9 | -2,2 | -12,9 | 1,9 | 2,7 | 40,3 | | | | |
| lug. | 11,9 | 9,7 | 21,7 | 5,4 | 27,1 | - | 31,2 | 12,5 | 23,5 | 10,3 | 21,5 | 1,3 | | | | |
| ago. ⁴⁾ | 51,0 | 11,2 | 62,2 | 54,3 | 116,5 | - | 40,3 | 32,6 | 38,7 | 56,7 | 58,6 | 16,7 | | | | |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 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. | 2,9 | 2,3 | 2,6 | -1,0 | 2,2 | 2,1 | 3,9 | 8,0 | 2,2 | 2,5 | 2,8 | 74,2 | | | | |
| 2° trim. | 1,3 | 3,7 | 2,3 | -0,9 | 1,9 | 2,1 | 4,9 | 4,7 | 2,2 | 2,5 | 2,8 | 137,2 | | | | |
| 2011 mag. | 1,2 | 3,9 | 2,4 | 1,5 | 2,3 | 2,1 | 4,4 | 5,7 | 2,6 | 2,7 | 3,0 | 55,2 | | | | |
| giu. | 1,3 | 3,7 | 2,3 | -0,9 | 1,9 | 2,1 | 4,9 | 4,7 | 2,2 | 2,5 | 2,8 | 137,2 | | | | |
| lug. | 1,0 | 3,7 | 2,2 | 1,2 | 2,1 | 2,3 | 4,6 | 4,9 | 2,0 | 2,4 | 2,6 | 166,0 | | | | |
| ago. ⁴⁾ | 1,7 | 3,3 | 2,4 | 5,4 | 2,8 | . | 4,8 | 5,3 | 1,8 | 2,6 | 2,8 | 189,9 | | | | |

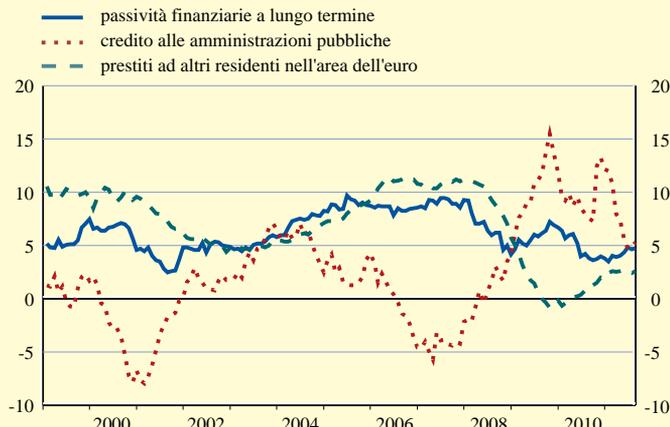
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F2 Contropartite ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

2.3 Statistiche monetarie ¹⁾

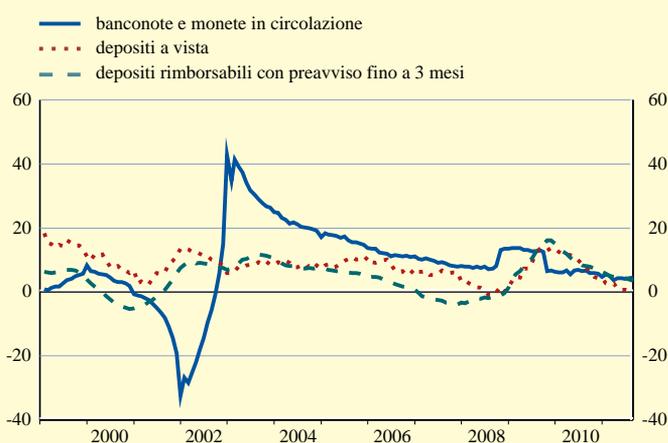
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

| | Banconote e monete in circolazione | Depositi a vista | Depositi con durata prestabilita fino a 2 anni | Depositi rimborsabili con preavviso fino a 3 mesi | Pronti contro termine | Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari | Obbligazioni con scadenza fino a 2 anni | Obbligazioni con scadenza oltre 2 anni | Depositi rimborsabili con preavviso oltre 3 mesi | Depositi con durata prestabilita oltre 2 anni | Capitale e riserve |
|------------------------|------------------------------------|------------------|--|---|-----------------------|---|---|--|--|---|--------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Consistenze | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 757,5 | 3.738,1 | 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 | 3.901,2 | 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 | 3.907,0 | 1.821,6 | 1.922,1 | 410,2 | 568,5 | 153,6 | 2.815,7 | 119,7 | 2.472,9 | 2.041,0 |
| 2° trim. | 815,4 | 3.900,3 | 1.844,6 | 1.937,8 | 441,2 | 550,6 | 171,6 | 2.845,2 | 119,7 | 2.494,2 | 2.084,6 |
| 2011 mag. | 812,5 | 3.889,4 | 1.852,4 | 1.933,9 | 457,3 | 556,1 | 158,1 | 2.842,3 | 119,6 | 2.493,1 | 2.091,0 |
| giu. | 815,4 | 3.900,3 | 1.844,6 | 1.937,8 | 441,2 | 550,6 | 171,6 | 2.845,2 | 119,7 | 2.494,2 | 2.084,6 |
| lug. | 816,3 | 3.913,8 | 1.849,6 | 1.944,1 | 455,7 | 535,1 | 174,0 | 2.855,3 | 120,0 | 2.496,3 | 2.147,7 |
| ago. ^(p) | 825,4 | 3.954,1 | 1.850,4 | 1.953,6 | 500,4 | 546,3 | 171,9 | 2.857,1 | 119,9 | 2.510,4 | 2.206,0 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 44,3 | 444,4 | -605,2 | 237,2 | -12,6 | -13,1 | -134,7 | 78,6 | 9,0 | 194,0 | 141,1 |
| 2010 | 36,0 | 158,1 | -125,1 | 113,0 | 95,2 | -101,2 | -18,1 | 61,9 | -14,1 | 108,2 | 109,6 |
| 2011 1° trim. | 9,2 | 5,4 | 35,6 | 4,9 | -12,3 | -22,2 | 20,4 | 40,2 | 1,4 | 7,2 | 32,2 |
| 2° trim. | 12,7 | -3,6 | 18,2 | 13,8 | 31,4 | -17,5 | -0,1 | 31,8 | 0,0 | 17,1 | 42,1 |
| 2011 mag. | 10,0 | -8,9 | 14,9 | 10,7 | 39,0 | -7,5 | -7,3 | 5,8 | -0,2 | 0,9 | 18,0 |
| giu. | 2,9 | 11,6 | -7,4 | 3,8 | -16,1 | -5,3 | 13,0 | 5,9 | 0,2 | 1,6 | 11,2 |
| lug. | 0,9 | 11,0 | 3,5 | 6,3 | 19,1 | -13,1 | -0,6 | -5,5 | 0,3 | -2,9 | 39,3 |
| ago. ^(p) | 9,1 | 41,9 | 1,6 | 9,6 | 44,9 | 11,4 | -2,0 | 10,3 | -0,1 | 14,9 | 15,2 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 6,2 | 13,5 | -24,2 | 15,1 | -3,5 | -1,9 | -50,4 | 3,0 | 7,3 | 9,7 | 8,7 |
| 2010 | 4,8 | 4,2 | -6,6 | 6,3 | 28,3 | -15,1 | -13,4 | 2,3 | -10,7 | 4,7 | 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 | 0,7 | 3,1 | 4,2 | 14,0 | -12,4 | 8,4 | 4,7 | -6,3 | 4,5 | 6,3 |
| 2011 mag. | 4,3 | 0,6 | 3,1 | 4,6 | 29,7 | -13,0 | -5,1 | 3,7 | -7,9 | 4,1 | 6,4 |
| giu. | 4,1 | 0,7 | 3,1 | 4,2 | 14,0 | -12,4 | 8,4 | 4,7 | -6,3 | 4,5 | 6,3 |
| lug. | 4,3 | 0,3 | 3,5 | 3,9 | 20,1 | -12,2 | 7,0 | 4,4 | -4,6 | 3,1 | 7,5 |
| ago. ^(p) | 4,5 | 1,1 | 3,0 | 3,5 | 31,7 | -11,1 | 6,3 | 4,7 | -3,9 | 3,0 | 7,6 |

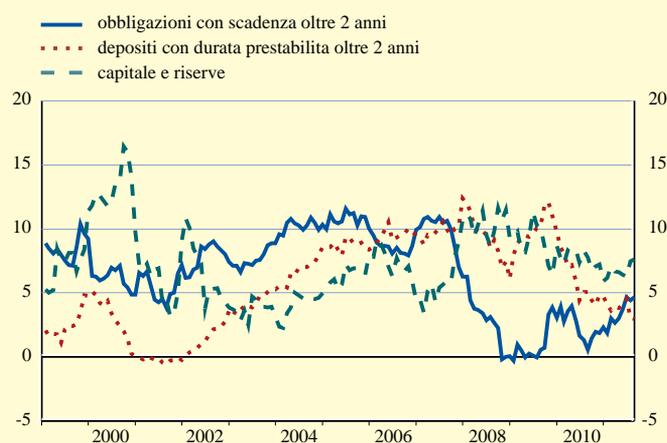
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



F4 Componenti delle passività finanziarie a lungo termine ¹⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

| | Società di assicurazione e fondi pensione | | Altri intermediari finanziari | | Società non finanziarie | | | Famiglie ³⁾ | | | | |
|-------------------------------|---|---------|-------------------------------|--|-------------------------|-------------------------|--------------|------------------------|--------------------|------------------------------------|----------------|--|
| | Totale | Totale | Totale | Prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni ⁴⁾ | 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 ⁴⁾ |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 89,0 | 1.060,7 | 4.690,9 | - | 1.187,8 | 937,6 | 2.565,5 | 4.952,2 | - | 631,3 | 3.546,6 | 774,3 |
| 2010 | 95,0 | 1.112,0 | 4.667,2 | - | 1.127,3 | 899,0 | 2.640,9 | 5.159,3 | - | 639,3 | 3.701,3 | 818,7 |
| 2011 1° trim. | 87,8 | 1.108,9 | 4.704,8 | - | 1.146,9 | 883,4 | 2.674,5 | 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 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. | 91,0 | 1.140,9 | 4.732,7 | - | 1.168,3 | 865,9 | 2.698,5 | 5.251,7 | - | 626,4 | 3.790,7 | 834,5 |
| ago. ^(p) | 99,1 | 1.163,7 | 4.737,7 | - | 1.168,4 | 867,9 | 2.701,4 | 5.262,7 | - | 630,1 | 3.796,5 | 836,0 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | |
| 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 | -2,2 | 45,6 | -37,0 | -26,2 | 61,0 | 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 | 30,2 | 32,8 | 30,9 | -17,2 | 16,5 | 27,0 | 31,0 | -7,1 | 25,5 | 8,6 |
| 2011 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. | 2,1 | 19,4 | -4,2 | -3,5 | -9,2 | -2,0 | 7,0 | -7,1 | 3,5 | -3,2 | -4,7 | 0,8 |
| ago. ^(p) | 8,1 | 22,4 | 12,6 | 12,7 | 1,6 | 4,4 | 6,5 | 13,6 | 15,4 | 3,2 | 7,1 | 3,3 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | -13,2 | 4,2 | -2,2 | - | -13,1 | -2,0 | 3,7 | 1,3 | - | -0,2 | 1,5 | 1,9 |
| 2010 | 8,0 | 4,9 | 0,0 | 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 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. | 3,8 | 3,6 | 1,6 | 2,2 | 4,1 | -3,5 | 2,2 | 3,0 | 2,7 | -2,0 | 3,9 | 2,6 |
| ago. ^(p) | 9,8 | 4,6 | 1,6 | 2,2 | 4,0 | -3,1 | 2,2 | 3,0 | 2,7 | -1,6 | 3,9 | 2,6 |

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

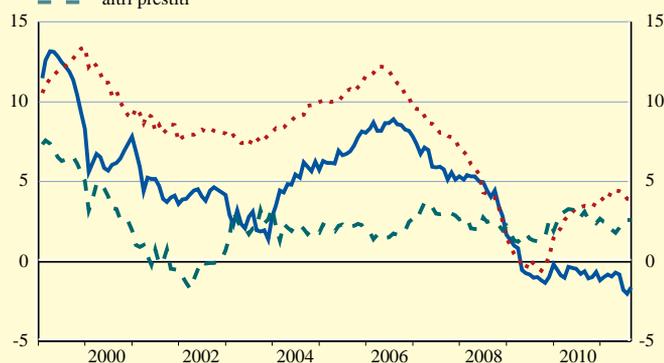
— altri intermediari finanziari
 - - - società non finanziarie



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— credito al consumo
 - - - mutui per l'acquisto di abitazioni
 - - - altri prestiti



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 ^{1), 2)}

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

2. Prestiti agli intermediari finanziari e alle società non finanziarie

| | Società di assicurazione e fondi pensione | | | | Altri intermediari finanziari | | | | | Società non finanziarie | | | |
|-------------------------------|---|---------------|-------------------------|--------------|-------------------------------|--|---------------|-------------------------|--------------|-------------------------|---------------|-------------------------|--------------|
| | Totale | fino a 1 anno | oltre 1 e fino a 5 anni | oltre 5 anni | Totale | Pronti contro termine con controparti centrali | fino a 1 anno | oltre 1 e fino a 5 anni | oltre 5 anni | Totale | fino a 1 anno | oltre 1 e fino a 5 anni | oltre 5 anni |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 86,2 | 66,6 | 5,2 | 14,4 | 1.104,7 | 142,9 | 587,7 | 206,4 | 310,6 | 4.667,2 | 1.120,6 | 898,6 | 2.648,0 |
| 2011 1° trim. | 86,8 | 66,6 | 5,8 | 14,5 | 1.107,7 | 137,6 | 581,4 | 208,6 | 317,7 | 4.703,8 | 1.147,8 | 883,5 | 2.672,5 |
| 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 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. | 93,7 | 73,7 | 5,8 | 14,2 | 1.143,1 | 159,2 | 609,6 | 204,6 | 328,9 | 4.743,5 | 1.174,2 | 867,6 | 2.701,7 |
| ago. ^(p) | 99,7 | 80,1 | 5,3 | 14,2 | 1.154,9 | 174,9 | 618,8 | 206,5 | 329,6 | 4.723,9 | 1.156,3 | 867,0 | 2.700,7 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 6,8 | 10,1 | -1,8 | -1,5 | 54,4 | - | 17,8 | 7,1 | 29,5 | -2,5 | -37,2 | -26,2 | 60,9 |
| 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 | 39,3 | 39,2 | -16,0 | 16,1 |
| 2011 giu. | 0,0 | 0,3 | -0,1 | -0,2 | -19,0 | -9,8 | -17,0 | -6,3 | 4,2 | 26,6 | 30,9 | -10,8 | 6,5 |
| lug. | 2,5 | 2,4 | 0,1 | 0,0 | 8,9 | 6,1 | 6,5 | 0,4 | 1,9 | -1,4 | -12,5 | -1,6 | 12,6 |
| ago. ^(p) | 6,1 | 6,5 | -0,4 | 0,0 | 11,3 | 15,7 | 9,8 | 0,7 | 0,8 | -12,1 | -16,4 | 1,8 | 2,6 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | | | | |
| 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 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. | 3,8 | 7,6 | 10,5 | -15,2 | 3,7 | 18,8 | 4,1 | -3,3 | 7,7 | 1,5 | 4,1 | -3,6 | 2,2 |
| ago. ^(p) | 9,9 | 16,1 | 9,6 | -16,5 | 4,7 | 20,4 | 6,3 | -2,4 | 6,6 | 1,6 | 4,1 | -3,1 | 2,2 |

3. Prestiti alle famiglie ³⁾

| | 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 | Imprese individuali | fino a 1 anno | oltre 1 e fino a 5 anni | oltre 5 anni |
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 5.168,0 | 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 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. | 5.259,8 | 629,8 | 140,4 | 184,3 | 305,1 | 3.796,0 | 14,8 | 55,6 | 3.725,6 | 834,1 | 403,7 | 145,3 | 87,0 | 601,8 |
| ago. ^(p) | 5.263,0 | 631,0 | 141,4 | 185,5 | 304,2 | 3.797,8 | 14,7 | 56,0 | 3.727,0 | 834,2 | 405,9 | 145,5 | 88,1 | 600,6 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 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. | -6,0 | -3,3 | -1,5 | -1,0 | -0,8 | 2,3 | 0,1 | 0,5 | 1,8 | -5,0 | -1,1 | -7,1 | -0,1 | 2,2 |
| ago. ^(p) | 5,7 | 0,7 | 1,1 | 1,2 | -1,6 | 3,1 | 0,0 | 0,4 | 2,7 | 2,0 | 2,4 | 0,0 | 1,6 | 0,4 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 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. | 3,0 | -2,0 | -2,1 | -5,6 | 0,3 | 3,9 | -0,1 | 2,1 | 4,0 | 2,6 | 0,5 | -0,1 | -3,5 | 4,2 |
| ago. ^(p) | 3,0 | -1,6 | -1,6 | -4,2 | -0,1 | 3,9 | -1,6 | 2,6 | 3,9 | 2,6 | 0,1 | 0,2 | -1,3 | 3,8 |

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 ^{1), 2)}

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

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

| | Amministrazioni pubbliche | | | | | Non residenti nell'area dell'euro | | | | |
|-------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------------|------------------------|---|-----------------------------------|----------------------|-----------------------|---------------------------|-------|
| | Totale | Amministrazioni centrali | Altre amministrazioni pubbliche | | | Totale | Banche ³⁾ | Operatori non bancari | | |
| | | | Amministrazioni statali | Amministrazioni locali | Enti di previdenza e assistenza sociale | | | Totale | Amministrazioni pubbliche | Altri |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Consistenze | | | | | | | | | | |
| 2010 | 1.221,8 | 397,5 | 225,2 | 553,0 | 46,1 | 2.963,0 | 2.010,9 | 952,1 | 49,5 | 902,6 |
| 2011 ^(p) | 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. | 1.075,6 | 263,8 | 223,2 | 544,1 | 44,5 | 2.951,5 | 1.995,5 | 955,9 | 51,9 | 904,1 |
| 4° trim. | 1.221,8 | 397,5 | 225,2 | 553,0 | 46,1 | 2.963,0 | 2.010,9 | 952,1 | 49,5 | 902,6 |
| 2011 1° trim. | 1.188,8 | 359,4 | 229,6 | 557,8 | 41,9 | 2.934,4 | 1.957,5 | 976,9 | 54,5 | 922,4 |
| 2° trim. ^(p) | 1.152,7 | 346,4 | 223,4 | 555,6 | 27,0 | 2.998,3 | 2.003,8 | 994,5 | 60,1 | 934,4 |
| Transazioni | | | | | | | | | | |
| 2010 | 207,2 | 156,3 | 14,9 | 24,1 | 11,9 | 5,2 | 9,9 | -5,0 | 0,5 | -5,5 |
| 2011 ^(p) | -64,7 | -47,3 | -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. ^(p) | -36,5 | -13,0 | -6,5 | -2,4 | -14,9 | 44,5 | 21,6 | 22,9 | 6,1 | 16,8 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | |
| 2010 | 20,6 | 67,1 | 7,1 | 4,6 | 35,1 | 0,5 | 0,6 | -0,4 | 0,4 | -0,5 |
| 2011 ^(p) | 6,5 | 34,4 | -1,1 | 1,4 | -38,7 | 4,4 | 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 | 67,1 | 7,1 | 4,6 | 35,1 | 0,5 | 0,6 | -0,4 | 0,4 | -0,5 |
| 2011 1° trim. | 14,3 | 44,7 | 9,6 | 3,4 | 0,6 | 0,5 | -0,8 | 2,2 | 16,0 | 1,5 |
| 2° trim. ^(p) | 7,1 | 34,4 | -1,1 | 1,4 | -38,7 | 2,6 | 0,2 | 7,0 | 30,9 | 5,8 |

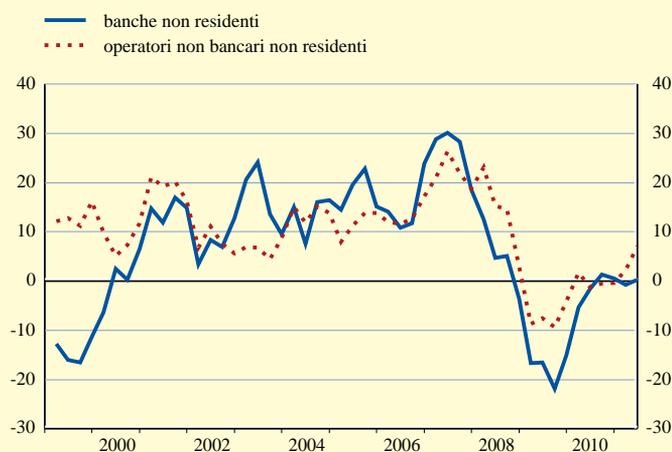
F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

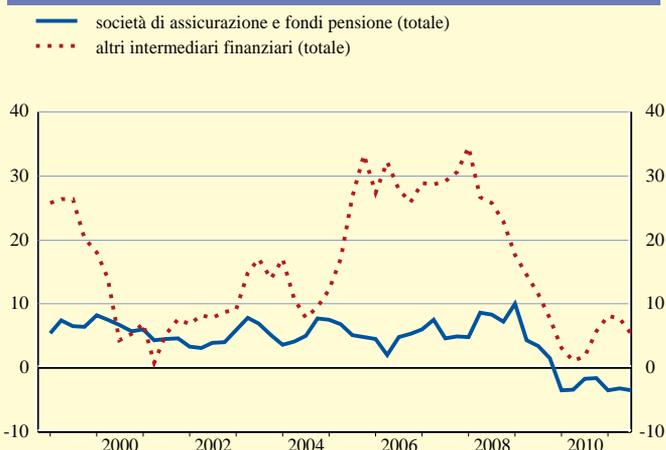
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

| | Società di assicurazione e fondi pensione | | | | | | | Altri intermediari finanziari | | | | | | | |
|------------------------|---|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|-------------------------------|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|--------------------------|
| | 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 | 2.161,5 | 371,0 | 291,6 | 1.146,4 | 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 mag. | 714,3 | 85,3 | 79,6 | 525,5 | 3,8 | 0,2 | 19,9 | 2.235,4 | 370,1 | 309,2 | 1.153,7 | 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. | 713,8 | 82,8 | 81,6 | 523,4 | 3,7 | 0,2 | 22,1 | 2.186,3 | 359,8 | 294,6 | 1.148,4 | 11,6 | 0,3 | 371,7 | 282,3 |
| ago. ^(p) | 727,3 | 88,9 | 89,8 | 523,4 | 3,7 | 0,2 | 21,1 | 2.247,2 | 368,2 | 297,7 | 1.151,9 | 11,8 | 0,5 | 417,2 | 315,5 |
| 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 | 155,9 | 45,2 | -38,6 | 52,8 | -8,0 | 0,4 | 104,2 | - |
| 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 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. | 5,0 | -1,9 | 4,2 | -0,6 | 0,5 | 0,0 | 2,8 | -25,6 | -10,9 | 3,0 | -8,6 | -0,9 | 0,0 | -8,3 | -8,2 |
| ago. ^(p) | 13,6 | 6,2 | 8,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,9 | 62,7 | 9,1 | 3,4 | 4,3 | 0,2 | 0,2 | 45,6 | 33,3 |
| 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 | - | 41,1 | - |
| 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 | - | 28,7 | - |
| 2° trim. | -3,5 | -5,7 | -9,2 | -2,2 | 26,4 | - | -6,6 | 5,3 | 1,0 | 0,6 | 4,7 | 5,4 | - | 15,8 | 32,9 |
| 2011 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 | - | 15,8 | 32,9 |
| lug. | -2,7 | -7,4 | -7,8 | -2,2 | 41,0 | - | 25,5 | 3,7 | -0,2 | -1,7 | 1,7 | -0,8 | - | 19,9 | 34,7 |
| ago. ^(p) | -0,6 | 4,6 | -2,9 | -1,9 | 38,4 | - | 17,7 | 5,7 | 0,9 | -2,7 | 1,6 | 5,1 | - | 34,0 | 43,7 |

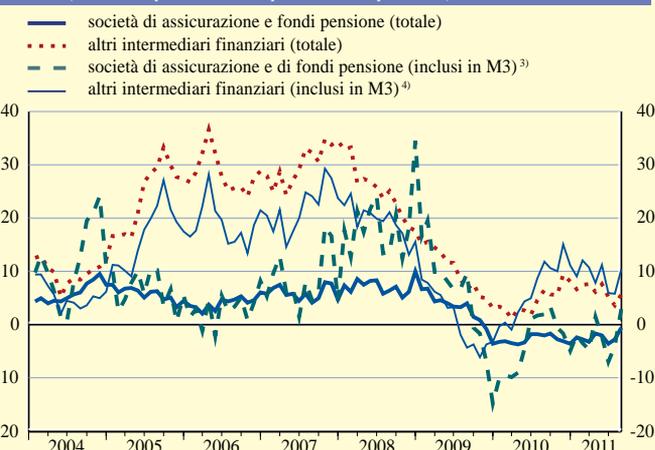
F9 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) 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 ^{1), 2)}

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

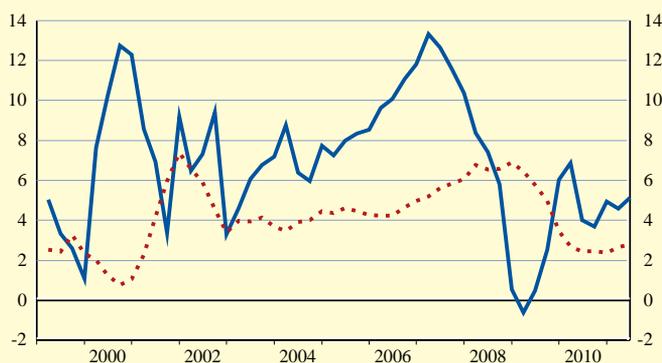
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

| | Società non finanziarie | | | | | | | Famiglie ³⁾ | | | | | | |
|------------------------|-------------------------|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|------------------------|---------|-------------------------|--------------|----------------------------|--------------|-----------------------|
| | Totale | A vista | Con durata prestabilita | | Rimborsabili con preavviso | | Pronti contro termine | Totale | A vista | Con durata prestabilita | | Rimborsabili con preavviso | | Pronti contro termine |
| | | | fino a 2 anni | oltre 2 anni | fino a 3 mesi | oltre 3 mesi | | | | fino a 2 anni | oltre 2 anni | fino a 3 mesi | oltre 3 mesi | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 1.601,2 | 999,2 | 434,5 | 80,7 | 68,7 | 1,7 | 16,3 | 5.601,7 | 2.156,9 | 996,5 | 607,1 | 1.680,2 | 123,7 | 37,3 |
| 2010 | 1.671,6 | 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. | 1.658,5 | 1.011,4 | 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 mag. | 1.654,5 | 999,0 | 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. | 1.658,5 | 1.011,4 | 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. | 1.656,2 | 1.002,1 | 461,4 | 95,5 | 76,5 | 2,0 | 18,7 | 5.844,9 | 2.261,7 | 914,0 | 705,1 | 1.819,3 | 109,5 | 35,4 |
| ago. ^(p) | 1.655,1 | 994,1 | 467,1 | 95,3 | 77,4 | 1,8 | 19,5 | 5.831,3 | 2.236,2 | 919,4 | 707,0 | 1.823,8 | 109,4 | 35,5 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 91,1 | 112,3 | -70,1 | 15,1 | 40,8 | 0,4 | -7,4 | 187,7 | 320,5 | -371,5 | 85,9 | 190,5 | 8,6 | -46,3 |
| 2010 | 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. | 11,9 | 12,4 | -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 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. | 4,5 | 12,7 | -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. | -3,9 | -10,4 | 4,0 | 0,6 | -0,8 | 0,0 | 2,7 | 21,8 | 3,4 | 9,6 | 3,1 | 3,7 | 0,1 | 1,8 |
| ago. ^(p) | -0,1 | -7,4 | 5,9 | -0,2 | 0,9 | -0,2 | 0,9 | -13,2 | -25,2 | 5,6 | 1,9 | 4,5 | -0,1 | 0,2 |
| 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 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. | 4,8 | 1,7 | 10,1 | 14,8 | -0,2 | -4,6 | 34,8 | 2,9 | 1,0 | 1,4 | 8,4 | 4,2 | -4,6 | 12,2 |
| ago. ^(p) | 3,8 | 0,9 | 8,6 | 14,0 | -1,7 | -15,2 | 37,8 | 2,9 | 1,2 | 2,0 | 8,2 | 3,8 | -3,2 | 11,4 |

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

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



Fonte: BCE.

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

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

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

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

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

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

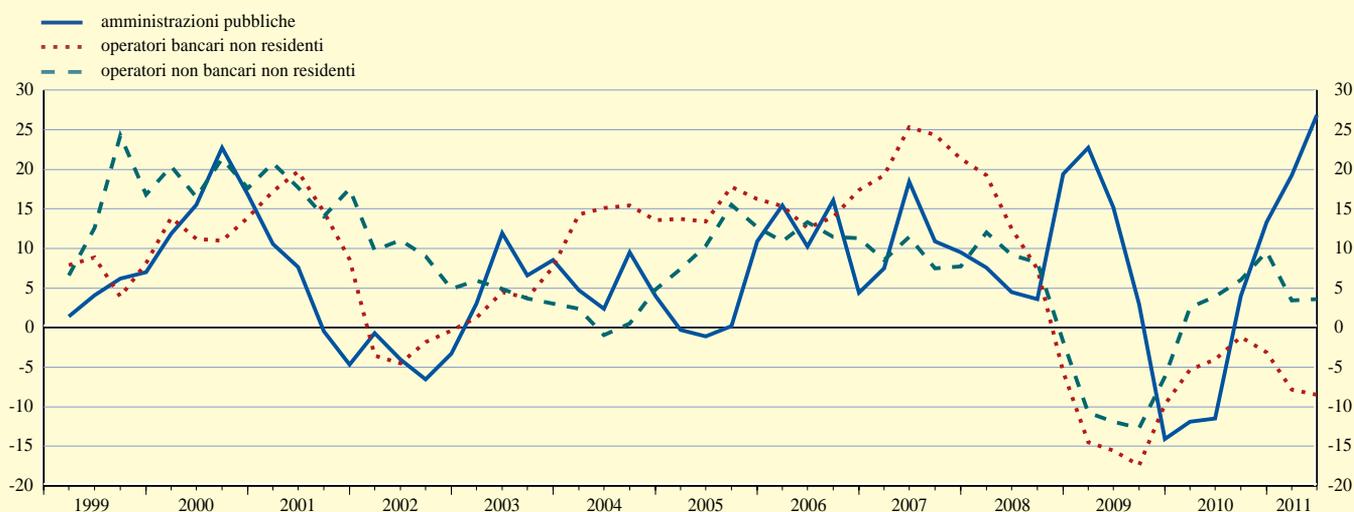
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

| | Amministrazioni pubbliche | | | | | Non residenti nell'area dell'euro | | | | |
|-------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------------|------------------------|--------------------|-----------------------------------|----------------------|-----------------------|---------------------------|-------|
| | Totale | Amministrazioni centrali | Altre amministrazioni pubbliche | | | Totale | Banche ³⁾ | Operatori non bancari | | |
| | | | Amministrazioni statali | Amministrazioni locali | Enti di previdenza | | | Totale | Amministrazioni pubbliche | Altri |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| Consistenze | | | | | | | | | | |
| 2010 | 427,6 | 196,2 | 47,7 | 109,6 | 74,1 | 3.488,8 | 2.491,9 | 996,9 | 45,9 | 950,9 |
| 2011 ^(p) | 521,5 | 266,4 | 55,0 | 112,6 | 87,5 | 3.280,6 | 2.295,9 | 984,5 | 47,7 | 936,8 |
| 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. ^(p) | 521,5 | 266,4 | 55,0 | 112,6 | 87,5 | 3.280,6 | 2.295,9 | 984,5 | 47,7 | 936,8 |
| Transazioni | | | | | | | | | | |
| 2010 | 50,0 | 47,4 | 4,3 | -4,9 | 2,9 | 0,1 | -82,5 | 82,6 | 7,5 | 75,1 |
| 2011 ^(p) | 96,1 | 74,3 | 7,4 | 1,5 | 12,9 | -97,0 | -115,3 | 18,0 | 2,8 | 15,2 |
| 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. ^(p) | 45,7 | 30,9 | 2,7 | 3,9 | 8,2 | -19,5 | -41,8 | 22,1 | 6,4 | 15,7 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | |
| 2010 | 13,3 | 32,2 | 9,9 | -4,3 | 4,1 | 0,3 | -3,2 | 9,6 | 12,7 | 9,3 |
| 2011 ^(p) | 8,2 | 14,5 | 1,2 | -2,5 | 14,0 | -6,3 | -8,5 | 3,6 | 5,0 | 3,5 |
| 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 | 9,9 | -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. ^(p) | 26,8 | 61,3 | 1,2 | -2,5 | 14,0 | -5,1 | -8,5 | 3,6 | 5,0 | 3,5 |

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

- 1) Settore delle IFM escluso l'Eurosistema; la classificazione è basata sul SEC 95.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 3) Il termine "banche", riferito a entità non residenti nell'area dell'euro, viene utilizzato in questa tavola per indicare istituzioni di natura simile alle IFM.

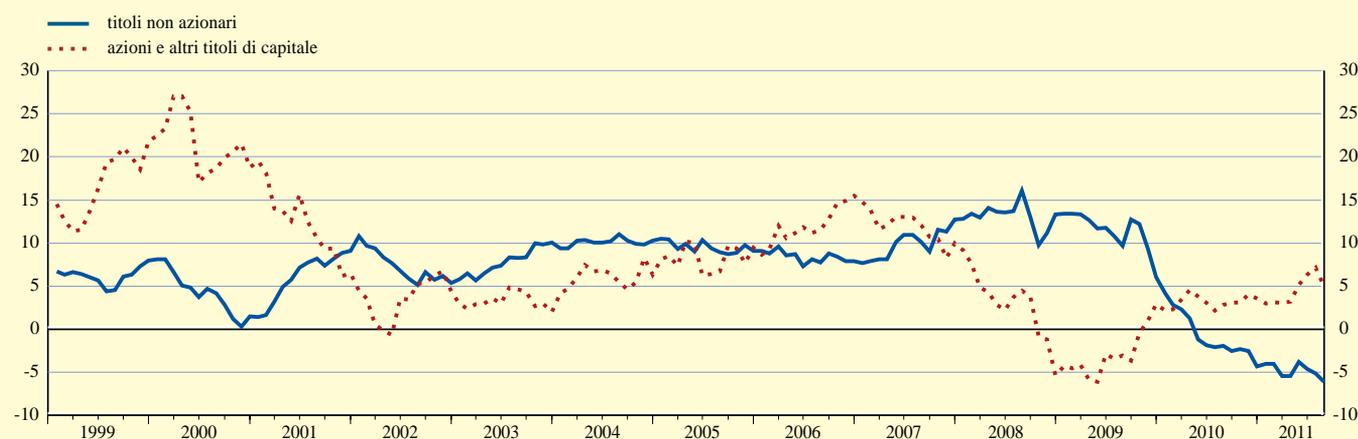
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

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

| | Titoli non azionari | | | | | | | Azioni e altri titoli di capitale | | | | |
|-------------------------------|---------------------|---------|--------------|---------------------------|--------------|-------------------------------------|--------------|-----------------------------------|---------|-------|---------|-----------------------------------|
| | Totale | IFM | | Amministrazioni pubbliche | | Altri residenti dell'area dell'euro | | Non residenti nell'area dell'euro | Totale | IFM | Non IFM | Non residenti nell'area dell'euro |
| | | Euro | Altre valute | Euro | Altre valute | Euro | Altre valute | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 6.207,8 | 1.970,8 | 109,1 | 1.466,1 | 16,0 | 1.458,6 | 39,4 | 1.147,8 | 1.516,3 | 435,0 | 801,1 | 280,2 |
| 2010 | 5.993,1 | 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. | 5.663,4 | 1.674,2 | 90,0 | 1.437,0 | 20,7 | 1.448,3 | 24,7 | 968,4 | 1.563,7 | 476,0 | 775,5 | 312,1 |
| 2011 mag. | 5.717,8 | 1.686,9 | 99,3 | 1.410,8 | 19,4 | 1.471,3 | 25,5 | 1.004,4 | 1.570,9 | 469,6 | 786,7 | 314,6 |
| giu. | 5.663,4 | 1.674,2 | 90,0 | 1.437,0 | 20,7 | 1.448,3 | 24,7 | 968,4 | 1.563,7 | 476,0 | 775,5 | 312,1 |
| lug. | 5.628,7 | 1.660,3 | 89,7 | 1.417,0 | 20,6 | 1.452,6 | 25,1 | 963,5 | 1.560,8 | 479,4 | 769,1 | 312,3 |
| ago. ^(p) | 5.583,1 | 1.685,4 | 84,0 | 1.402,0 | 23,8 | 1.431,0 | 27,3 | 929,6 | 1.532,5 | 478,3 | 753,2 | 300,9 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 354,9 | 83,5 | 16,6 | 231,0 | -3,2 | 103,0 | -12,0 | -64,0 | 43,0 | 29,1 | 11,6 | 2,3 |
| 2010 | -269,3 | -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 | 62,8 | 36,8 | 14,6 | 11,4 |
| 2011 mag. | 25,4 | 4,6 | 9,7 | 7,5 | -0,1 | -3,3 | 0,0 | 7,1 | 17,5 | 30,5 | -18,4 | 5,3 |
| giu. | -51,9 | -21,8 | -8,2 | 28,7 | 1,5 | -22,6 | -0,5 | -29,0 | -4,4 | 4,5 | -7,8 | -1,1 |
| lug. | -32,0 | -13,0 | 0,3 | -12,4 | -0,7 | 6,0 | -0,5 | -11,7 | 3,5 | 4,7 | -1,9 | 0,6 |
| ago. ^(p) | -42,6 | 24,3 | -4,6 | -22,2 | 3,5 | -18,6 | 2,7 | -27,7 | -17,6 | 0,7 | -8,6 | -9,7 |
| Variazioni percentuali | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 6,0 | 4,4 | 17,6 | 18,7 | -15,8 | 7,6 | -23,2 | -5,3 | 2,9 | 7,0 | 1,5 | 0,8 |
| 2010 | -4,3 | -8,5 | -5,7 | 2,9 | -11,5 | 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 mag. | -3,8 | -9,1 | 16,4 | 0,2 | 15,7 | 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. | -5,2 | -8,9 | 13,6 | 0,4 | 24,4 | -3,5 | -1,2 | -10,9 | 7,1 | 11,5 | 5,7 | 4,4 |
| ago. ^(p) | -6,1 | -7,6 | -1,7 | -0,4 | 48,5 | -4,8 | 11,1 | -14,6 | 5,0 | 10,7 | 3,1 | 1,6 |

FI4 Disponibilità in titoli delle IFM ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: BCE.

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

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

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

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

1. Prestiti, titoli diversi da azioni e depositi

| | IFM ³⁾ | | | | | | | Non IFM | | | | | | |
|--|-------------------------------|--------------------|--------------|------|-----|-----|-------------------------------|--------------------|--------------|--------|------|-----|-----|------|
| | Tutte le valute (consistenze) | Euro ⁴⁾ | Altre valute | | | | Tutte le valute (consistenze) | Euro ⁴⁾ | Altre valute | | | | | |
| | | | Totale | USD | JPY | CHF | | | GBP | Totale | USD | JPY | CHF | GBP |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| Prestiti a | | | | | | | | | | | | | | |
| <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 |
| Titoli non azionari | | | | | | | | | | | | | | |
| <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 | 2.930,8 | 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 |
| Depositi di | | | | | | | | | | | | | | |
| <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 | 10.764,0 | 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 | 10.921,2 | 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 | 984,5 | 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 ⁴⁾ | 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 ¹⁾

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

1. Attività

| | Totale | Depositi e prestiti | Titoli non azionari | Azioni e altri titoli di capitale (escl. quote di fondi di investimento/fondi comuni monetari) | Fondi di investimento/fondi comuni monetari | Attività non finanziarie | Altre attività (incl. prodotti finanziari derivati) |
|-----------------------|---------|---------------------|---------------------|--|---|--------------------------|---|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Consistenze in essere | | | | | | | |
| 2011 gen. | 6.301,4 | 381,7 | 2.355,0 | 1.984,1 | 871,8 | 221,7 | 487,2 |
| feb. | 6.382,2 | 390,4 | 2.372,1 | 2.012,7 | 878,4 | 223,5 | 505,3 |
| mar. | 6.338,4 | 387,3 | 2.354,8 | 1.973,7 | 882,7 | 221,4 | 518,5 |
| apr. | 6.380,7 | 391,6 | 2.357,0 | 1.992,2 | 892,0 | 222,7 | 525,2 |
| mag. | 6.430,3 | 393,5 | 2.403,9 | 1.991,3 | 899,0 | 223,5 | 519,2 |
| giu. | 6.347,1 | 392,5 | 2.389,5 | 1.959,3 | 888,1 | 222,1 | 495,5 |
| lug. ^(p) | 6.397,2 | 390,5 | 2.423,2 | 1.939,2 | 890,1 | 222,6 | 531,6 |
| Transazioni | | | | | | | |
| 2010 4° trim. | 35,9 | -11,0 | 48,2 | 49,9 | 16,6 | -3,0 | -64,8 |
| 2011 1° trim. | 110,2 | 19,4 | 25,2 | 14,8 | 8,5 | 2,4 | 40,0 |
| 2° trim. | 66,6 | 5,9 | 43,4 | 20,9 | 13,5 | 4,0 | -21,0 |

2. Passività

| | Totale | Depositi e prestiti ricevuti | Quote di fondi di investimento emesse | | | Altre passività (incl. prodotti finanziari derivati) | |
|-----------------------|---------|------------------------------|---------------------------------------|---|---|--|-------|
| | | | Totale | Detenute da residenti nell'area dell'euro | | | |
| | | | | Fondi di investimento | Detenute da non residenti nell'area dell'euro | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| Consistenze in essere | | | | | | | |
| 2011 gen. | 6.301,4 | 119,2 | 5.766,2 | 4.477,8 | 663,2 | 1.288,3 | 416,1 |
| feb. | 6.382,2 | 124,0 | 5.823,8 | 4.519,8 | 668,1 | 1.304,0 | 434,4 |
| mar. | 6.338,4 | 127,1 | 5.769,9 | 4.475,9 | 668,1 | 1.294,0 | 441,4 |
| apr. | 6.380,7 | 126,0 | 5.813,2 | 4.510,1 | 678,2 | 1.303,1 | 441,5 |
| mag. | 6.430,3 | 126,1 | 5.859,2 | 4.533,5 | 684,3 | 1.325,8 | 445,0 |
| giu. | 6.347,1 | 119,1 | 5.786,7 | 4.466,3 | 675,6 | 1.320,4 | 441,4 |
| lug. ^(p) | 6.397,2 | 119,7 | 5.809,7 | 4.464,5 | 674,8 | 1.345,2 | 467,9 |
| Transazioni | | | | | | | |
| 2010 4° trim. | 35,9 | -11,8 | 81,1 | 32,6 | 15,3 | 48,6 | -33,4 |
| 2011 1° trim. | 110,2 | 12,0 | 55,5 | 25,6 | 4,1 | 29,9 | 42,7 |
| 2° trim. | 66,6 | -4,7 | 76,2 | 25,2 | 11,1 | 51,1 | -5,0 |

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 dic. | 5.770,2 | 1.808,8 | 1.726,2 | 1.399,4 | 264,4 | 111,4 | 460,0 | 5.687,9 | 82,3 | 1.106,5 |
| 2011 gen. | 5.766,2 | 1.801,4 | 1.720,5 | 1.403,5 | 264,9 | 111,3 | 464,7 | 5.681,6 | 84,6 | 1.090,4 |
| feb. | 5.823,8 | 1.814,2 | 1.742,1 | 1.419,1 | 266,6 | 112,4 | 469,4 | 5.739,1 | 84,7 | 1.097,9 |
| mar. | 5.769,9 | 1.799,7 | 1.707,8 | 1.410,4 | 267,3 | 112,7 | 471,9 | 5.685,4 | 84,4 | 1.077,4 |
| apr. | 5.813,2 | 1.797,9 | 1.724,4 | 1.429,2 | 268,1 | 113,2 | 480,4 | 5.728,9 | 84,3 | 1.070,8 |
| mag. | 5.859,2 | 1.825,3 | 1.729,0 | 1.438,3 | 269,7 | 114,4 | 482,5 | 5.774,9 | 84,4 | 1.090,1 |
| giu. | 5.786,7 | 1.812,4 | 1.688,8 | 1.423,8 | 270,9 | 112,2 | 478,6 | 5.701,1 | 85,5 | 1.049,8 |
| lug. ^(p) | 5.809,7 | 1.836,8 | 1.670,9 | 1.426,6 | 282,3 | 116,0 | 477,1 | 5.723,6 | 86,1 | 1.032,6 |
| Transazioni | | | | | | | | | | |
| 2011 gen. | 25,3 | 5,9 | 9,3 | 7,7 | 1,0 | 0,3 | 1,0 | 24,4 | 0,9 | -9,6 |
| feb. | 21,5 | 10,0 | 4,1 | 5,7 | 0,4 | 0,7 | 0,6 | 21,6 | -0,1 | 8,8 |
| mar. | 8,7 | 4,3 | -6,3 | 2,5 | 0,6 | 0,8 | 6,8 | 8,7 | 0,1 | -8,7 |
| apr. | 41,3 | 9,8 | 13,7 | 12,5 | 0,8 | 1,0 | 3,4 | 41,1 | 0,2 | 6,0 |
| mag. | 27,2 | 9,4 | 9,6 | 5,7 | -0,2 | -1,0 | 3,6 | 27,4 | -0,3 | 7,9 |
| giu. | 7,8 | 2,5 | 2,1 | 0,6 | 2,8 | -0,5 | 0,3 | 5,8 | 2,0 | -34,7 |
| lug. ^(p) | 24,3 | 8,2 | 1,9 | 0,9 | 11,3 | 2,3 | -0,3 | 23,8 | 0,6 | -22,3 |

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 ¹⁾, suddivisi per emittente

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

1. Titoli non azionari

| | Totale | Area dell'euro | | | | | | Resto del mondo | | | |
|------------------------------|---------|----------------|---------------------------|-------------------------------|---|-------------------------|---|-----------------|----------|-------|------|
| | Totale | IFM | Amministrazioni pubbliche | Altri intermediari finanziari | Società di assicurazione e fondi pensione | Società non finanziarie | Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro | Stati Uniti | Giappone | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Consistenze in essere | | | | | | | | | | | |
| 2010 3° trim. | 2.345,7 | 1.471,5 | 385,4 | 721,8 | 193,5 | 6,4 | 164,3 | 874,2 | 242,6 | 330,9 | 16,3 |
| 4° trim. | 2.369,3 | 1.432,6 | 375,5 | 692,0 | 193,9 | 6,1 | 165,1 | 936,7 | 247,0 | 365,8 | 16,1 |
| 2011 1° trim. | 2.354,8 | 1.430,3 | 383,4 | 675,7 | 200,1 | 5,5 | 165,7 | 924,5 | 246,4 | 354,5 | 14,1 |
| 2° trim. ^(p) | 2.389,5 | 1.430,5 | 385,9 | 673,9 | 195,7 | 5,7 | 169,2 | 959,0 | 247,2 | 365,9 | 17,9 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | |
| 2010 4° trim. | 48,2 | -7,1 | -3,3 | -8,2 | 0,7 | -0,2 | 3,8 | 55,3 | 6,4 | 30,0 | -1,9 |
| 2011 1° trim. | 25,2 | 10,7 | 9,4 | -8,3 | 7,8 | 0,0 | 1,9 | 14,5 | 1,9 | 2,4 | -1,0 |
| 2° trim. ^(p) | 43,4 | -1,5 | 1,5 | -4,3 | -1,7 | 0,5 | 2,5 | 43,3 | 8,7 | 13,8 | 3,6 |

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

| | Totale | Area dell'euro | | | | | | Resto del mondo | | | |
|------------------------------|---------|----------------|---------------------------|-------------------------------|---|-------------------------|---|-----------------|----------|-------|------|
| | Totale | IFM | Amministrazioni pubbliche | Altri intermediari finanziari | Società di assicurazione e fondi pensione | Società non finanziarie | Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro | Stati Uniti | Giappone | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Consistenze in essere | | | | | | | | | | | |
| 2010 3° trim. | 1.792,3 | 711,8 | 80,2 | - | 36,4 | 24,2 | 571,0 | 1.080,4 | 153,2 | 314,7 | 67,3 |
| 4° trim. | 1.987,7 | 751,2 | 77,8 | - | 39,5 | 25,2 | 608,7 | 1.236,5 | 171,4 | 355,8 | 83,8 |
| 2011 1° trim. | 1.973,7 | 782,7 | 89,2 | - | 41,7 | 26,1 | 625,6 | 1.191,0 | 167,2 | 365,2 | 71,1 |
| 2° trim. ^(p) | 1.959,3 | 773,7 | 83,9 | - | 41,3 | 26,2 | 622,3 | 1.185,6 | 166,4 | 362,4 | 77,4 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | |
| 2010 4° trim. | 49,9 | 4,9 | 4,5 | - | 1,7 | -0,6 | -0,7 | 45,0 | 5,1 | 3,4 | 6,6 |
| 2011 1° trim. | 14,8 | 11,5 | 5,5 | - | 2,3 | -0,9 | 4,6 | 3,3 | -0,5 | 16,0 | -3,9 |
| 2° trim. ^(p) | 20,9 | -1,0 | -1,2 | - | 1,3 | 0,4 | -1,5 | 21,9 | 2,8 | 3,5 | 7,2 |

3. Quote dei fondi di investimento/fondi comuni monetari

| | Totale | Area dell'euro | | | | | | Resto del mondo | | | |
|------------------------------|--------|-------------------|---------------------------|---|---|-------------------------|---|-----------------|----------|------|------|
| | Totale | IFM ²⁾ | Amministrazioni pubbliche | Altri intermediari finanziari ²⁾ | Società di assicurazione e fondi pensione | Società non finanziarie | Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro | Stati Uniti | Giappone | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Consistenze in essere | | | | | | | | | | | |
| 2010 3° trim. | 831,1 | 707,1 | 77,1 | - | 630,0 | - | - | 124,0 | 21,4 | 34,8 | 0,4 |
| 4° trim. | 875,3 | 740,2 | 76,0 | - | 664,1 | - | - | 135,1 | 23,8 | 38,6 | 0,6 |
| 2011 1° trim. | 882,7 | 746,1 | 78,0 | - | 668,1 | - | - | 136,6 | 22,6 | 41,7 | 0,5 |
| 2° trim. ^(p) | 888,1 | 754,9 | 79,3 | - | 675,6 | - | - | 133,2 | 22,0 | 41,9 | 0,4 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | |
| 2010 4° trim. | 16,6 | 13,4 | -1,9 | - | 15,3 | - | - | 3,2 | 0,5 | 1,4 | 0,1 |
| 2011 1° trim. | 8,5 | 6,1 | 2,1 | - | 4,1 | - | - | 2,3 | -0,9 | 3,3 | -0,1 |
| 2° trim. ^(p) | 13,5 | 12,0 | 0,9 | - | 11,1 | - | - | 1,5 | 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 ¹⁾ | 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 | |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | | |
| 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 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | |
| Consistenze | | | | | | | |
| 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 | |
| Transazioni | | | | | | | |
| 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 | |
| Consistenze | | | | | | | | | | | | | |
| 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 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | |
| 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 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 3° trim. | 6.266,6 | 762,9 | 458,8 | 2.281,6 | 932,8 | 1.187,7 | 87,5 | 251,1 | 149,3 | 154,8 |
| 4° trim. | 6.158,6 | 800,7 | 478,6 | 2.292,9 | 819,2 | 1.088,2 | 93,9 | 245,7 | 184,8 | 154,5 |
| 2009 1° trim. | 6.188,2 | 797,2 | 493,7 | 2.361,0 | 785,7 | 1.071,9 | 101,6 | 244,1 | 176,2 | 156,7 |
| 2° trim. | 6.330,2 | 782,8 | 487,7 | 2.384,4 | 819,0 | 1.200,4 | 89,7 | 248,6 | 162,1 | 155,4 |
| 3° trim. | 6.517,6 | 784,2 | 483,4 | 2.424,9 | 792,6 | 1.377,5 | 86,1 | 252,0 | 163,2 | 153,9 |
| 4° trim. | 6.642,6 | 786,9 | 477,9 | 2.462,8 | 804,4 | 1.456,8 | 86,5 | 256,2 | 158,1 | 152,9 |
| 2010 1° trim. | 6.864,5 | 784,5 | 486,3 | 2.575,8 | 815,4 | 1.534,2 | 83,5 | 266,9 | 169,4 | 148,5 |
| 2° trim. | 6.891,0 | 785,5 | 488,9 | 2.613,5 | 792,8 | 1.518,5 | 79,9 | 271,6 | 190,2 | 150,2 |
| 3° trim. | 7.060,0 | 783,2 | 498,0 | 2.698,8 | 807,5 | 1.559,8 | 75,4 | 272,2 | 215,1 | 150,0 |
| 4° trim. | 6.977,5 | 774,1 | 500,9 | 2.642,2 | 823,1 | 1.579,3 | 65,4 | 269,0 | 171,9 | 151,5 |
| 2011 1° trim. | 7.048,4 | 775,1 | 499,7 | 2.676,4 | 826,8 | 1.602,1 | 63,5 | 277,8 | 172,8 | 154,2 |
| 2° trim. | 7.085,5 | 778,2 | 505,1 | 2.688,3 | 834,2 | 1.607,6 | 66,7 | 275,4 | 175,8 | 154,3 |

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 3° trim. | 2.281,6 | 1.851,3 | 517,9 | 975,2 | 215,2 | 9,1 | 134,0 | 430,3 |
| 4° trim. | 2.292,9 | 1.874,6 | 505,9 | 1.013,9 | 207,0 | 11,4 | 136,4 | 418,3 |
| 2009 1° trim. | 2.361,0 | 1.939,4 | 531,1 | 1.040,5 | 218,3 | 13,5 | 136,1 | 421,6 |
| 2° trim. | 2.384,4 | 1.987,6 | 541,7 | 1.060,7 | 231,2 | 15,0 | 139,0 | 396,8 |
| 3° trim. | 2.424,9 | 2.021,6 | 552,6 | 1.086,6 | 229,4 | 15,1 | 137,8 | 403,2 |
| 4° trim. | 2.462,8 | 2.053,6 | 543,7 | 1.114,3 | 239,4 | 16,7 | 139,5 | 409,2 |
| 2010 1° trim. | 2.575,8 | 2.157,9 | 578,5 | 1.184,6 | 231,8 | 16,2 | 146,9 | 417,9 |
| 2° trim. | 2.613,5 | 2.190,3 | 581,7 | 1.196,7 | 244,4 | 16,6 | 150,9 | 423,1 |
| 3° trim. | 2.698,8 | 2.271,6 | 593,4 | 1.242,2 | 264,1 | 19,5 | 152,4 | 427,2 |
| 4° trim. | 2.642,2 | 2.218,7 | 594,3 | 1.215,0 | 236,2 | 17,7 | 155,5 | 423,5 |
| 2011 1° trim. | 2.676,4 | 2.260,3 | 617,2 | 1.208,7 | 262,0 | 19,0 | 153,5 | 416,1 |
| 2° trim. | 2.688,3 | 2.263,6 | 636,9 | 1.227,6 | 223,5 | 16,0 | 159,6 | 424,7 |

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 | | | | | |
| | | | | | 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 | Riserve premi e riserve sinistri | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| 2008 3° trim. | 6.177,2 | 331,4 | 29,7 | 475,0 | 5.190,2 | 2.938,1 | 1.410,5 | 841,6 | 151,0 | 89,4 |
| 4° trim. | 6.123,7 | 348,8 | 31,7 | 422,1 | 5.178,6 | 2.909,2 | 1.445,8 | 823,6 | 142,6 | 34,9 |
| 2009 1° trim. | 6.129,8 | 347,8 | 31,8 | 378,6 | 5.228,6 | 2.927,5 | 1.460,2 | 841,0 | 142,9 | 58,4 |
| 2° trim. | 6.215,9 | 321,6 | 33,1 | 395,1 | 5.325,5 | 3.005,5 | 1.477,4 | 842,6 | 140,6 | 114,3 |
| 3° trim. | 6.363,7 | 303,8 | 36,1 | 440,0 | 5.438,6 | 3.094,8 | 1.501,7 | 842,2 | 145,1 | 153,9 |
| 4° trim. | 6.441,3 | 284,6 | 39,5 | 436,2 | 5.527,8 | 3.168,6 | 1.519,8 | 839,3 | 153,3 | 201,3 |
| 2010 1° trim. | 6.620,1 | 293,6 | 39,5 | 454,0 | 5.675,5 | 3.255,5 | 1.560,2 | 859,8 | 157,5 | 244,4 |
| 2° trim. | 6.655,6 | 298,9 | 40,9 | 425,1 | 5.730,6 | 3.280,6 | 1.589,1 | 860,9 | 160,0 | 235,4 |
| 3° trim. | 6.765,4 | 315,0 | 39,8 | 431,6 | 5.823,8 | 3.337,6 | 1.629,5 | 856,6 | 155,2 | 294,6 |
| 4° trim. | 6.802,9 | 283,9 | 42,3 | 439,0 | 5.887,7 | 3.380,3 | 1.651,3 | 856,0 | 150,1 | 174,6 |
| 2011 1° trim. | 6.907,4 | 304,2 | 40,1 | 455,6 | 5.957,3 | 3.412,8 | 1.664,5 | 880,0 | 150,2 | 140,9 |
| 2° trim. | 6.934,8 | 304,4 | 42,7 | 449,3 | 5.987,6 | 3.438,6 | 1.670,7 | 878,3 | 150,8 | 150,7 |

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 |
|---|----------------|----------|-------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| 1° trim. 2011 | | | | | | |
| Conti verso l'estero | | | | | | |
| Esportazioni di beni e servizi | | | | | | 548 |
| Saldo commerciale ¹⁾ | | | | | | 11 |
| Formazione del conto dei redditi | | | | | | |
| Prodotto interno lordo (a prezzi base) | | | | | | |
| Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti | | | | | | |
| Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) | | | | | | |
| Redditi da lavoro dipendente | 1.079 | 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 ¹⁾ | 587 | 280 | 272 | 36 | 0 | |
| Allocazione del conto dei redditi primari | | | | | | |
| Margine operativo lordo e reddito misto | | | | | | 6 |
| Redditi da lavoro dipendente | | | | | | |
| Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti | | | | | | |
| Redditi da capitale | 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 ¹⁾ | 1.929 | 1.566 | 98 | 49 | 215 | |
| Distribuzione secondaria del conto dei redditi | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 1.891 | 1.408 | 62 | 58 | 363 | |
| Utilizzo del conto dei redditi | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 68 | 84 | 62 | 44 | -122 | 49 |
| Conto capitale | | | | | | |
| 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) ¹⁾ | -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 |
|---|----------------|----------|-------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| 1° trim. 2011 | | | | | | |
| Conti verso l'estero | | | | | | |
| Esportazioni di beni e servizi | | | | | | 558 |
| <i>Saldo commerciale</i> | | | | | | |
| Formazione del conto dei redditi | | | | | | |
| 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) ²⁾ | 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> | | | | | | |
| Allocazione del conto dei redditi primari | | | | | | |
| 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> | | | | | | |
| Distribuzione secondaria del conto dei redditi | | | | | | |
| 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> | | | | | | |
| Utilizzo del conto dei redditi | | | | | | |
| 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> | | | | | | |
| Conto capitale | | | | | | |
| 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 |
|---|----------------|----------|-------------------------|--------|-------------------------------|---|---------------------------|-----------------|
| 1° trim. 2011 | | | | | | | | |
| Bilancio di apertura: attività finanziarie | | | | | | | | |
| 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> | | | | | | | | |
| Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie | | | | | | | | |
| 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> | | | | | | | | |
| Conto delle altre variazioni: attività finanziarie | | | | | | | | |
| 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> | | | | | | | | |
| Bilancio di chiusura: attività finanziarie | | | | | | | | |
| 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 |
|--|-------------------|----------|-------------------------------|--------|-------------------------------------|---|-----------------------------------|--------------------|
| 1° trim. 2011 | | | | | | | | |
| Bilancio di apertura: passività finanziarie | | | | | | | | |
| 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 netta¹⁾</i> | -1.420 | 12.199 | -9.741 | 879 | 610 | -126 | -5.241 | |
| Conto finanziario, transazioni in passività | | | | | | | | |
| 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 netta¹⁾</i> | -46 | 62 | -17 | -7 | 45 | 5 | -134 | 46 |
| Conto delle altre variazioni: passività finanziarie | | | | | | | | |
| 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 | 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 netta¹⁾</i> | -7 | -28 | -40 | 47 | -69 | 6 | 77 | -10 |
| Bilancio di chiusura: passività finanziarie | | | | | | | | |
| 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 netta¹⁾</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 |
|--|-------|-------|-------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Formazione del conto dei redditi | | | | | | | | |
| Prodotto interno lordo (a prezzi base) | | | | | | | | |
| Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti | | | | | | | | |
| Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) | | | | | | | | |
| Redditi da lavoro dipendente | 4.271 | 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> ¹⁾ | 2.333 | 2.309 | 2.102 | 2.128 | 2.161 | 2.180 | 2.206 | 2.240 |
| Allocazione del conto dei redditi primari | | | | | | | | |
| Margine operativo lordo e reddito misto | | | | | | | | |
| Redditi da lavoro dipendente | | | | | | | | |
| Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti | | | | | | | | |
| Redditi da capitale | 3.688 | 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> ¹⁾ | 7.735 | 7.795 | 7.518 | 7.558 | 7.628 | 7.688 | 7.740 | 7.814 |
| Distribuzione secondaria del conto dei redditi | | | | | | | | |
| 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> ¹⁾ | 7.641 | 7.692 | 7.409 | 7.445 | 7.515 | 7.570 | 7.626 | 7.698 |
| Utilizzo del conto dei redditi | | | | | | | | |
| 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> ¹⁾ | 727 | 526 | 239 | 239 | 269 | 279 | 289 | 314 |
| Conto capitale | | | | | | | | |
| 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> ¹⁾ | 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 |
|--|-------|-------|-------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Formazione del conto dei redditi | | | | | | | | |
| 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) ²⁾ | 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> | | | | | | | | |
| Allocazione del conto dei redditi primari | | | | | | | | |
| 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> | | | | | | | | |
| Distribuzione secondaria del conto dei redditi | | | | | | | | |
| 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> | | | | | | | | |
| Utilizzo del conto dei redditi | | | | | | | | |
| 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> | | | | | | | | |
| Conto capitale | | | | | | | | |
| 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 |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta | | | | | | | | |
| 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 |
| = Reddito lordo disponibile | 5.865 | 6.067 | 6.051 | 6.054 | 6.066 | 6.088 | 6.112 | 6.148 |
| 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 |
| = Risparmio lordo | 823 | 868 | 929 | 905 | 885 | 865 | 845 | 839 |
| 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 |
| = Variazioni nella ricchezza netta | 1.945 | -1.749 | 103 | 1.220 | 1.266 | 1.440 | 1.486 | 1.115 |
| Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta | | | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 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 |
| = Variazioni nella ricchezza netta | 1.945 | -1.749 | 103 | 1.220 | 1.266 | 1.440 | 1.486 | 1.115 |
| Bilancio finanziario | | | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 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 |
| = Ricchezza finanziaria netta | 39.574 | 37.825 | 37.928 | 38.182 | 38.491 | 39.073 | 39.413 | 39.297 |

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 |
|---|--------|--------|--------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Reddito e risparmio | | | | | | | | |
| 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 |
| = Margine operativo lordo (+) | 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 |
| = Margine operativo netto (+) | 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 |
| = Reddito lordo di impresa (+) | 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 |
| = Risparmio netto | 105 | -7 | -17 | 32 | 65 | 75 | 81 | 85 |
| Investimento, finanziamento e risparmio | | | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 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 |
| = Risparmio netto | 105 | -7 | -17 | 32 | 65 | 75 | 81 | 85 |
| Bilancio finanziario | | | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 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 |
|--|-------------|-------------|------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Conto finanziario, transazioni finanziarie | | | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 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 |
| = Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni | 9 | 56 | 40 | 24 | 6 | 5 | -23 | -39 |
| Conto delle altre variazioni | | | | | | | | |
| 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 |
| = Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta | -58 | -12 | 22 | 9 | 3 | 42 | -28 | -25 |
| Bilancio finanziario | | | | | | | | |
| 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 ¹⁾ | 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 |
| = Ricchezza finanziaria netta | -182 | -138 | -76 | -51 | -55 | -25 | -126 | -115 |

Fonte: BCE.

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



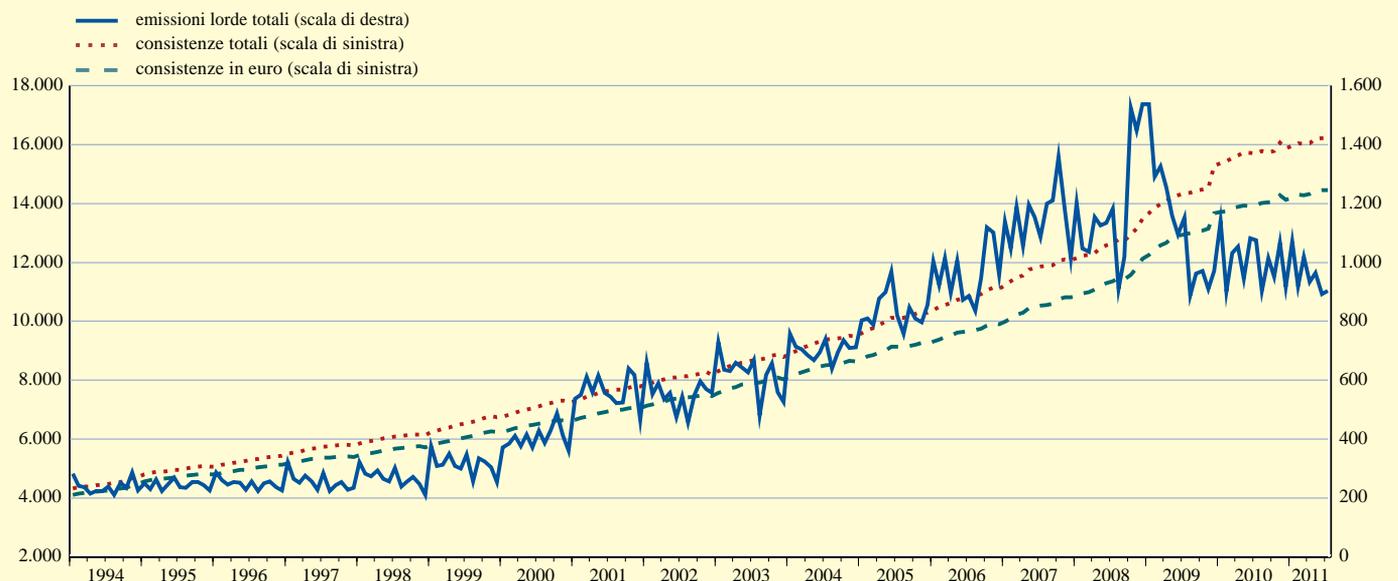
MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

| | Totale in euro ¹⁾ | | | Residenti nell'area dell'euro | | | | | | | | |
|------------------------|------------------------------|--------------------|--------------------|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--|--------------------|--------------------------------------|
| | Consistenze | Emissioni lorde | Emissioni nette | In euro | | | In tutte le valute | | | Dati destagionalizzati ²⁾ | | |
| | | | | Consistenze | Emissioni lorde | Emissioni nette | Consistenze | Emissioni lorde | Emissioni nette | Tassi di crescita sui dodici mesi | Emissioni nette | Tassi di crescita sui sei mesi |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Totale | | | | | | | | | | | | |
| 2010 lug. | 16.189,6 | 1.009,8 | 23,0 | 13.952,9 | 970,2 | 48,1 | 15.683,4 | 1.076,0 | 15,2 | 3,2 | 42,4 | 2,5 |
| ago. | 16.254,3 | 841,1 | 65,0 | 14.014,8 | 800,7 | 62,2 | 15.789,4 | 903,1 | 82,1 | 3,6 | 112,1 | 4,1 |
| 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 | 56,5 | 3,4 |
| ott. | 16.280,3 | 888,0 | 10,1 | 14.070,2 | 843,2 | 40,1 | 15.782,0 | 950,3 | 52,7 | 3,2 | 39,5 | 3,1 |
| nov. | 16.459,9 | 993,0 | 180,9 | 14.268,8 | 954,0 | 199,8 | 16.065,7 | 1.067,0 | 239,0 | 4,3 | 160,4 | 5,5 |
| dic. | 16.297,1 | 876,7 | -161,4 | 14.123,3 | 844,0 | -144,1 | 15.874,7 | 916,6 | -183,1 | 3,6 | -63,1 | 4,5 |
| 2011 gen. | 16.376,6 | 1.005,0 | 78,7 | 14.197,9 | 954,4 | 73,9 | 15.947,7 | 1.070,1 | 91,6 | 3,7 | 77,7 | 4,9 |
| feb. | 16.476,5 | 866,4 | 100,8 | 14.289,6 | 813,6 | 92,7 | 16.039,5 | 919,2 | 97,7 | 4,1 | 47,5 | 4,0 |
| mar. | 16.477,5 | 978,2 | 1,3 | 14.283,3 | 911,3 | -6,1 | 16.017,8 | 1.019,2 | 2,8 | 3,4 | 12,3 | 3,4 |
| apr. | 16.498,3 | 888,9 | 21,5 | 14.330,9 | 850,2 | 48,3 | 16.044,4 | 934,7 | 51,6 | 3,2 | 25,7 | 3,3 |
| mag. | 16.609,2 | 920,9 | 109,2 | 14.432,4 | 865,6 | 99,8 | 16.200,5 | 963,2 | 125,9 | 3,6 | 49,4 | 1,9 |
| giu. | 16.645,5 | 847,9 | 36,3 | 14.459,7 | 796,1 | 27,3 | 16.219,2 | 893,0 | 24,3 | 3,9 | 50,1 | 3,3 |
| lug. | . | . | . | 14.451,6 | 821,1 | -7,5 | 16.239,6 | 902,9 | -1,6 | 3,8 | 24,1 | 2,6 |
| A lungo termine | | | | | | | | | | | | |
| 2010 lug. | 14.686,5 | 261,6 | 35,6 | 12.549,0 | 241,3 | 36,4 | 14.082,4 | 268,8 | 14,5 | 4,7 | 51,2 | 3,5 |
| ago. | 14.717,8 | 140,8 | 32,1 | 12.580,1 | 127,4 | 32,0 | 14.148,0 | 152,8 | 43,5 | 4,7 | 83,8 | 4,5 |
| set. | 14.721,6 | 268,6 | 4,1 | 12.594,2 | 228,4 | 14,4 | 14.105,4 | 258,8 | 4,4 | 4,1 | 50,3 | 3,5 |
| ott. | 14.758,9 | 222,2 | 37,5 | 12.643,6 | 195,4 | 49,4 | 14.161,2 | 233,3 | 65,7 | 4,0 | 66,5 | 3,7 |
| nov. | 14.903,2 | 338,6 | 145,4 | 12.802,9 | 322,0 | 160,3 | 14.393,1 | 360,5 | 191,4 | 4,8 | 115,9 | 5,5 |
| dic. | 14.860,7 | 186,9 | -39,9 | 12.778,2 | 179,8 | -22,0 | 14.335,9 | 193,9 | -50,0 | 4,7 | 10,6 | 5,5 |
| 2011 gen. | 14.927,9 | 308,9 | 68,6 | 12.828,9 | 277,9 | 52,2 | 14.383,6 | 320,0 | 67,8 | 4,8 | 97,5 | 6,1 |
| feb. | 15.033,7 | 283,8 | 106,1 | 12.924,4 | 252,8 | 95,9 | 14.471,2 | 284,8 | 92,1 | 5,0 | 42,7 | 5,5 |
| mar. | 15.046,6 | 304,9 | 13,4 | 12.944,0 | 268,8 | 20,0 | 14.466,2 | 303,0 | 16,9 | 4,3 | 22,4 | 5,1 |
| apr. | 15.100,4 | 302,6 | 54,1 | 13.009,3 | 278,4 | 65,7 | 14.513,4 | 308,9 | 68,7 | 4,3 | 49,3 | 4,8 |
| mag. | 15.186,9 | 276,9 | 85,3 | 13.088,7 | 245,8 | 78,2 | 14.629,4 | 268,7 | 90,5 | 4,5 | 25,0 | 3,5 |
| giu. | 15.243,9 | 255,1 | 56,5 | 13.143,4 | 224,0 | 54,2 | 14.684,0 | 252,8 | 58,0 | 4,7 | 48,3 | 4,0 |
| lug. | . | . | . | 13.135,0 | 191,8 | -9,5 | 14.698,6 | 213,4 | -7,0 | 4,6 | 31,7 | 3,1 |

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 ¹⁾ | | | | | |
|--|-------------|--|--|-------------------------------|-------------------------------|--|-------------------------------|--|--|-------------------------------|-------------------------------|--|
| | Totale | IFM (incluso l'Euro- sistema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | | Totale | IFM (incluso l'Euro- sistema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | |
| | | | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Amministra- zioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche | | | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Amministra- zioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Totale | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 15.286 | 5.371 | 3.225 | 803 | 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. | 16.018 | 5.347 | 3.255 | 827 | 6.024 | 564 | 1.003 | 592 | 89 | 58 | 220 | 43 |
| 2° trim. | 16.219 | 5.363 | 3.257 | 836 | 6.166 | 597 | 930 | 551 | 85 | 60 | 192 | 43 |
| 2011 apr. | 16.044 | 5.337 | 3.254 | 827 | 6.059 | 568 | 935 | 520 | 99 | 54 | 216 | 46 |
| mag. | 16.201 | 5.394 | 3.259 | 844 | 6.119 | 585 | 963 | 592 | 86 | 67 | 177 | 42 |
| giu. | 16.219 | 5.363 | 3.257 | 836 | 6.166 | 597 | 893 | 541 | 69 | 59 | 182 | 42 |
| lug. | 16.240 | 5.371 | 3.270 | 850 | 6.161 | 588 | 903 | 533 | 80 | 62 | 194 | 34 |
| A breve termine | | | | | | | | | | | | |
| 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. | 1.535 | 582 | 117 | 72 | 702 | 62 | 654 | 440 | 31 | 51 | 102 | 31 |
| 2011 apr. | 1.531 | 604 | 117 | 67 | 694 | 50 | 626 | 415 | 29 | 45 | 105 | 32 |
| mag. | 1.571 | 620 | 120 | 77 | 698 | 56 | 695 | 479 | 33 | 55 | 98 | 31 |
| giu. | 1.535 | 582 | 117 | 72 | 702 | 62 | 640 | 426 | 31 | 52 | 102 | 29 |
| lug. | 1.541 | 578 | 117 | 79 | 711 | 55 | 690 | 466 | 28 | 52 | 119 | 25 |
| A lungo termine²⁾ | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 13.649 | 4.638 | 3.136 | 732 | 4.704 | 438 | 251 | 99 | 44 | 17 | 82 | 9 |
| 2010 | 14.336 | 4.674 | 3.167 | 787 | 5.207 | 500 | 248 | 91 | 46 | 12 | 90 | 10 |
| 2010 3° trim. | 14.105 | 4.676 | 3.119 | 775 | 5.046 | 488 | 227 | 86 | 46 | 9 | 78 | 8 |
| 4° trim. | 14.336 | 4.674 | 3.167 | 787 | 5.207 | 500 | 263 | 83 | 72 | 11 | 89 | 8 |
| 2011 1° trim. | 14.466 | 4.729 | 3.143 | 757 | 5.324 | 513 | 303 | 130 | 48 | 10 | 102 | 13 |
| 2° trim. | 14.684 | 4.781 | 3.140 | 764 | 5.465 | 535 | 277 | 111 | 54 | 9 | 90 | 12 |
| 2011 apr. | 14.513 | 4.733 | 3.137 | 759 | 5.365 | 518 | 309 | 105 | 70 | 9 | 111 | 14 |
| mag. | 14.629 | 4.773 | 3.139 | 768 | 5.421 | 529 | 269 | 113 | 53 | 12 | 79 | 11 |
| giu. | 14.684 | 4.781 | 3.140 | 764 | 5.465 | 535 | 253 | 115 | 38 | 7 | 80 | 12 |
| lug. | 14.699 | 4.793 | 3.153 | 771 | 5.450 | 533 | 213 | 67 | 52 | 10 | 75 | 9 |
| di cui: a lungo termine con tasso fisso | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 8.800 | 2.564 | 1.026 | 598 | 4.261 | 351 | 172 | 60 | 18 | 16 | 72 | 6 |
| 2010 | 9.469 | 2.634 | 1.089 | 671 | 4.697 | 378 | 156 | 50 | 13 | 10 | 77 | 6 |
| 2010 3° trim. | 9.305 | 2.627 | 1.062 | 657 | 4.590 | 369 | 141 | 48 | 12 | 8 | 68 | 5 |
| 4° trim. | 9.469 | 2.634 | 1.089 | 671 | 4.697 | 378 | 143 | 43 | 19 | 11 | 65 | 6 |
| 2011 1° trim. | 9.628 | 2.700 | 1.096 | 656 | 4.787 | 388 | 195 | 78 | 12 | 8 | 87 | 9 |
| 2° trim. | 9.853 | 2.742 | 1.129 | 666 | 4.912 | 404 | 173 | 62 | 20 | 8 | 74 | 9 |
| 2011 apr. | 9.651 | 2.705 | 1.094 | 660 | 4.801 | 392 | 184 | 68 | 18 | 9 | 80 | 9 |
| mag. | 9.782 | 2.730 | 1.120 | 668 | 4.862 | 402 | 180 | 57 | 31 | 11 | 71 | 10 |
| giu. | 9.853 | 2.742 | 1.129 | 666 | 4.912 | 404 | 157 | 60 | 13 | 5 | 72 | 7 |
| lug. | 9.852 | 2.744 | 1.144 | 673 | 4.891 | 401 | 124 | 30 | 11 | 10 | 68 | 5 |
| di cui: a lungo termine con tasso variabile | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 4.409 | 1.786 | 2.043 | 124 | 371 | 85 | 62 | 28 | 25 | 1 | 6 | 2 |
| 2010 | 4.394 | 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. | 4.394 | 1.760 | 1.973 | 108 | 431 | 121 | 102 | 33 | 44 | 1 | 22 | 2 |
| 2011 1° trim. | 4.343 | 1.740 | 1.928 | 95 | 458 | 123 | 87 | 42 | 29 | 1 | 11 | 4 |
| 2° trim. | 4.327 | 1.765 | 1.865 | 92 | 477 | 129 | 83 | 43 | 22 | 1 | 13 | 4 |
| 2011 apr. | 4.356 | 1.742 | 1.914 | 94 | 482 | 124 | 102 | 31 | 40 | 0 | 26 | 4 |
| mag. | 4.328 | 1.758 | 1.877 | 93 | 474 | 125 | 67 | 50 | 8 | 1 | 6 | 2 |
| giu. | 4.327 | 1.765 | 1.865 | 92 | 477 | 129 | 79 | 48 | 18 | 2 | 6 | 5 |
| lug. | 4.333 | 1.774 | 1.855 | 91 | 482 | 131 | 70 | 30 | 30 | 1 | 6 | 3 |

Fonte: BCE.

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

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

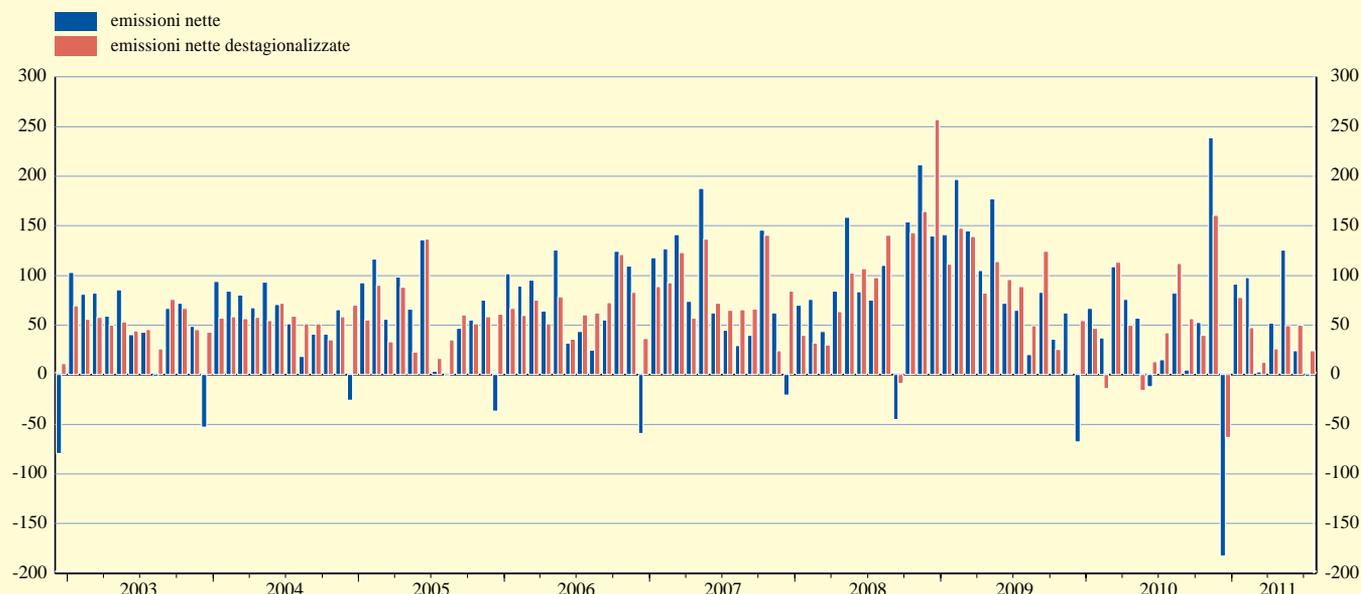
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

2. Emissioni nette

| | Dati non destagionalizzati ¹⁾ | | | | | | Dati destagionalizzati ¹⁾ | | | | | |
|------------------------|--|--|--|---------------------------------|----------------------------------|--|--------------------------------------|--|--|---------------------------------|----------------------------------|--|
| | Totale | IFM (incluso l'Euro- sistema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | | Totale | IFM (incluso l'Euro- sistema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | |
| | | | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finan- ziarie | Ammini- strazioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche | | | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finan- ziarie | Ammini- strazioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| Totale | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 86,3 | 10,2 | 18,3 | 8,7 | 44,9 | 4,2 | 86,2 | 10,1 | 18,3 | 8,4 | 45,2 | 4,2 |
| 2010 | 45,3 | -1,2 | 4,4 | 5,1 | 31,6 | 5,3 | 45,1 | -1,4 | 4,6 | 5,1 | 31,8 | 5,1 |
| 2010 3° trim. | 34,0 | 2,7 | 1,6 | 2,6 | 22,4 | 4,6 | 70,3 | 10,1 | 18,1 | 4,5 | 31,1 | 6,5 |
| 4° trim. | 36,2 | -19,9 | 24,2 | 1,3 | 22,9 | 7,7 | 45,6 | -4,5 | -2,7 | 4,2 | 44,0 | 4,6 |
| 2011 1° trim. | 64,0 | 42,9 | -19,8 | 4,2 | 32,5 | 4,3 | 45,8 | 23,9 | -3,4 | 2,7 | 16,7 | 5,9 |
| 2° trim. | 67,3 | 4,8 | 0,9 | 3,0 | 47,5 | 11,0 | 41,7 | 0,4 | -4,2 | 0,0 | 34,2 | 11,4 |
| 2011 apr. | 51,6 | 3,1 | 3,2 | 2,0 | 37,7 | 5,6 | 25,7 | -5,4 | 0,8 | -2,7 | 28,5 | 4,5 |
| mag. | 125,9 | 39,2 | 0,8 | 14,0 | 56,8 | 15,1 | 49,4 | 10,2 | -15,4 | 7,6 | 32,4 | 14,6 |
| giu. | 24,3 | -27,7 | -1,3 | -7,1 | 47,9 | 12,4 | 50,1 | -3,5 | 2,0 | -5,0 | 41,5 | 15,1 |
| lug. | -1,6 | -3,2 | 10,1 | 8,4 | -7,1 | -9,8 | 24,1 | -4,8 | 7,7 | 5,3 | 26,8 | -10,9 |
| A lungo termine | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 87,0 | 14,9 | 21,5 | 12,8 | 33,0 | 4,8 | 87,1 | 15,1 | 21,4 | 12,8 | 33,0 | 4,8 |
| 2010 | 53,9 | 1,8 | 1,7 | 5,5 | 41,3 | 3,6 | 54,2 | 1,9 | 1,9 | 5,5 | 41,4 | 3,6 |
| 2010 3° trim. | 20,8 | -1,4 | 1,9 | 3,1 | 16,7 | 0,6 | 61,8 | 6,4 | 17,2 | 4,6 | 31,2 | 2,4 |
| 4° trim. | 69,0 | -5,3 | 14,7 | 3,0 | 53,1 | 3,6 | 64,3 | 8,2 | -10,3 | 4,4 | 58,8 | 3,3 |
| 2011 1° trim. | 58,9 | 27,3 | -16,0 | 2,3 | 40,5 | 4,9 | 54,2 | 16,9 | -1,0 | 2,5 | 31,2 | 4,6 |
| 2° trim. | 72,4 | 16,6 | -0,6 | 2,5 | 46,7 | 7,3 | 40,9 | 5,4 | -4,9 | -0,5 | 35,1 | 5,8 |
| 2011 apr. | 68,7 | 14,9 | -1,1 | 5,5 | 43,2 | 6,2 | 49,3 | 4,8 | -1,1 | 2,7 | 38,8 | 4,0 |
| mag. | 90,5 | 26,3 | -2,7 | 4,4 | 53,0 | 9,5 | 25,0 | 3,9 | -15,7 | -0,6 | 28,3 | 9,1 |
| giu. | 58,0 | 8,5 | 1,8 | -2,5 | 44,0 | 6,2 | 48,3 | 7,6 | 2,0 | -3,7 | 38,1 | 4,3 |
| lug. | -7,0 | 0,8 | 10,2 | 1,3 | -16,4 | -2,9 | 31,7 | 0,1 | 6,4 | 1,3 | 23,4 | 0,5 |

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

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



Fonte: BCE.

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

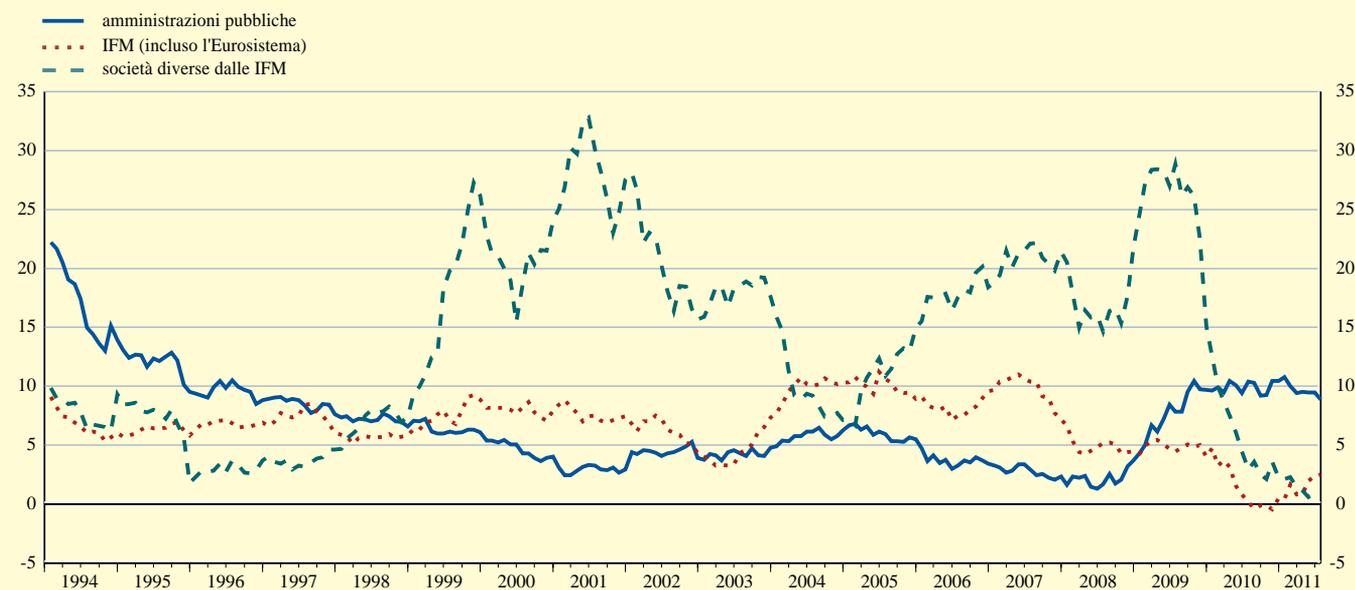
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

| | Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati) | | | | | | Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati) | | | | | |
|-----------|---|--|--|-------------------------------|----------------------------------|--|--|--|--|-------------------------------|----------------------------------|--|
| | Totale | IFM (incluso l'Eurosi- stema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | | Totale | IFM (incluso l'Eurosi- stema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | |
| | | | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Ammini- strazioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche | | | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Ammini- strazioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| | Totale | | | | | | | | | | | |
| 2010 lug. | 3,2 | -1,0 | 0,3 | 10,4 | 7,6 | 10,9 | 2,5 | -2,2 | -0,3 | 8,1 | 6,9 | 15,9 |
| ago. | 3,6 | -0,4 | 1,4 | 10,5 | 7,5 | 10,9 | 4,1 | 0,7 | 3,4 | 5,4 | 6,8 | 14,5 |
| set. | 3,1 | -0,4 | 0,7 | 8,9 | 6,5 | 12,1 | 3,4 | -0,6 | 3,8 | 4,3 | 5,6 | 16,9 |
| ott. | 3,2 | 0,0 | 0,3 | 8,7 | 6,4 | 11,8 | 3,1 | -1,9 | 3,2 | 4,1 | 6,8 | 17,0 |
| nov. | 4,3 | 0,1 | 2,5 | 8,6 | 8,1 | 12,8 | 5,5 | 0,5 | 4,7 | 4,6 | 9,7 | 19,2 |
| dic. | 3,6 | -0,3 | 1,6 | 7,6 | 7,0 | 13,2 | 4,5 | 0,6 | 2,9 | 6,4 | 8,0 | 13,3 |
| 2011 gen. | 3,7 | 0,0 | 1,7 | 7,2 | 7,1 | 13,4 | 4,9 | 2,3 | 3,7 | 6,3 | 7,3 | 10,9 |
| feb. | 4,1 | 1,6 | 2,3 | 5,5 | 6,7 | 11,9 | 4,0 | 2,5 | 1,2 | 5,5 | 6,4 | 9,4 |
| mar. | 3,4 | 0,7 | 1,3 | 4,7 | 5,9 | 14,5 | 3,4 | 2,2 | -1,1 | 5,0 | 6,3 | 12,1 |
| apr. | 3,2 | 0,4 | 1,2 | 3,3 | 6,0 | 14,6 | 3,3 | 2,9 | -0,8 | 2,6 | 5,3 | 12,3 |
| mag. | 3,6 | 1,7 | 0,4 | 4,1 | 6,1 | 17,4 | 1,9 | 3,0 | -3,8 | 3,7 | 2,7 | 15,8 |
| giu. | 3,9 | 1,7 | 0,7 | 4,1 | 6,5 | 16,1 | 3,3 | 2,8 | -1,4 | 2,0 | 5,2 | 19,9 |
| lug. | 3,8 | 1,8 | 0,9 | 4,7 | 6,2 | 13,3 | 2,6 | 1,1 | -1,7 | 3,2 | 5,1 | 15,9 |
| | A lungo termine | | | | | | | | | | | |
| 2010 lug. | 4,7 | 0,2 | 0,5 | 12,9 | 10,3 | 11,4 | 3,5 | -2,8 | -0,4 | 9,1 | 11,1 | 9,3 |
| ago. | 4,7 | -0,4 | 1,2 | 13,1 | 10,2 | 11,2 | 4,5 | -0,7 | 2,6 | 7,1 | 10,1 | 8,9 |
| set. | 4,1 | -0,1 | 0,4 | 11,4 | 8,9 | 12,0 | 3,5 | -1,5 | 2,9 | 5,9 | 7,9 | 8,7 |
| ott. | 4,0 | -0,1 | 0,1 | 10,7 | 9,0 | 11,4 | 3,7 | -1,6 | 2,2 | 5,9 | 9,0 | 10,2 |
| nov. | 4,8 | -0,5 | 2,2 | 9,8 | 10,4 | 11,2 | 5,5 | 0,4 | 4,0 | 7,2 | 10,4 | 13,4 |
| dic. | 4,7 | 0,5 | 0,6 | 9,0 | 10,5 | 9,4 | 5,5 | 1,9 | 1,3 | 7,2 | 11,2 | 7,2 |
| 2011 gen. | 4,8 | 0,4 | 0,7 | 8,2 | 11,0 | 8,6 | 6,1 | 3,7 | 1,7 | 7,3 | 10,9 | 7,9 |
| feb. | 5,0 | 1,6 | 1,2 | 6,6 | 10,1 | 8,8 | 5,5 | 4,1 | -0,1 | 6,1 | 10,0 | 8,9 |
| mar. | 4,3 | 0,8 | 0,4 | 5,8 | 9,4 | 9,3 | 5,1 | 3,2 | -2,1 | 5,6 | 11,0 | 9,8 |
| apr. | 4,3 | 0,9 | 0,2 | 5,1 | 9,5 | 9,7 | 4,8 | 3,4 | -1,7 | 4,1 | 10,0 | 9,1 |
| mag. | 4,5 | 2,0 | -0,5 | 5,1 | 9,1 | 12,8 | 3,5 | 3,6 | -4,7 | 3,0 | 7,9 | 12,0 |
| giu. | 4,7 | 2,4 | 0,0 | 4,3 | 9,4 | 10,1 | 4,0 | 2,9 | -1,1 | 1,6 | 7,8 | 12,9 |
| lug. | 4,6 | 2,5 | 0,1 | 4,7 | 8,7 | 10,5 | 3,1 | 1,3 | -1,5 | 2,1 | 6,6 | 13,2 |

F17 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

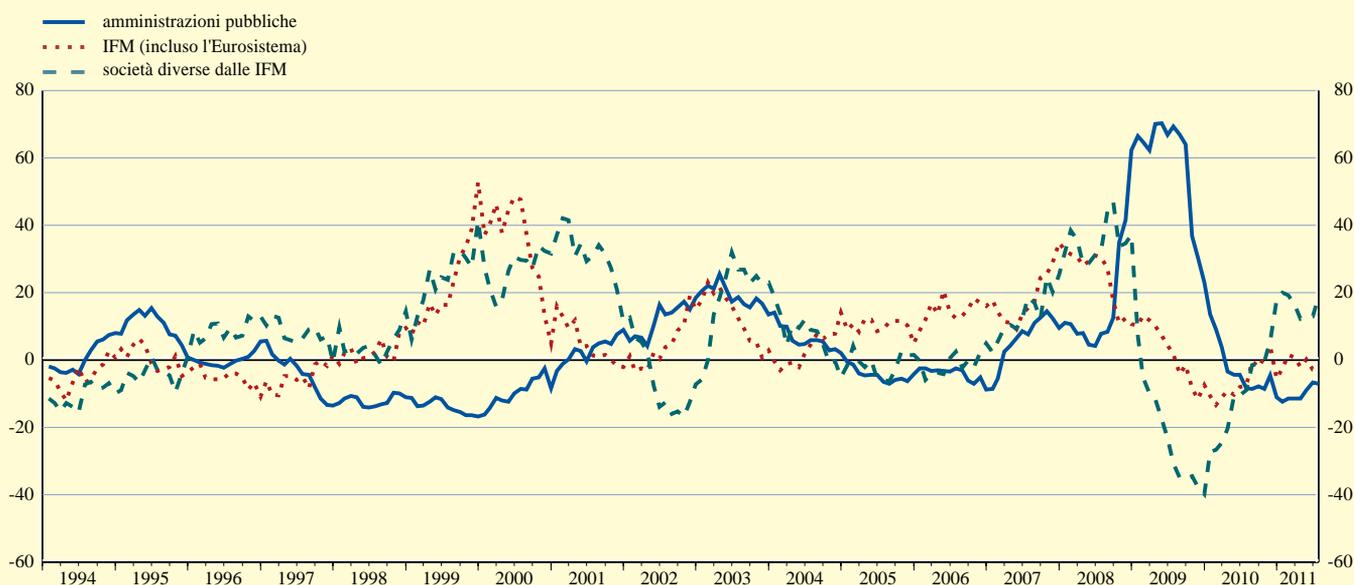
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro¹⁾ (continua)
(variazioni percentuali)

| | A lungo termine con tasso fisso | | | | | | A lungo termine con tasso variabile | | | | | |
|---------------|---------------------------------|--|--|-------------------------------|----------------------------------|--|-------------------------------------|--|--|-------------------------------|----------------------------------|--|
| | Totale | IFM (incluso l'Euro- sistema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | | Totale | IFM (incluso l'Euro- sistema) | Società diverse dalle IFM | | Amministrazioni pubbliche | |
| | 13 | 14 | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Ammini- strazioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche | 19 | 20 | Società finanziarie diverse dalle IFM | Società non finanziarie | Ammini- strazioni centrali | Altre ammini- strazioni pubbliche |
| | Tutte le valute | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 9,5 | 7,2 | 17,2 | 25,3 | 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 | 8,9 | -0,5 | -3,9 | 0,7 | -1,4 | 6,4 | 27,5 |
| 2010 3° trim. | 7,6 | 3,2 | 3,3 | 16,3 | 10,2 | 7,5 | -1,5 | -3,9 | -1,5 | -2,0 | 4,5 | 29,1 |
| 4° trim. | 7,0 | 2,8 | 3,2 | 12,4 | 9,8 | 7,4 | -0,2 | -3,3 | -0,8 | -1,0 | 12,2 | 25,7 |
| 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 | 4,6 | 3,7 | 6,4 | 8,2 | 8,5 | -0,2 | -2,1 | -4,2 | -1,2 | 23,6 | 18,4 |
| 2011 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 | -5,3 | -1,0 | 22,2 | 20,9 |
| giu. | 7,0 | 5,9 | 4,4 | 5,3 | 8,3 | 9,5 | -0,3 | -1,1 | -5,3 | -1,6 | 25,7 | 12,3 |
| lug. | 6,8 | 6,1 | 4,4 | 5,5 | 7,7 | 10,0 | -1,0 | -1,3 | -6,4 | -1,6 | 24,4 | 12,7 |
| | 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 | 20,1 | 10,0 | 8,4 | -0,3 | -3,3 | 0,5 | -1,8 | 5,9 | 26,1 |
| 2010 3° trim. | 8,0 | 2,8 | 4,4 | 16,6 | 10,3 | 7,4 | -1,3 | -3,2 | -1,8 | -2,8 | 4,1 | 28,4 |
| 4° trim. | 7,2 | 1,6 | 4,3 | 12,8 | 10,0 | 6,8 | 0,1 | -2,4 | -1,2 | -1,5 | 12,3 | 26,5 |
| 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 | 4,0 | 6,4 | 8,5 | 7,9 | 0,5 | -0,6 | -4,2 | -2,3 | 23,5 | 18,1 |
| 2011 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 | 4,9 | 4,8 | 6,0 | 8,5 | 9,1 | 0,5 | 0,1 | -5,0 | -2,0 | 25,5 | 10,6 |
| lug. | 6,9 | 5,3 | 4,7 | 6,2 | 7,9 | 9,5 | -0,7 | -0,2 | -7,2 | -3,0 | 24,3 | 10,7 |

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

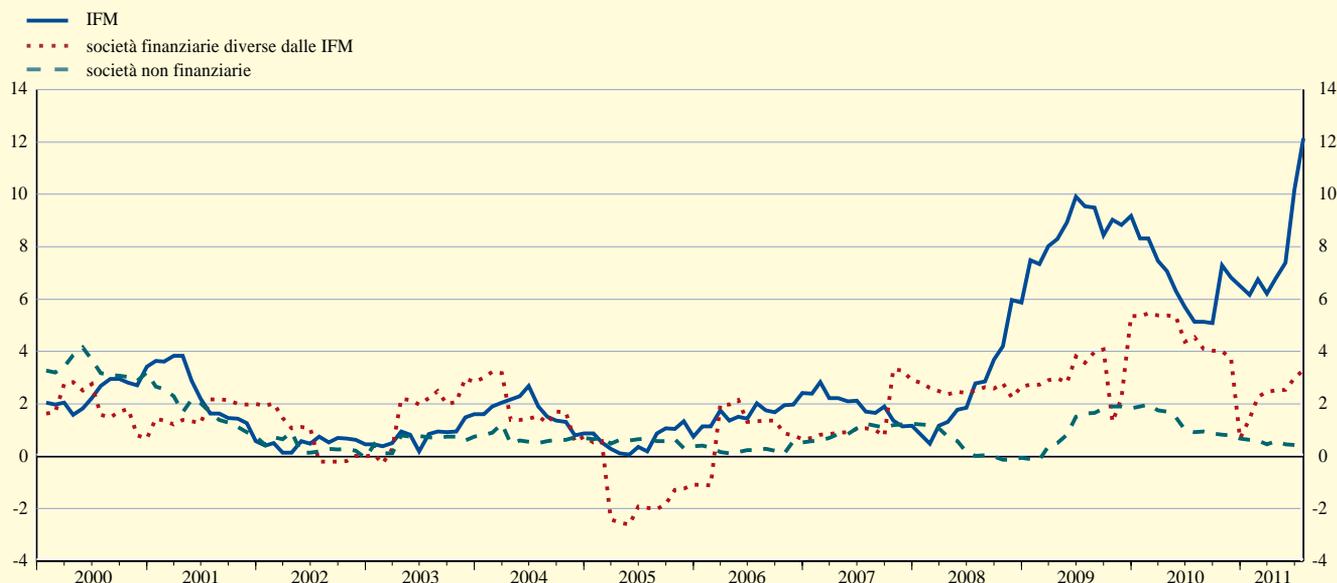
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

| | Totale | | | IFM | | Società finanziarie diverse dalle IFM | | Società non finanziarie | |
|-----------|---------|----------------------|--|--------|--|---------------------------------------|--|-------------------------|--|
| | Totale | Indice dic. 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 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 | 3.915,2 | 0,4 |
| lug. | 4.523,1 | 105,6 | 1,8 | 458,8 | 12,2 | 325,5 | 3,3 | 3.738,8 | 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

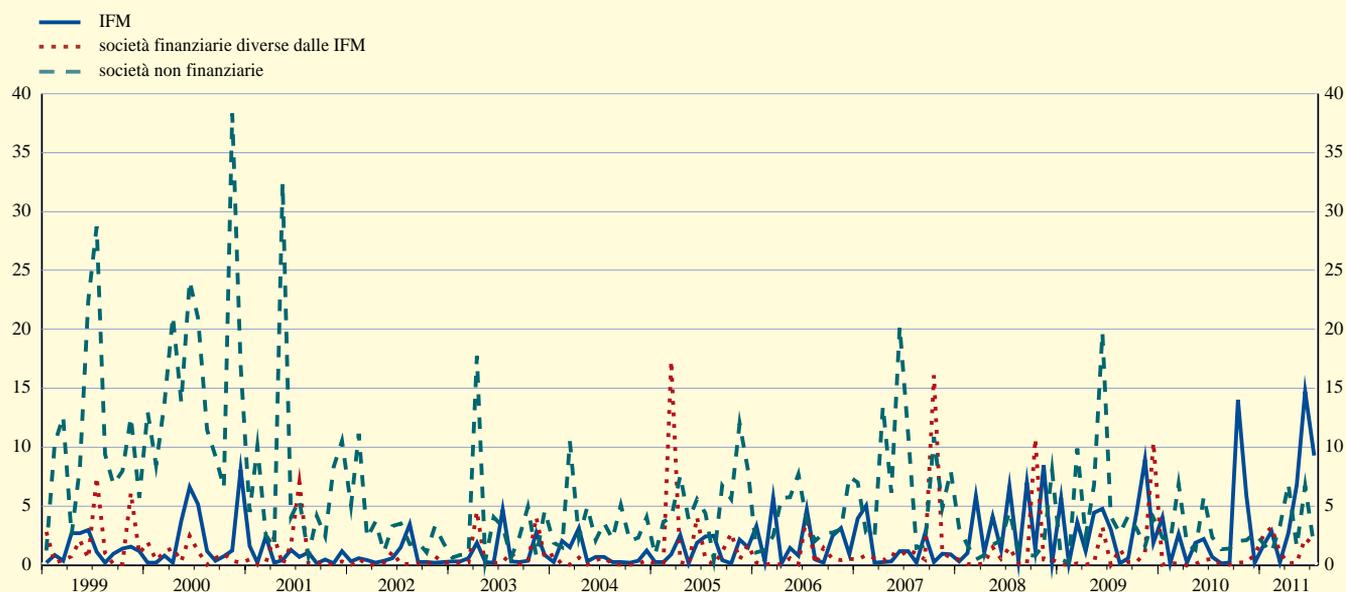
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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 | 6,4 |
| 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 | 22,5 | 14,7 | 0,0 | 14,7 | 2,3 | 0,3 | 2,0 | 6,7 | 1,0 | 5,7 |
| lug. | 12,4 | 0,7 | 11,7 | 9,3 | 0,0 | 9,3 | 1,6 | 0,0 | 1,6 | 1,5 | 0,7 | 0,8 |

F20 Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente

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



Fonte: BCE.

4.5 Tassi di interesse delle IFM su depositi e prestiti, denominati in euro, dei residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

1. Tassi di interesse sui depositi (nuove operazioni)

| | Depositi da famiglie | | | | | | Depositi da società non finanziarie | | | | Operazioni di pronti contro termine |
|-----------|----------------------|-------------------------|-------------------------|--------------|--|--------------|-------------------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------|-------------------------------------|
| | A vista | Con durata prestabilita | | | Rimborsabili con preavviso ²⁾ | | 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 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 | 3,03 | 1,41 |
| ago. | 0,54 | 2,74 | 3,16 | 2,99 | 1,77 | 1,93 | 0,68 | 1,64 | 2,70 | 2,99 | 1,42 |

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

| | Prestiti rotativi e scoperti di conto corrente | Debiti da carte di credito revolving ³⁾ | Credito al consumo | | | | (TAEG) ⁴⁾ | Prestiti per acquisto di abitazione | | | | (TAEG) ⁴⁾ | Prestiti a imprese individuali e a società di persone | | |
|-----------|--|--|--|--------------|-------------------------|---------------------------------|----------------------|--|---------------|-------------------------|---------------------------------|----------------------|---|------|--|
| | | | Periodo iniziale di determinazione del tasso | | | Tasso variabile e fino a 1 anno | | Periodo iniziale di determinazione del tasso | | | Tasso variabile e fino a 1 anno | | Periodo iniziale di determinazione del tasso | | |
| | | | oltre 1 e fino a 5 anni | oltre 5 anni | oltre 1 e fino a 5 anni | | | oltre 5 e fino a 10 anni | oltre 10 anni | 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 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 | |
| ago. | 8,31 | 17,10 | 5,33 | 6,54 | 7,97 | 7,57 | 3,47 | 3,96 | 4,20 | 4,15 | 4,16 | 4,04 | 4,96 | 4,39 | |

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 | oltre 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 | oltre 10 anni |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 2010 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. | 4,42 | 4,38 | 4,79 | 4,79 | 5,10 | 4,68 | 4,44 | 2,88 | 3,45 | 3,46 | 3,98 | 4,09 | 3,24 |
| ago. | 4,49 | 4,44 | 4,93 | 4,85 | 5,03 | 4,57 | 4,35 | 2,80 | 3,56 | 3,70 | 3,98 | 3,87 | 4,06 |

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'euro¹⁾ *
(valori percentuali su base annua; dati di fine periodo per le consistenze, medie nel periodo per le nuove operazioni salvo diversa indicazione)

4. Tassi di interesse sui depositi (consistenze)

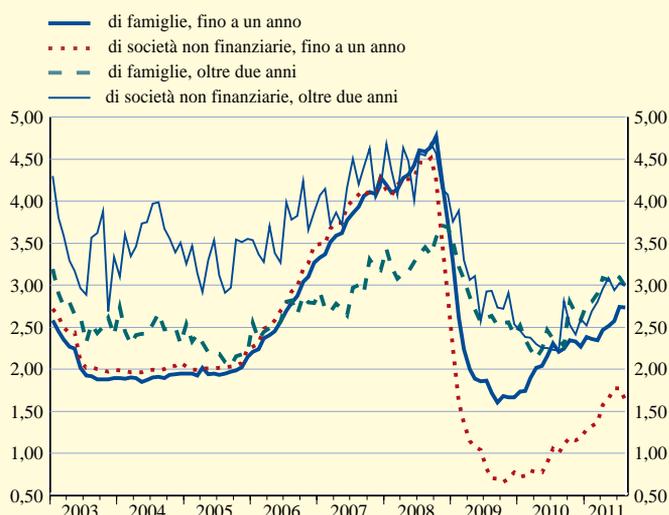
| | Depositi da famiglie | | | | | Depositi da società non finanziarie | | | Operazioni di pronti contro termine 9 |
|-----------|----------------------------|-------------------------|-------------------|---|-------------------|-------------------------------------|-------------------------|-------------------|--|
| | A vista ²⁾ 1 | Con durata prestabilita | | Rimborsabili con preavviso ^{2),3)} | | A vista ²⁾ 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 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 | 3,13 | 1,94 |
| ago. | 0,54 | 2,59 | 2,77 | 1,77 | 1,93 | 0,68 | 2,11 | 3,14 | 1,96 |

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 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 | 7,72 | 6,47 | 5,20 | 3,50 | 3,39 | 3,41 | |
| dic. | 3,73 | 3,83 | 3,81 | 7,71 | 6,41 | 5,18 | 3,49 | 3,41 | 3,42 | |
| 2011 gen. | 3,71 | 3,80 | 3,80 | 7,82 | 6,40 | 5,17 | 3,60 | 3,44 | 3,42 | |
| feb. | 3,68 | 3,81 | 3,82 | 7,85 | 6,43 | 5,20 | 3,64 | 3,47 | 3,47 | |
| mar. | 3,72 | 3,80 | 3,84 | 7,89 | 6,40 | 5,19 | 3,68 | 3,49 | 3,48 | |
| apr. | 3,82 | 3,78 | 3,84 | 7,91 | 6,43 | 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 | 8,01 | 6,42 | 5,29 | 3,99 | 3,80 | 3,69 | |
| ago. | 4,06 | 3,78 | 3,89 | 8,05 | 6,42 | 5,30 | 4,05 | 3,84 | 3,72 | |

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

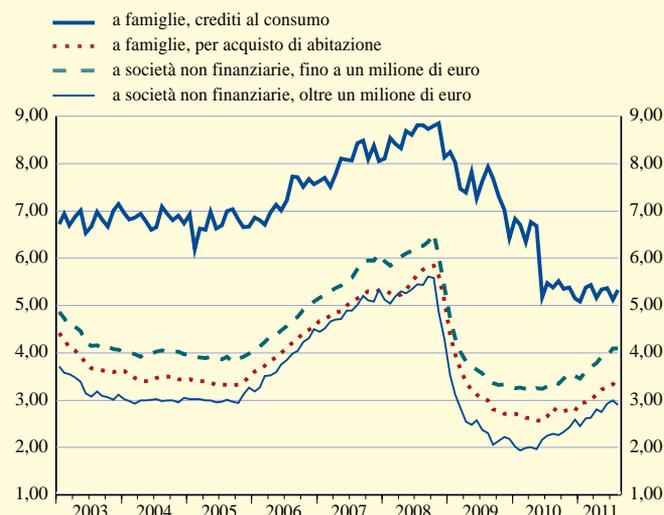


Fonte: BCE.

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

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

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



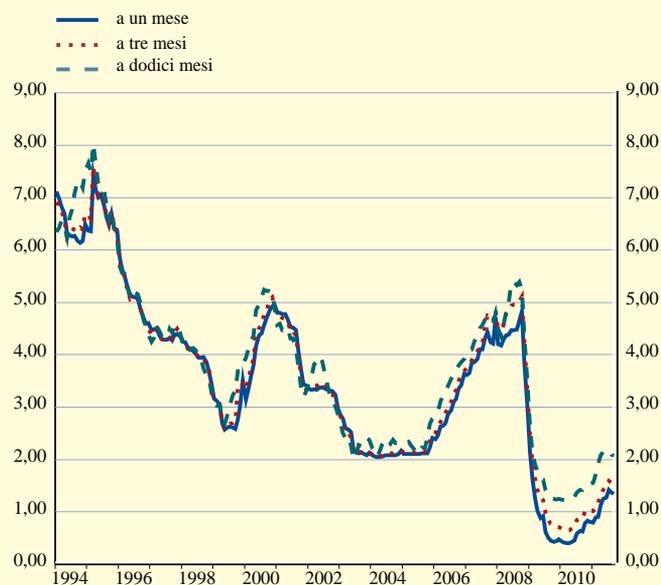
4.6 Tassi di interesse del mercato monetario

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

| | Area dell'euro ^{1), 2)} | | | | | Stati Uniti | Giappone |
|---------------|----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| | Depositi overnight (Eonia) 1 | Depositi a un mese (Euribor) 2 | Depositi a tre mesi (Euribor) 3 | Depositi a sei mesi (Euribor) 4 | Depositi a dodici mesi (Euribor) 5 | Depositi a tre mesi (Libor) 6 | Depositi a tre mesi (Libor) 7 |
| 2008 | 3,87 | 4,28 | 4,64 | 4,73 | 4,83 | 2,93 | 0,93 |
| 2009 | 0,71 | 0,89 | 1,22 | 1,43 | 1,61 | 0,69 | 0,47 |
| 2010 | 0,44 | 0,57 | 0,81 | 1,08 | 1,35 | 0,34 | 0,23 |
| 2010 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 |
| 3° trim. | 0,97 | 1,38 | 1,56 | 1,77 | 2,11 | 0,30 | 0,19 |
| 2010 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 |
| set. | 1,01 | 1,35 | 1,54 | 1,74 | 2,07 | 0,35 | 0,19 |

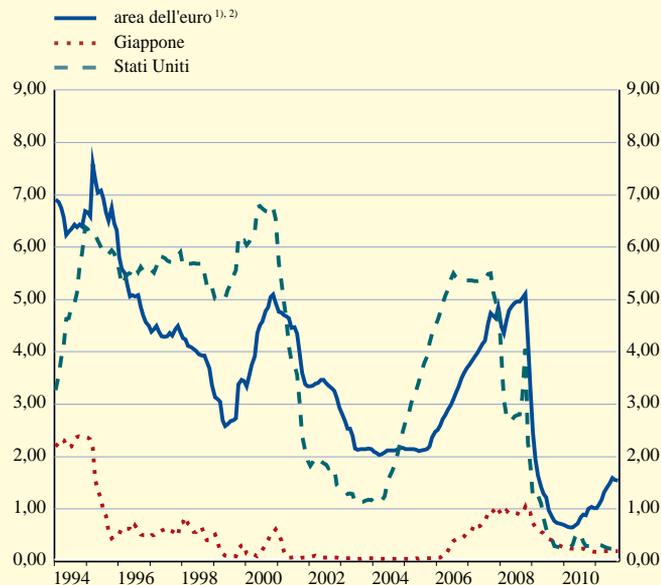
F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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



F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

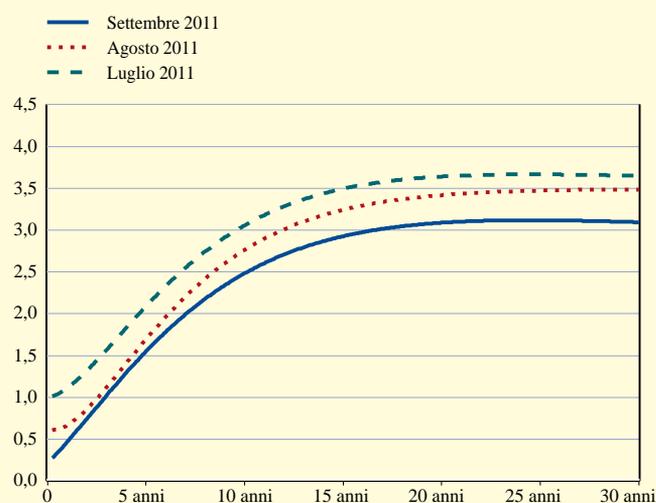
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro ¹⁾

(titoli di debito con rating AAA emessi dalle amministrazioni centrali; fine periodo; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)

| | Tassi a pronti | | | | | | | | Tassi istantanei a termine | | | |
|---------------|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------|--------|---------|
| | 3 mesi | 1 anno | 2 anni | 5 anni | 7 anni | 10 anni | 10 anni- 3 mesi (spread) | 10 anni- 2 anni (spread) | 1 anno | 2 anni | 5 anni | 10 anni |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2008 | 1,75 | 1,85 | 2,14 | 2,95 | 3,32 | 3,69 | 1,94 | 1,55 | 2,09 | 2,76 | 4,04 | 4,60 |
| 2009 | 0,38 | 0,81 | 1,38 | 2,64 | 3,20 | 3,76 | 3,38 | 2,38 | 1,41 | 2,44 | 4,27 | 5,20 |
| 2010 | 0,49 | 0,60 | 0,93 | 2,15 | 2,78 | 3,36 | 2,87 | 2,43 | 0,85 | 1,70 | 3,99 | 4,69 |
| 2010 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 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 |
| set. | 0,27 | 0,47 | 0,75 | 1,55 | 1,99 | 2,48 | 2,21 | 1,74 | 0,74 | 1,31 | 2,77 | 3,79 |

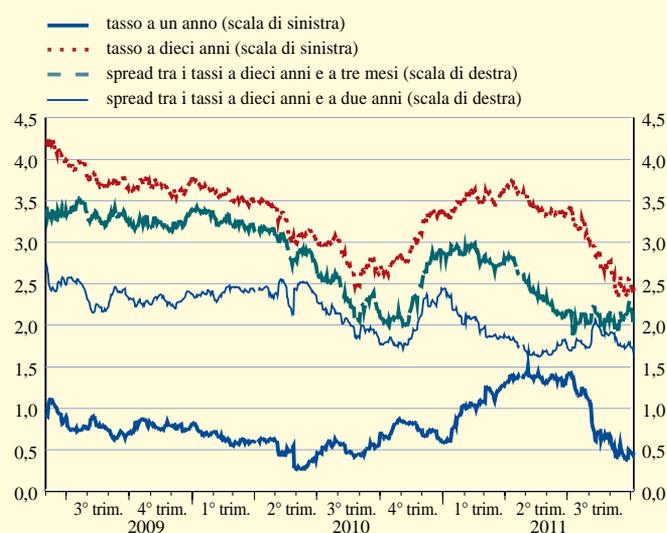
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro ²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro ²⁾

(dati giornalieri; tassi in valori percentuali su base annua; spread in punti percentuali)



Fonti: BCE; i dati utilizzati sono stati forniti da Euro MTS e i rating da Fitch Ratings.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono ai titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro con rating AAA.

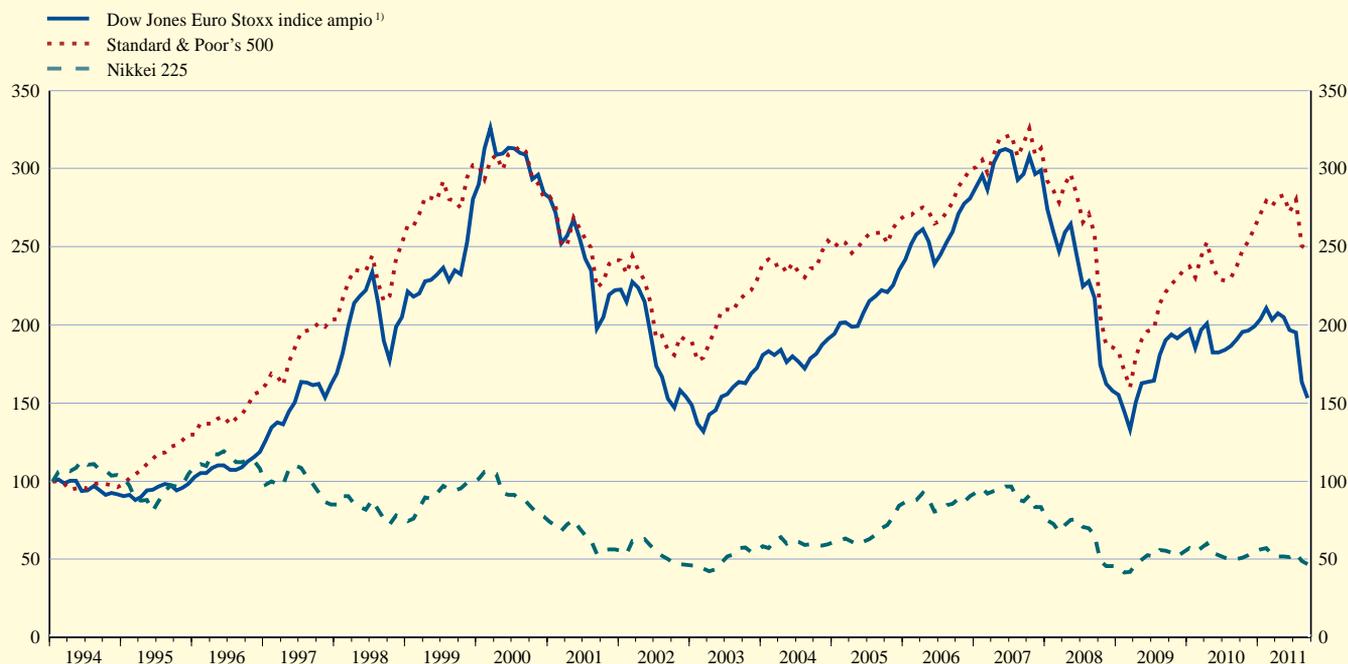
4.8 Indici del mercato azionario

(livelli dell'indice; medie nel periodo)

| | Indici Dow Jones Euro Stoxx ¹⁾ | | | | | | | | | | | | Stati Uniti | Giappone |
|---------------|---|-----------------|---|--------------------|-----------------|---------------------------|------------|-------------|-----------------|------------------|-------------------|------------------|-----------------------|------------|
| | Valore di riferimento | | Principali indici per settore industriale | | | | | | | | | | Standard & Poor's 500 | Nikkei 225 |
| | Indice ampio | Primi 50 titoli | Materie prime | Servizi di consumo | Beni di consumo | 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 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 |
| 3° trim. | 236,0 | 2.381,6 | 463,7 | 146,0 | 341,5 | 282,0 | 133,8 | 323,0 | 199,8 | 270,2 | 333,0 | 435,0 | 1.225,3 | 9.246,3 |
| 2010 set. | 264,6 | 2.766,1 | 460,9 | 171,6 | 332,4 | 298,4 | 183,0 | 331,9 | 212,9 | 329,0 | 400,9 | 401,8 | 1.122,1 | 9.346,7 |
| ott. | 271,3 | 2.817,7 | 489,1 | 175,1 | 346,1 | 304,9 | 183,2 | 346,0 | 223,7 | 331,4 | 410,5 | 405,4 | 1.171,6 | 9.455,1 |
| nov. | 272,2 | 2.809,6 | 509,9 | 176,3 | 359,9 | 307,4 | 174,4 | 358,5 | 222,9 | 335,0 | 403,0 | 405,0 | 1.198,9 | 9.797,2 |
| dic. | 276,5 | 2.825,6 | 540,1 | 176,8 | 376,5 | 316,7 | 170,0 | 379,7 | 234,1 | 332,6 | 385,3 | 404,6 | 1.241,5 | 10.254,5 |
| 2011 gen. | 282,8 | 2.900,7 | 531,1 | 178,1 | 375,3 | 335,1 | 178,0 | 385,8 | 246,1 | 346,2 | 390,7 | 411,8 | 1.282,6 | 10.449,5 |
| feb. | 292,3 | 3.015,7 | 540,5 | 179,0 | 369,7 | 348,0 | 193,5 | 393,1 | 257,6 | 359,0 | 402,9 | 418,7 | 1.321,1 | 10.622,3 |
| mar. | 281,9 | 2.890,4 | 527,4 | 170,1 | 355,0 | 340,5 | 184,1 | 385,7 | 245,9 | 339,1 | 396,8 | 414,6 | 1.304,5 | 9.852,4 |
| apr. | 287,5 | 2.947,2 | 557,3 | 172,5 | 366,6 | 343,8 | 182,4 | 397,9 | 250,0 | 346,9 | 402,8 | 435,4 | 1.331,5 | 9.644,6 |
| mag. | 284,0 | 2.885,8 | 557,0 | 171,7 | 374,9 | 330,4 | 176,3 | 395,5 | 246,5 | 337,8 | 386,4 | 457,8 | 1.338,3 | 9.650,8 |
| giu. | 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 |
| lug. | 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 |
| set. | 212,6 | 2.124,3 | 401,4 | 137,0 | 312,8 | 262,4 | 113,3 | 289,2 | 190,1 | 246,7 | 311,1 | 419,0 | 1.173,9 | 8.695,4 |

F27 Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225

(base: gennaio 1994 = 100; medie mensili)



Fonte: BCE.

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



PREZZI, PRODUZIONE, DOMANDA E MERCATO DEL LAVORO

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

1. Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)¹⁾

| | Totale | | | | | Totale (dest., variazioni percentuali sul periodo precedente) | | | | | | Per memoria: prezzi amministrati ²⁾ | |
|------------------------------|-------------------|--------|---|------|---------|---|-----------------------------|---------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|---------|---|---------------------|
| | Indice 2005 = 100 | Totale | Totale al netto dei prodotti alimentari non trasformati e dei beni energetici | Beni | Servizi | Totale | Beni alimentari trasformati | Beni alimentari non trasformati | Beni industriali non energetici | Beni energetici (non dest.) | Servizi | IAPC complessivo al netto dei prezzi amministrati | Prezzi amministrati |
| | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | 0,3 | 0,8 | 0,2 | 3,9 | 0,2 | 1,6 | 1,4 |
| 3° trim. | 109,9 | 1,7 | 1,0 | 2,0 | 1,4 | 0,3 | 0,4 | 0,6 | 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 | 0,5 | 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 | 0,4 | 0,0 | 6,3 | 0,5 | 2,4 | 3,4 |
| 2° trim. | 113,1 | 2,8 | 1,8 | 3,3 | 1,9 | 0,9 | 1,2 | 0,3 | 0,6 | 2,8 | 0,6 | 2,7 | 3,6 |
| 2011 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 | 0,1 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | -0,5 | 0,3 | 2,6 | 3,6 |
| lug. | 112,4 | 2,5 | 1,5 | 2,9 | 2,0 | -0,1 | 0,4 | -0,1 | -0,9 | 0,8 | 0,2 | 2,4 | 3,5 |
| ago. | 112,6 | 2,5 | 1,5 | 3,0 | 1,9 | 0,1 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | -0,2 | 0,2 | 2,4 | 3,4 |
| set. ³⁾ | . | 3,0 | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . | . |

| | Beni | | | | | | Servizi | | | | | | Vari |
|------------------------------|--|-------------|-----------------|------------------|----------------|------------|--------------|-----|--------------|------------------|------------------------|-----|------|
| | Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi) | | | Beni industriali | | | Abitativi | | Di trasporto | Di comunicazione | Ricreativi e personali | | |
| | 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 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 | |
| ago. | 2,7 | 3,6 | 1,1 | 3,1 | 0,0 | 11,8 | 1,8 | 1,5 | 3,3 | -1,8 | 2,2 | 2,1 | |

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Queste statistiche a carattere sperimentale forniscono solo una misura approssimata dei prezzi amministrati dato che le variazioni dei prezzi amministrati non possono essere completamente depurate da altri influssi. Si prega di consultare all'indirizzo Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/introduction> una nota esplicativa sulla metodologia utilizzata nella compilazione di questo indicatore.
- 3) Stime basate su dati nazionali provvisori che di norma coprono il 95 per cento dell'area dell'euro, nonché su anticipazioni relative ai prezzi dei beni energetici.

5.1 IAPC, altri prezzi e costi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

| in perc. del totale nel 2005 | Prezzi alla produzione dei beni industriali, escluse le costruzioni | | | | | | | | | | Prezzi delle costruzioni ¹⁾ | Prezzi degli immobili residenziali ²⁾ |
|------------------------------|---|--------------------------|--------|--|----------------------|-----------------|----------|--------------|------|-----------------|--|--|
| | Totale (indice 2005 = 100) | Totale | | Industria escluse le costruzioni e l'energia | | | | | | Beni energetici | | |
| | | Industria manifatturiera | Totale | Beni intermedi | Beni di investimento | Beni di consumo | | | | | | |
| | | | | | | Totale | Durevoli | Non durevoli | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 2007 | 107,9 | 2,7 | 3,0 | 3,2 | 4,6 | 2,2 | 2,2 | 2,4 | 2,2 | 1,2 | 4,2 | 4,8 |
| 2008 | 114,4 | 6,1 | 4,8 | 3,4 | 3,9 | 2,1 | 3,9 | 2,8 | 4,1 | 14,2 | 3,8 | 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 | 1,9 | 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 | 2,3 | 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 | 2,2 |
| 2° trim. | 118,5 | 6,3 | 5,8 | 4,3 | 6,8 | 1,4 | 3,4 | 1,9 | 3,7 | 11,9 | 3,0 | . |
| 2011 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 | 5,8 | 4,1 | 6,1 | 1,6 | 3,3 | 1,9 | 3,5 | 11,9 | - | - |
| ago. | 118,8 | 5,9 | 5,5 | 3,9 | 5,7 | 1,6 | 3,3 | 2,0 | 3,5 | 11,5 | - | - |

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

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

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 | | | | | Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi | 8 |
|--|----------------------------------|--------|--|---|-------------|---|--|---|---|
| | | | Agricoltura, caccia, silvicoltura e pesca | Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici | Costruzioni | Commercio e servizi di riparazione, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione | Servizi finanziari, immobiliari, di locazione e alle imprese | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾ | | | | | | | | | |
| 2009 | 109,9 | 3,9 | -3,0 | 8,8 | 2,0 | 5,7 | 0,6 | 2,7 | |
| 2010 | 109,1 | -0,7 | 0,3 | -5,7 | 2,0 | -1,4 | 1,6 | 0,8 | |
| 2010 3° trim. | 108,8 | -0,7 | 1,7 | -4,4 | 2,0 | -1,7 | 2,1 | 0,1 | |
| 4° trim. | 109,4 | -0,1 | 0,8 | -3,3 | 1,0 | -0,3 | 1,8 | 0,7 | |
| 2011 1° trim. | 109,6 | 0,2 | 1,9 | -1,6 | -0,7 | 0,4 | 2,9 | 0,7 | |
| 2° trim. | 110,5 | 1,3 | 1,4 | 0,6 | -0,5 | 1,4 | 3,3 | 1,0 | |
| Redditi per occupato | | | | | | | | | |
| 2009 | 109,8 | 1,4 | 2,1 | -0,3 | 2,5 | 1,8 | 1,2 | 2,5 | |
| 2010 | 111,6 | 1,6 | 1,0 | 3,4 | 1,6 | 1,6 | 1,5 | 0,7 | |
| 2010 3° trim. | 111,6 | 1,5 | 1,1 | 3,4 | 1,8 | 1,8 | 1,6 | 0,0 | |
| 4° trim. | 112,4 | 1,6 | 1,5 | 3,8 | 1,4 | 1,8 | 1,4 | 0,3 | |
| 2011 1° trim. | 113,4 | 2,3 | 3,7 | 4,1 | 3,7 | 2,3 | 2,0 | 1,1 | |
| 2° trim. | 114,1 | 2,4 | 3,4 | 4,7 | 2,5 | 1,9 | 2,0 | 1,5 | |
| Produttività del lavoro per occupato²⁾ | | | | | | | | | |
| 2009 | 99,9 | -2,4 | 5,3 | -8,3 | 0,5 | -3,6 | 0,6 | -0,2 | |
| 2010 | 102,2 | 2,3 | 0,7 | 9,7 | -0,4 | 3,1 | -0,1 | -0,1 | |
| 2010 3° trim. | 102,6 | 2,2 | -0,6 | 8,2 | -0,2 | 3,6 | -0,4 | -0,1 | |
| 4° trim. | 102,7 | 1,7 | 0,7 | 7,3 | 0,5 | 2,1 | -0,4 | -0,5 | |
| 2011 1° trim. | 103,4 | 2,1 | 1,8 | 5,8 | 4,5 | 1,9 | -0,9 | 0,3 | |
| 2° trim. | 103,3 | 1,1 | 2,0 | 4,1 | 3,0 | 0,6 | -1,3 | 0,5 | |
| Redditi per ora lavorata | | | | | | | | | |
| 2009 | 112,1 | 3,3 | 2,6 | 4,4 | 5,2 | 3,2 | 2,7 | 3,0 | |
| 2010 | 113,0 | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 1,7 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | |
| 2010 3° trim. | 112,9 | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 1,9 | 0,9 | 0,7 | -0,1 | |
| 4° trim. | 113,9 | 1,3 | 3,0 | 1,3 | 2,5 | 1,9 | 1,1 | 0,3 | |
| 2011 1° trim. | 114,6 | 1,9 | 1,5 | 1,8 | 3,3 | 2,8 | 1,5 | 1,0 | |
| 2° trim. | 115,9 | 2,8 | 6,2 | 3,6 | 3,1 | 3,5 | 2,8 | 1,3 | |
| Produttività per ora lavorata²⁾ | | | | | | | | | |
| 2009 | 102,2 | -0,7 | 5,2 | -4,3 | 2,7 | -2,5 | 2,0 | 0,3 | |
| 2010 | 103,7 | 1,5 | 1,4 | 6,6 | -0,7 | 2,2 | -0,7 | -0,4 | |
| 2010 3° trim. | 103,9 | 1,2 | 0,0 | 4,7 | -0,5 | 2,5 | -1,2 | -0,3 | |
| 4° trim. | 104,2 | 1,4 | 1,8 | 4,9 | 1,1 | 2,0 | -0,5 | -0,6 | |
| 2011 1° trim. | 104,6 | 1,6 | 0,3 | 3,5 | 3,5 | 2,0 | -1,2 | 0,2 | |
| 2° trim. | 105,0 | 1,5 | 3,1 | 3,1 | 3,2 | 1,7 | -0,2 | 0,2 | |

5. Indicatori del costo del lavoro³⁾

| | Totale (indice dest.) 2008 = 100) | Totale | Per componente | | Per settore di attività | | | Per memoria: indicatore dei salari contrattuali ⁴⁾ |
|---------------------------------|---|--------|-------------------|--|---|-------------|---------|--|
| | | | Salari e stipendi | Contributi sociali dei datori di lavoro | Settore manfatturiero, estrattivo e dei beni energetici | Costruzioni | Servizi | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| in perc. del totale nel 2008 | 100,0 | 100,0 | 75,2 | 24,8 | 32,4 | 9,0 | 58,6 | |
| 2009 | 102,7 | 2,8 | 2,5 | 2,9 | 3,0 | 3,5 | 2,5 | 2,6 |
| 2010 | 104,3 | 1,6 | 1,4 | 1,9 | 0,9 | 1,9 | 1,9 | 1,7 |
| 2010 3° trim. | 104,4 | 1,2 | 1,0 | 1,5 | 0,3 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| 4° trim. | 105,2 | 1,7 | 1,6 | 2,0 | 1,3 | 1,5 | 2,0 | 1,6 |
| 2011 1° trim. | 106,4 | 2,7 | 2,3 | 3,4 | 2,4 | 2,2 | 2,8 | 1,7 |
| 2° trim. | 107,7 | 3,6 | 3,5 | 4,3 | 4,5 | 3,0 | 3,2 | 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 ¹⁾ | | |
| | | Totale | Consumi privati | Consumi collettivi | Investimenti fissi lordi | Variazione delle scorte ²⁾ | Totale | Esportazioni ¹⁾ | Importazioni ¹⁾ |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | |
| <i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i> | | | | | | | | | |
| 2007 | 9.035,0 | 8.899,4 | 5.056,5 | 1.808,0 | 1.959,4 | 75,4 | 135,6 | 3.748,3 | 3.612,7 |
| 2008 | 9.248,8 | 9.159,6 | 5.211,9 | 1.901,3 | 1.983,3 | 63,1 | 89,2 | 3.880,8 | 3.791,6 |
| 2009 | 8.940,5 | 8.824,3 | 5.141,4 | 1.988,2 | 1.737,8 | -43,1 | 116,3 | 3.269,3 | 3.153,0 |
| 2010 | 9.175,8 | 9.053,1 | 5.280,5 | 2.014,6 | 1.742,8 | 15,2 | 122,7 | 3.748,8 | 3.626,0 |
| 2010 2° trim. | 2.287,5 | 2.260,2 | 1.314,8 | 503,6 | 437,2 | 4,6 | 27,3 | 930,1 | 902,9 |
| 3° trim. | 2.307,4 | 2.273,1 | 1.324,5 | 505,1 | 438,3 | 5,2 | 34,3 | 958,2 | 923,9 |
| 4° trim. | 2.313,7 | 2.283,0 | 1.336,6 | 503,0 | 438,4 | 5,0 | 30,7 | 976,4 | 945,7 |
| 2011 1° trim. | 2.342,8 | 2.322,0 | 1.349,3 | 508,9 | 450,5 | 13,2 | 20,8 | 1.013,8 | 993,0 |
| 2° trim. | 2.355,6 | 2.331,0 | 1.354,8 | 509,2 | 451,8 | 15,1 | 24,6 | 1.023,1 | 998,5 |
| <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 | 0,8 | 0,2 | 0,2 | 2,2 | - | - | 4,2 | 3,9 |
| 3° trim. | 0,4 | 0,3 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | - | - | 1,8 | 1,5 |
| 4° trim. | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,0 | -0,2 | - | - | 1,2 | 1,1 |
| 2011 1° trim. | 0,8 | 0,9 | 0,2 | 0,4 | 1,8 | - | - | 1,4 | 1,6 |
| 2° trim. | 0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,1 | - | - | 0,7 | 0,2 |
| <i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i> | | | | | | | | | |
| 2007 | 3,0 | 2,8 | 1,7 | 2,2 | 4,7 | - | - | 6,6 | 6,1 |
| 2008 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 2,4 | -1,1 | - | - | 1,0 | 0,9 |
| 2009 | -4,2 | -3,6 | -1,2 | 2,6 | -12,0 | - | - | -12,8 | -11,7 |
| 2010 | 1,8 | 1,4 | 0,9 | 0,4 | -0,8 | - | - | 10,1 | 9,3 |
| 2010 2° trim. | 2,1 | 1,7 | 0,7 | 0,6 | -0,4 | - | - | 12,1 | 11,2 |
| 3° trim. | 2,1 | 1,8 | 1,1 | 0,2 | 0,7 | - | - | 11,1 | 10,7 |
| 4° trim. | 1,9 | 1,8 | 1,2 | -0,2 | 1,2 | - | - | 10,6 | 10,7 |
| 2011 1° trim. | 2,4 | 2,1 | 0,9 | 0,7 | 3,8 | - | - | 8,8 | 8,3 |
| 2° trim. | 1,6 | 1,3 | 0,5 | 0,3 | 1,7 | - | - | 5,3 | 4,5 |
| <i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i> | | | | | | | | | |
| 2010 2° trim. | 0,9 | 0,8 | 0,1 | 0,1 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | - | - |
| 3° trim. | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 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 | 0,8 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | - | - |
| 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 | 0,3 | - | - |
| 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 | 1,4 | 0,5 | 0,1 | -0,2 | 0,9 | 0,4 | - | - |
| 2010 2° trim. | 2,1 | 1,7 | 0,4 | 0,1 | -0,1 | 1,2 | 0,4 | - | - |
| 3° trim. | 2,1 | 1,7 | 0,6 | 0,0 | 0,1 | 1,0 | 0,3 | - | - |
| 4° trim. | 1,9 | 1,8 | 0,7 | 0,0 | 0,2 | 0,9 | 0,2 | - | - |
| 2011 1° trim. | 2,4 | 2,1 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,7 | 0,3 | - | - |
| 2° trim. | 1,6 | 1,2 | 0,3 | 0,1 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | - | - |

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 | 8.075,1 | 147,7 | 1.654,0 | 511,7 | 1.666,4 | 2.304,4 | 1.790,9 | 959,9 |
| 2008 | 8.302,9 | 143,1 | 1.653,9 | 527,3 | 1.725,6 | 2.381,1 | 1.871,8 | 945,9 |
| 2009 | 8.048,8 | 129,2 | 1.445,5 | 505,9 | 1.648,4 | 2.374,3 | 1.945,6 | 891,7 |
| 2010 | 8.236,6 | 138,6 | 1.530,6 | 486,8 | 1.690,5 | 2.409,7 | 1.980,5 | 939,2 |
| 2010 2° trim. | 2.053,0 | 34,4 | 380,0 | 122,8 | 420,7 | 598,9 | 496,2 | 234,5 |
| 3° trim. | 2.066,2 | 35,1 | 383,1 | 122,2 | 425,6 | 605,2 | 495,0 | 241,2 |
| 4° trim. | 2.075,2 | 35,8 | 390,0 | 120,6 | 427,0 | 606,7 | 495,1 | 238,5 |
| 2011 1° trim. | 2.100,8 | 36,7 | 397,2 | 125,2 | 431,6 | 611,8 | 498,3 | 242,0 |
| 2° trim. | 2.112,6 | 36,6 | 400,2 | 125,6 | 434,4 | 614,2 | 501,6 | 243,0 |
| <i>in percentuale del valore aggiunto</i> | | | | | | | | |
| 2010 | 100,0 | 1,7 | 18,6 | 5,9 | 20,5 | 29,3 | 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. | 0,8 | -0,6 | 1,9 | 1,0 | 1,0 | 0,4 | 0,1 | 2,5 |
| 3° trim. | 0,4 | -0,9 | 0,8 | -1,1 | 0,7 | 0,6 | 0,1 | 0,5 |
| 4° trim. | 0,3 | 0,6 | 1,3 | -1,3 | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,0 |
| 2011 1° trim. | 0,7 | 0,6 | 1,8 | 2,5 | 0,6 | 0,2 | 0,2 | 1,2 |
| 2° trim. | 0,2 | -0,2 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | -0,2 |
| <i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i> | | | | | | | | |
| 2007 | 3,3 | 1,6 | 3,5 | 2,6 | 3,9 | 4,2 | 1,8 | 0,7 |
| 2008 | 0,6 | 1,3 | -2,4 | -1,6 | 1,4 | 1,6 | 2,0 | -1,4 |
| 2009 | -4,2 | 2,8 | -13,1 | -6,2 | -5,3 | -1,6 | 1,3 | -3,9 |
| 2010 | 1,9 | 0,1 | 6,3 | -4,1 | 2,4 | 1,0 | 0,9 | 1,3 |
| 2010 2° trim. | 2,1 | 0,4 | 7,7 | -3,8 | 2,7 | 0,7 | 1,0 | 1,9 |
| 3° trim. | 2,0 | -0,8 | 5,8 | -3,1 | 3,1 | 1,2 | 0,8 | 2,2 |
| 4° trim. | 2,0 | 0,0 | 6,3 | -3,0 | 2,3 | 1,4 | 0,4 | 1,8 |
| 2011 1° trim. | 2,2 | -0,3 | 5,8 | 1,1 | 2,3 | 1,5 | 0,6 | 4,3 |
| 2° trim. | 1,6 | 0,1 | 4,3 | 0,2 | 1,5 | 1,3 | 0,6 | 1,5 |
| <i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i> | | | | | | | | |
| 2010 2° trim. | 0,8 | 0,0 | 0,4 | 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 | 0,0 | 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 | -4,2 | 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 | 0,6 | 0,2 | 0,2 | - |
| 3° trim. | 2,0 | 0,0 | 1,1 | -0,2 | 0,6 | 0,4 | 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 | | | 10 | | |
| | | | | | | | | | 8 | 9 | 10 | | | |
| 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | | | | |
| | 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. | 3,9 | 98,3 | 7,1 | 7,7 | 7,8 | 9,4 | 10,2 | 3,1 | 3,8 | 3,0 | 1,6 | -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 | 8,1 | 8,9 | 13,1 | 1,4 | 2,7 | 1,2 | -2,3 | -2,3 | | |
| 2° trim. | 2,1 | 101,3 | 4,1 | 5,3 | 5,5 | 4,2 | 9,3 | 2,3 | 1,0 | 2,5 | -5,4 | -5,2 | | |
| 2011 feb. | 6,5 | 101,2 | 7,8 | 9,6 | 9,5 | 10,0 | 15,1 | 2,7 | 3,5 | 2,6 | -2,8 | 3,3 | | |
| mar. | 3,5 | 101,2 | 5,7 | 6,9 | 7,1 | 7,5 | 11,5 | 1,0 | 2,5 | 0,7 | -2,1 | -5,3 | | |
| apr. | 3,7 | 101,4 | 5,2 | 6,6 | 6,8 | 5,2 | 10,5 | 3,9 | 4,7 | 3,7 | -5,4 | -2,5 | | |
| mag. | 3,2 | 101,6 | 4,3 | 5,9 | 6,0 | 4,4 | 10,7 | 2,6 | 1,2 | 2,7 | -7,3 | -1,0 | | |
| giu. | -0,3 | 100,9 | 2,7 | 3,6 | 3,7 | 2,9 | 6,9 | 0,5 | -2,6 | 1,0 | -3,6 | -11,3 | | |
| lug. | 4,0 | 101,8 | 4,2 | 5,1 | 5,3 | 4,0 | 11,9 | -0,2 | 2,9 | -0,6 | -4,4 | 1,7 | | |
| 2011 feb. | 0,9 | - | 0,5 | 1,2 | 1,2 | 0,5 | 2,4 | 0,7 | 0,9 | 0,9 | -1,3 | -0,5 | | |
| mar. | -0,3 | - | -0,1 | -0,4 | -0,1 | -0,1 | -0,7 | 0,2 | -0,1 | 0,4 | -0,3 | -0,2 | | |
| apr. | 0,3 | - | 0,2 | 0,2 | 0,4 | -0,1 | 0,8 | 0,7 | 0,9 | 0,4 | -3,7 | 0,8 | | |
| mag. | 0,2 | - | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 1,4 | -0,2 | -0,5 | -0,1 | 0,3 | 0,1 | | |
| giu. | -1,3 | - | -0,7 | -1,2 | -0,7 | -0,7 | -1,6 | -0,7 | -2,5 | -0,7 | 1,1 | -1,1 | | |
| lug. | 1,8 | - | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 3,3 | -0,3 | 2,9 | -0,7 | -0,1 | 1,6 | | |

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 ¹⁾ (a prezzi correnti) | | Industria manifatturiera (a prezzi correnti) | | A prezzi correnti | A prezzi costanti | | | | | | Migliaia (dest.) ²⁾ | Totale |
| | Totale (dest.; indice 2005 = 100) | Totale | Totale (dest.; indice 2005 = 100) | Totale | Totale | Totale (dest.; indice 2005 = 100) | Totale | Alimentari, bevande e tabacco | Non alimentari | | | | |
| | | | | | | | | | Tessili, vestitari, 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 | 102,2 | 17,4 | 104,8 | 10,2 | 1,4 | 102,5 | 1,1 | 0,5 | 1,7 | 2,6 | 0,6 | 843 | -8,5 |
| 2010 3° trim. | 105,3 | 16,3 | 105,6 | 10,1 | 2,1 | 102,8 | 1,7 | 0,4 | 2,9 | 5,6 | 1,1 | 798 | -16,4 |
| 4° trim. | 107,4 | 18,1 | 109,2 | 12,1 | 1,4 | 102,6 | 0,9 | 0,2 | 1,5 | 1,5 | -0,2 | 850 | -11,1 |
| 2011 1° trim. | 111,5 | 18,5 | 113,8 | 14,3 | 1,0 | 102,6 | 0,3 | -1,1 | 1,1 | -0,2 | 1,7 | 862 | -3,1 |
| 2° trim. | 114,3 | 12,0 | 114,5 | 9,8 | 1,1 | 102,3 | -0,2 | -0,5 | -0,1 | 1,7 | -1,2 | 827 | -1,8 |
| 2011 mar. | 112,4 | 14,5 | 113,7 | 11,5 | -0,2 | 102,1 | -1,2 | -1,8 | -0,9 | -3,1 | -1,0 | 864 | -4,5 |
| apr. | 112,0 | 11,7 | 115,4 | 9,7 | 2,8 | 102,7 | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 4,5 | 1,7 | 829 | -0,2 |
| mag. | 116,1 | 13,9 | 115,2 | 18,0 | -0,3 | 101,8 | -1,7 | -2,9 | -1,0 | -0,7 | -2,7 | 826 | -1,1 |
| giu. | 114,8 | 10,6 | 112,9 | 2,6 | 0,8 | 102,4 | -0,3 | -0,2 | -0,6 | 1,3 | -2,6 | 827 | -3,8 |
| lug. | 112,3 | 8,4 | 115,4 | 7,5 | 1,0 | 102,5 | 0,1 | -2,3 | 1,6 | 2,3 | 1,3 | 816 | 2,2 |
| ago. | . | . | . | . | 0,5 | 102,0 | -0,9 | -0,2 | -1,3 | . | . | 819 | 6,1 |
| <i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i> | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 apr. | - | -0,4 | - | 1,5 | 0,7 | - | 0,6 | 0,7 | 0,4 | 2,3 | 0,9 | - | -4,1 |
| mag. | - | 3,7 | - | -0,2 | -0,9 | - | -0,9 | -1,1 | -0,7 | -2,5 | -1,6 | - | -0,4 |
| giu. | - | -1,1 | - | -2,0 | 0,7 | - | 0,6 | 0,8 | 0,5 | 1,5 | 0,3 | - | 0,1 |
| lug. | - | -2,1 | - | 2,2 | 0,0 | - | 0,1 | -0,7 | 0,5 | 1,6 | 1,2 | - | -1,3 |
| ago. | - | . | - | . | -0,3 | - | -0,5 | 0,1 | -0,6 | . | . | - | 0,4 |

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

1) 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

 (saldo percentuali¹⁾, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

5. Indagini congiunturali presso le famiglie e le imprese

| | Indice del clima economico ²⁾ (media di lungo periodo = 100) | Industria manifatturiera | | | | Capacità utilizzata ³⁾ (in perc.) | Clima di fiducia delle famiglie | | | | |
|---------------|--|--------------------------|---------------|---------------------------|---------------------------|---|---------------------------------|---|---|--|--|
| | | Clima di fiducia | | | | | Totale ⁴⁾ | Situazione finanziaria nei prossimi 12 mesi | Situazione economica nei prossimi 12 mesi | Aspettative di disoccupazione nei prossimi 12 mesi | Capacità di risparmio nei prossimi 12 mesi |
| | | Totale ⁴⁾ | Ordini totali | Scorte di prodotti finiti | Aspettative di produzione | | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 2007 | 109,4 | 5,8 | 7,2 | 4,4 | 14,6 | 84,8 | -4,9 | -2,3 | -4,3 | 5,0 | -8,0 |
| 2008 | 93,7 | -8,4 | -13,3 | 10,8 | -1,0 | 82,1 | -18,1 | -9,9 | -25,3 | 23,5 | -13,6 |
| 2009 | 80,7 | -28,7 | -56,8 | 14,6 | -14,8 | 70,9 | -24,8 | -7,0 | -26,3 | 55,5 | -10,3 |
| 2010 | 100,9 | -4,5 | -24,6 | 0,6 | 11,6 | 76,9 | -14,0 | -5,2 | -12,2 | 31,0 | -7,6 |
| 2010 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 |
| 3° trim. | 98,8 | -2,6 | -8,5 | 4,5 | 5,3 | . | -15,6 | -7,3 | -21,6 | 23,8 | -9,6 |
| 2011 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. | 98,4 | -2,7 | -9,0 | 5,0 | 5,9 | - | -16,5 | -7,2 | -23,4 | 25,5 | -10,0 |
| set. | 95,0 | -5,9 | -11,8 | 5,9 | 0,2 | - | -19,1 | -8,8 | -27,2 | 29,8 | -10,6 |

| | Clima di fiducia nel settore delle costruzioni | | | Clima di fiducia nel settore delle vendite al dettaglio | | | | Indice di fiducia nel settore dei servizi | | | |
|---------------|--|---------------|----------------------------|---|---------------------|----------------------|-------------------|---|------------------|--------------------------|-----------------------------|
| | Totale ⁴⁾ | Ordini totali | Aspettative di occupazione | Totale ⁴⁾ | Situazione corrente | Livello delle scorte | Situazione attesa | Totale ⁴⁾ | Clima di fiducia | Domanda nei mesi recenti | Domanda nei mesi successivi |
| | | | | | | | | | | | |
| 2007 | 0,1 | -7,6 | 7,8 | 1,1 | 5,1 | 13,2 | 11,4 | 16,1 | 13,3 | 14,6 | 20,4 |
| 2008 | -13,4 | -20,7 | -6,1 | -10,0 | -10,6 | 16,0 | -3,5 | 0,6 | -3,7 | 0,7 | 4,7 |
| 2009 | -32,7 | -42,2 | -23,2 | -15,5 | -21,0 | 9,9 | -15,7 | -15,5 | -20,4 | -17,9 | -8,3 |
| 2010 | -28,4 | -39,6 | -17,2 | -4,0 | -6,1 | 7,4 | 1,5 | 5,0 | 2,5 | 4,2 | 8,3 |
| 2010 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 |
| 3° trim. | -24,6 | -32,6 | -16,5 | -7,4 | -6,6 | 13,0 | -2,5 | 3,9 | 0,7 | 4,3 | 6,6 |
| 2011 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. | -23,4 | -32,1 | -14,6 | -8,7 | -7,3 | 13,7 | -5,1 | 3,7 | 0,1 | 4,0 | 6,9 |
| set. | -26,0 | -34,3 | -17,7 | -9,8 | -10,2 | 14,7 | -4,6 | 0,0 | -3,2 | 0,9 | 2,5 |

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

- 1) Differenza fra la percentuale di risposte positive e quella di risposte negative.
- 2) L'indice del clima economico viene ottenuto per composizione dei rispettivi indicatori di fiducia delle imprese industriali, dei servizi, delle famiglie, del settore delle costruzioni e del settore delle vendite al dettaglio. I pesi attribuiti a tali indicatori di fiducia sono: 40 per cento per quello delle imprese industriali, 30 per cento per quello dei servizi, 20 per cento per quello delle famiglie e 5 per cento rispettivamente per ciascuno dei restanti indicatori. Valori dell'indice del clima economico superiori (inferiori) a 100 indicano un clima economico al di sopra (al di sotto) della media calcolata per il periodo dal 1990 al 2010.
- 3) I dati sono raccolti in gennaio, aprile, luglio e ottobre. I dati trimestrali riportati sono medie di due indagini successive. I dati annuali sono derivati dalle medie trimestrali.
- 4) Gli indicatori di fiducia sono calcolati come medie semplici delle componenti presenti nella tavola; le valutazioni sulle scorte (colonne 4 e 17) e sulla disoccupazione (colonna 10) vengono utilizzate con segno invertito per il calcolo degli indicatori di fiducia.

5.3 Mercato del lavoro ¹⁾

(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 | 149,721 | 0,8 | 1,0 | -0,3 | -1,7 | -0,1 | -2,0 | 1,1 | 2,2 | 1,2 |
| 2009 | 146,947 | -1,9 | -1,8 | -2,3 | -2,4 | -5,2 | -6,7 | -1,8 | -2,2 | 1,5 |
| 2010 | 146,273 | -0,5 | -0,4 | -0,7 | -0,6 | -3,1 | -3,7 | -0,6 | 1,1 | 1,1 |
| 2010 3° trim. | 146,257 | -0,1 | 0,0 | -0,7 | -0,1 | -2,2 | -2,9 | -0,4 | 1,7 | 0,9 |
| 4° trim. | 146,427 | 0,2 | 0,3 | -0,4 | -0,7 | -1,0 | -3,5 | 0,2 | 1,8 | 0,9 |
| 2011 1° trim. | 146,548 | 0,3 | 0,4 | -0,4 | -2,0 | 0,1 | -3,3 | 0,4 | 2,5 | 0,2 |
| 2° trim. | 146,996 | 0,5 | 0,6 | -0,4 | -1,8 | 0,2 | -2,7 | 0,9 | 2,6 | 0,1 |
| <i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i> | | | | | | | | | | |
| 2010 3° trim. | -0,026 | 0,0 | 0,0 | -0,3 | 0,1 | -0,2 | -1,0 | 0,1 | 0,2 | 0,1 |
| 4° trim. | 0,170 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -1,0 | 0,2 | 0,3 | 0,2 |
| 2011 1° trim. | 0,121 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | -1,3 | 0,3 | -0,9 | 0,1 | 1,1 | -0,2 |
| 2° trim. | 0,448 | 0,3 | 0,4 | -0,3 | -0,7 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 1,0 | 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 | 239.003,1 | 0,7 | 1,1 | -0,9 | -2,0 | -0,6 | -1,8 | 0,9 | 2,4 | 1,8 |
| 2009 | 230.626,4 | -3,5 | -3,6 | -3,1 | -2,3 | -9,2 | -8,6 | -3,0 | -3,5 | 0,9 |
| 2010 | 231.449,8 | 0,4 | 0,4 | 0,2 | -1,2 | -0,3 | -3,4 | 0,3 | 1,7 | 1,4 |
| 2010 3° trim. | 57.927,6 | 0,8 | 0,9 | 0,4 | -0,8 | 1,1 | -2,6 | 0,6 | 2,5 | 1,2 |
| 4° trim. | 57.922,6 | 0,5 | 0,6 | 0,2 | -1,7 | 1,3 | -4,1 | 0,4 | 1,9 | 1,1 |
| 2011 1° trim. | 58.120,3 | 0,8 | 0,8 | 0,6 | -0,5 | 2,2 | -2,3 | 0,3 | 2,7 | 0,4 |
| 2° trim. | 58.009,1 | 0,1 | 0,2 | -0,3 | -2,9 | 1,1 | -2,9 | -0,2 | 1,5 | 0,5 |
| <i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i> | | | | | | | | | | |
| 2010 3° trim. | -1,7 | 0,0 | 0,1 | -0,3 | -0,8 | 0,7 | -1,2 | -0,1 | 0,2 | 0,0 |
| 4° trim. | -4,9 | 0,0 | -0,1 | 0,4 | -0,2 | 0,1 | -1,8 | 0,0 | 0,6 | 0,1 |
| 2011 1° trim. | 197,7 | 0,3 | 0,4 | 0,2 | -0,3 | 0,6 | 0,5 | 0,0 | 1,2 | 0,1 |
| 2° trim. | -111,2 | -0,2 | -0,1 | -0,6 | -1,7 | -0,3 | -0,4 | 0,0 | -0,5 | 0,2 |

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 | 0,0 | 0,2 | -0,6 | -0,3 | -0,5 | 0,3 | -0,3 | 0,2 | 0,6 |
| 2009 | 1,569 | -1,7 | -1,9 | -0,7 | 0,1 | -4,2 | -2,1 | -1,2 | -1,3 | -0,5 |
| 2010 | 1,582 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | -0,6 | 2,9 | 0,4 | 0,9 | 0,7 | 0,3 |
| 2010 3° trim. | 0,396 | 0,9 | 0,9 | 1,1 | -0,6 | 3,3 | 0,3 | 1,0 | 0,8 | 0,2 |
| 4° trim. | 0,396 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | -1,0 | 2,3 | -0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| 2011 1° trim. | 0,397 | 0,5 | 0,4 | 1,0 | 1,5 | 2,2 | 1,0 | -0,1 | 0,3 | 0,2 |
| 2° trim. | 0,395 | -0,3 | -0,4 | 0,0 | -1,1 | 0,9 | -0,2 | -1,1 | -1,1 | 0,3 |

Fonte: elaborazioni della BCE basate sui dati Eurostat.

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

5.3 Mercato del lavoro

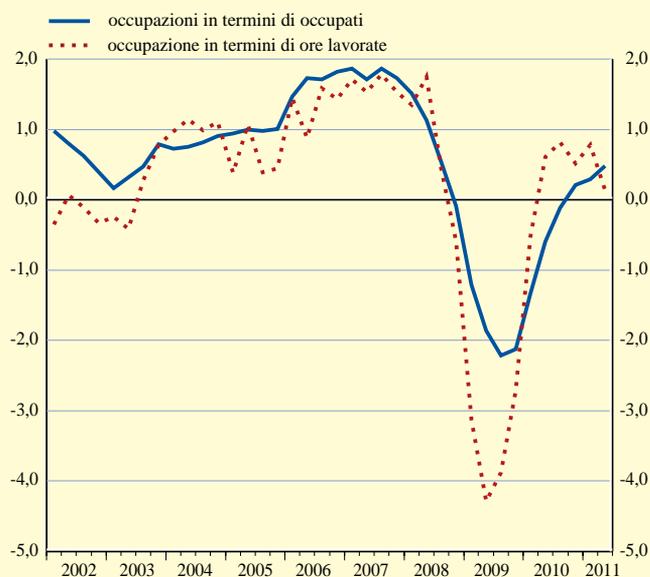
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

4. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

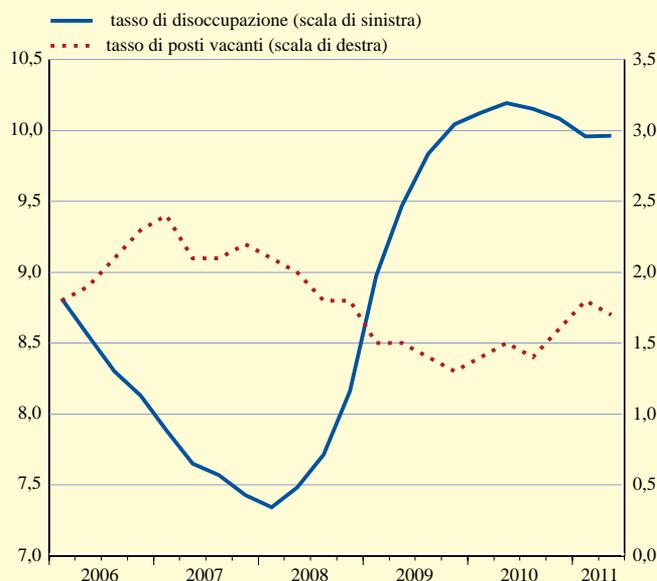
| | Disoccupazione | | | | | | | | | | Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro |
|------------------------------|----------------|--------------------------------|-----------------------|--------------------------------|---------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|---------|--------------------------------|---|
| | Totale | | Per età ³⁾ | | | | Per genere ⁴⁾ | | | | |
| | Milioni | in perc. delle forze di lavoro | Adulti | | Giovani | | Maschi | | Femmine | | |
| | | | Milioni | in perc. delle forze di lavoro | Milioni | in perc. delle forze di lavoro | Milioni | in perc. delle forze di lavoro | Milioni | in perc. delle forze di lavoro | |
| in perc. del totale nel 2010 | 100,0 | | 79,5 | | 20,5 | | 53,9 | | 46,1 | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 2007 | 11,818 | 7,6 | 9,211 | 6,7 | 2,608 | 15,5 | 5,838 | 6,8 | 5,981 | 8,7 | 2,2 |
| 2008 | 12,017 | 7,7 | 9,328 | 6,7 | 2,689 | 16,1 | 6,077 | 7,0 | 5,940 | 8,5 | 1,9 |
| 2009 | 15,033 | 9,6 | 11,754 | 8,4 | 3,279 | 20,2 | 8,120 | 9,4 | 6,913 | 9,8 | 1,4 |
| 2010 | 15,941 | 10,1 | 12,663 | 8,9 | 3,278 | 20,9 | 8,604 | 10,0 | 7,338 | 10,3 | 1,5 |
| 2010 2° trim. | 16,029 | 10,2 | 12,714 | 9,0 | 3,315 | 21,1 | 8,682 | 10,1 | 7,347 | 10,4 | 1,5 |
| 3° trim. | 15,963 | 10,2 | 12,717 | 9,0 | 3,246 | 20,9 | 8,583 | 10,0 | 7,380 | 10,4 | 1,4 |
| 4° trim. | 15,861 | 10,1 | 12,651 | 8,9 | 3,211 | 20,7 | 8,493 | 9,9 | 7,369 | 10,4 | 1,6 |
| 2011 1° trim. | 15,651 | 10,0 | 12,477 | 8,8 | 3,174 | 20,6 | 8,351 | 9,7 | 7,300 | 10,3 | 1,8 |
| 2° trim. | 15,701 | 10,0 | 12,550 | 8,8 | 3,150 | 20,5 | 8,350 | 9,7 | 7,350 | 10,3 | 1,7 |
| 2011 mar. | 15,624 | 9,9 | 12,440 | 8,8 | 3,183 | 20,6 | 8,331 | 9,7 | 7,292 | 10,2 | - |
| apr. | 15,657 | 9,9 | 12,507 | 8,8 | 3,150 | 20,4 | 8,335 | 9,7 | 7,321 | 10,3 | - |
| mag. | 15,719 | 10,0 | 12,558 | 8,8 | 3,161 | 20,5 | 8,368 | 9,7 | 7,351 | 10,3 | - |
| giu. | 15,726 | 10,0 | 12,586 | 8,8 | 3,140 | 20,5 | 8,347 | 9,7 | 7,379 | 10,3 | - |
| lug. | 15,777 | 10,0 | 12,634 | 8,9 | 3,143 | 20,5 | 8,358 | 9,7 | 7,419 | 10,3 | - |
| ago. | 15,739 | 10,0 | 12,609 | 8,8 | 3,129 | 20,4 | 8,311 | 9,6 | 7,428 | 10,3 | - |

F28 Occupazione: occupati e ore lavorate

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



F29 Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti²⁾



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 ¹⁾ (in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate

| | Entrate correnti | | | | | | | | | | | | | | Per memoria: pressione fiscale ²⁾ |
|------|------------------|-----------------|---------|-----|-----|------------------|-------------------|---------------------------------|-----------------------|-----|---------------------------|---------------------------|-----|------|--|
| | Totale | Imposte dirette | | | | | Imposte indirette | Riscosse da istituzioni dell'UE | Contributi sociali | | Vendite di beni e servizi | Entrate in conto capitale | | | |
| | | Famiglie | Imprese | | | Datori di lavoro | | | Lavoratori dipendenti | | | Imposte in conto capitale | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| 2002 | 45,1 | 44,8 | 11,8 | 9,2 | 2,5 | 13,5 | 0,4 | 15,6 | 8,1 | 4,6 | 2,1 | 0,3 | 0,3 | 41,2 | |
| 2003 | 45,0 | 44,4 | 11,4 | 9,0 | 2,3 | 13,5 | 0,4 | 15,7 | 8,2 | 4,6 | 2,1 | 0,6 | 0,5 | 41,1 | |
| 2004 | 44,5 | 44,0 | 11,3 | 8,7 | 2,5 | 13,5 | 0,3 | 15,5 | 8,1 | 4,5 | 2,1 | 0,5 | 0,4 | 40,7 | |
| 2005 | 44,8 | 44,3 | 11,5 | 8,8 | 2,7 | 13,7 | 0,3 | 15,4 | 8,1 | 4,5 | 2,2 | 0,5 | 0,3 | 40,9 | |
| 2006 | 45,3 | 45,0 | 12,1 | 8,9 | 3,0 | 13,8 | 0,3 | 15,3 | 8,0 | 4,5 | 2,1 | 0,3 | 0,3 | 41,5 | |
| 2007 | 45,4 | 45,1 | 12,4 | 9,1 | 3,2 | 13,8 | 0,3 | 15,1 | 8,0 | 4,4 | 2,1 | 0,3 | 0,3 | 41,6 | |
| 2008 | 45,1 | 44,8 | 12,2 | 9,3 | 2,8 | 13,3 | 0,3 | 15,3 | 8,1 | 4,5 | 2,2 | 0,2 | 0,3 | 41,1 | |
| 2009 | 44,7 | 44,3 | 11,4 | 9,3 | 2,0 | 13,1 | 0,3 | 15,7 | 8,2 | 4,5 | 2,3 | 0,3 | 0,4 | 40,6 | |
| 2010 | 44,6 | 44,3 | 11,3 | 9,1 | 2,1 | 13,3 | 0,3 | 15,6 | 8,1 | 4,5 | 2,3 | 0,3 | 0,3 | 40,5 | |

2. Area dell'euro: spese

| | Spese correnti | | | | | | | | | | | | | | Per memoria: spese primarie ³⁾ |
|------|----------------|------------------------------|-------------------|-----------|------------------------|-------------------|---------|------------------------------------|-----|--------------|---------------------------------|------------------------------------|-----|------|---|
| | Totale | Redditi da lavoro dipendente | Consumi intermedi | Interessi | Trasferimenti correnti | Pagamenti sociali | Sussidi | A carico delle istituzioni dell'UE | | Investimenti | Trasferimenti in conto capitale | A carico delle istituzioni dell'UE | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | | |
| 2002 | 47,7 | 43,9 | 10,4 | 4,9 | 3,5 | 25,1 | 22,2 | 1,9 | 0,5 | 3,8 | 2,4 | 1,4 | 0,1 | 44,2 | |
| 2003 | 48,1 | 44,1 | 10,5 | 5,0 | 3,3 | 25,4 | 22,5 | 1,9 | 0,5 | 3,9 | 2,5 | 1,4 | 0,1 | 44,8 | |
| 2004 | 47,5 | 43,5 | 10,4 | 5,0 | 3,1 | 25,0 | 22,3 | 1,7 | 0,5 | 3,9 | 2,4 | 1,5 | 0,1 | 44,4 | |
| 2005 | 47,3 | 43,5 | 10,4 | 5,1 | 3,0 | 25,0 | 22,3 | 1,7 | 0,5 | 3,9 | 2,5 | 1,4 | 0,0 | 44,4 | |
| 2006 | 46,7 | 42,9 | 10,2 | 5,0 | 2,9 | 24,8 | 22,0 | 1,7 | 0,5 | 3,9 | 2,5 | 1,4 | 0,0 | 43,8 | |
| 2007 | 46,1 | 42,3 | 10,0 | 5,0 | 3,0 | 24,3 | 21,6 | 1,6 | 0,4 | 3,8 | 2,6 | 1,2 | 0,0 | 43,1 | |
| 2008 | 47,1 | 43,2 | 10,1 | 5,2 | 3,0 | 24,9 | 22,1 | 1,6 | 0,4 | 3,9 | 2,6 | 1,3 | 0,0 | 44,1 | |
| 2009 | 51,0 | 46,7 | 10,8 | 5,6 | 2,8 | 27,4 | 24,3 | 1,9 | 0,5 | 4,3 | 2,8 | 1,4 | 0,0 | 48,2 | |
| 2010 | 50,5 | 46,4 | 10,6 | 5,6 | 2,8 | 27,4 | 24,3 | 1,8 | 0,4 | 4,1 | 2,5 | 1,7 | 0,0 | 47,8 | |

3. Area dell'euro: disavanzo/avanzo, disavanzo/avanzo primario e consumi pubblici

| | Disavanzo (-)/avanzo (+) | | | | | Disavanzo (-)/avanzo primario (+) | Consumi pubblici ⁴⁾ | | | | | | | |
|------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|------------------------|---|-----------------------------------|--------------------------------|------------------------------|-------------------|---|---------------------------|--|-----------------------------|------------------------------|
| | Totale | Amministrazioni centrali | Amministrazioni statali | Amministrazioni locali | Enti di previdenza e assistenza sociale | | Totale | Redditi da lavoro dipendente | Consumi intermedi | Prestazioni in natura attraverso unità di mercato | Consumi di capitale fisso | Vendite di beni e servizi (segno meno) | Consumi pubblici collettivi | Consumi pubblici individuali |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 2002 | -2,6 | -2,3 | -0,5 | -0,3 | 0,3 | 0,9 | 20,2 | 10,4 | 4,9 | 5,1 | 1,8 | 2,1 | 8,3 | 11,9 |
| 2003 | -3,1 | -2,4 | -0,5 | -0,2 | 0,1 | 0,2 | 20,5 | 10,5 | 5,0 | 5,2 | 1,9 | 2,1 | 8,4 | 12,1 |
| 2004 | -3,0 | -2,5 | -0,4 | -0,3 | 0,2 | 0,2 | 20,4 | 10,4 | 5,0 | 5,1 | 1,9 | 2,1 | 8,3 | 12,1 |
| 2005 | -2,5 | -2,3 | -0,3 | -0,2 | 0,3 | 0,4 | 20,4 | 10,4 | 5,1 | 5,1 | 1,9 | 2,2 | 8,2 | 12,2 |
| 2006 | -1,4 | -1,5 | -0,1 | -0,2 | 0,4 | 1,5 | 20,3 | 10,2 | 5,0 | 5,2 | 1,9 | 2,1 | 8,1 | 12,2 |
| 2007 | -0,7 | -1,2 | 0,0 | -0,1 | 0,6 | 2,3 | 20,0 | 10,0 | 5,0 | 5,1 | 1,9 | 2,1 | 7,9 | 12,1 |
| 2008 | -2,0 | -2,2 | -0,2 | -0,2 | 0,6 | 1,0 | 20,5 | 10,1 | 5,2 | 5,3 | 2,0 | 2,2 | 8,1 | 12,4 |
| 2009 | -6,3 | -5,2 | -0,5 | -0,3 | -0,4 | -3,5 | 22,1 | 10,8 | 5,6 | 5,8 | 2,1 | 2,3 | 8,8 | 13,4 |
| 2010 | -6,0 | -4,9 | -0,7 | -0,3 | -0,1 | -3,2 | 21,9 | 10,6 | 5,6 | 5,8 | 2,0 | 2,3 | 8,6 | 13,3 |

4. Paesi dell'area dell'euro: disavanzo (-)/avanzo (+) ⁵⁾

| | BE | DE | EE | IE | GR | ES | FR | IT | CY | LU | MT | NL | AT | PT | SI | SK | FI |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 |
| 2007 | -0,3 | 0,3 | 2,5 | 0,1 | -6,4 | 1,9 | -2,7 | -1,5 | 3,4 | 3,7 | -2,4 | 0,2 | -0,9 | -3,1 | -0,1 | -1,8 | 5,2 |
| 2008 | -1,3 | 0,1 | -2,8 | -7,3 | -9,8 | -4,2 | -3,3 | -2,7 | 0,9 | 3,0 | -4,5 | 0,6 | -0,9 | -3,5 | -1,8 | -2,1 | 4,2 |
| 2009 | -5,9 | -3,0 | -1,7 | -14,3 | -15,4 | -11,1 | -7,5 | -5,4 | -6,0 | -0,9 | -3,7 | -5,5 | -4,1 | -10,1 | -6,0 | -8,0 | -2,6 |
| 2010 | -4,1 | -3,3 | 0,1 | -32,4 | -10,5 | -9,2 | -7,0 | -4,6 | -5,3 | -1,7 | -3,6 | -5,4 | -4,6 | -9,1 | -5,6 | -7,9 | -2,5 |

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al disavanzo/avanzo dei singoli paesi.

1) Dati relativi agli Euro 17. I dati relativi alle entrate, alle spese e al disavanzo/avanzo sono basati sul SEC 95. Le transazioni fra i paesi membri dell'area e il bilancio comunitario sono incluse e consolidate; quelle tra le amministrazioni pubbliche dei paesi membri non sono consolidate.

2) Comprende le imposte e i contributi sociali.

3) Spese totali meno spese per interessi.

4) Corrisponde alle spese per consumi finali (P3) delle amministrazioni pubbliche nel SEC 95.

5) Sono inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS e i regolamenti collegati agli accordi sui tassi *swap* e a termine.

6.2 Debito ¹⁾
(in percentuale del PIL)

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

| | Totale | Strumenti finanziari | | | | Detentori | | | | Altri creditori ³⁾ |
|------|--------|------------------------------|----------|------------------------|------------------------|-----------------------------------|------|---------------------------|---------------|-------------------------------|
| | | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli a breve termine | Titoli a lungo termine | Creditori nazionali ²⁾ | | | | |
| | | | | | | Totale | IFM | Altre imprese finanziarie | Altri settori | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| 2001 | 68,1 | 2,8 | 12,4 | 4,0 | 48,9 | 42,4 | 20,8 | 11,2 | 10,4 | 25,7 |
| 2002 | 67,9 | 2,7 | 11,8 | 4,6 | 48,9 | 41,0 | 19,6 | 10,8 | 10,6 | 26,9 |
| 2003 | 69,1 | 2,1 | 12,4 | 5,0 | 49,6 | 40,2 | 19,8 | 11,3 | 9,1 | 28,8 |
| 2004 | 69,4 | 2,2 | 12,0 | 5,0 | 50,3 | 39,1 | 18,9 | 11,1 | 9,1 | 30,4 |
| 2005 | 70,3 | 2,4 | 12,1 | 4,7 | 51,1 | 37,4 | 18,1 | 11,2 | 8,0 | 32,9 |
| 2006 | 68,5 | 2,4 | 11,8 | 4,1 | 50,2 | 35,4 | 18,4 | 9,3 | 7,7 | 33,1 |
| 2007 | 66,3 | 2,2 | 11,2 | 4,2 | 48,7 | 33,1 | 17,1 | 8,6 | 7,4 | 33,1 |
| 2008 | 70,0 | 2,3 | 11,4 | 6,7 | 49,6 | 33,1 | 17,8 | 7,9 | 7,4 | 36,9 |
| 2009 | 79,5 | 2,5 | 12,5 | 8,6 | 56,0 | 37,1 | 20,6 | 8,9 | 7,6 | 42,4 |
| 2010 | 85,3 | 2,4 | 15,4 | 7,7 | 59,7 | 40,9 | 24,1 | 10,1 | 6,7 | 44,4 |

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

| | Totale | Emesso da ⁴⁾ | | | | Scadenza all'emissione | | | Scadenza residua | | | Valuta | |
|------|--------|--------------------------|-------------------------|------------------------|---|------------------------|--------------|------------------------------|------------------|-------------------------|--------------|--------------------------------|--------------|
| | | 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 | 53,5 | 6,2 | 5,2 | 1,4 | 7,1 | 59,2 | 4,3 | 15,0 | 23,4 | 27,8 | 65,9 | 0,4 |
| 2008 | 70,0 | 56,8 | 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 | 5,8 | 1,9 | 12,8 | 72,4 | 5,4 | 22,2 | 28,7 | 34,4 | 84,5 | 0,8 |

3. Paesi dell'area dell'euro

| | BE | DE | EE | IE | GR | ES | FR | IT | CY | LU | MT | NL | AT | PT | SI | SK | FI |
|------|------|------|-----|------|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 |
| 2007 | 84,2 | 64,9 | 3,7 | 25,0 | 105,4 | 36,1 | 63,9 | 103,6 | 58,3 | 6,7 | 62,0 | 45,3 | 60,7 | 68,3 | 23,1 | 29,6 | 35,2 |
| 2008 | 89,6 | 66,3 | 4,6 | 44,4 | 110,7 | 39,8 | 67,7 | 106,3 | 48,3 | 13,6 | 61,5 | 58,2 | 63,8 | 71,6 | 21,9 | 27,8 | 34,1 |
| 2009 | 96,2 | 73,5 | 7,2 | 65,6 | 127,1 | 53,3 | 78,3 | 116,1 | 58,0 | 14,6 | 67,6 | 60,8 | 69,6 | 83,0 | 35,2 | 35,4 | 43,8 |
| 2010 | 96,8 | 83,2 | 6,6 | 96,2 | 142,8 | 60,1 | 81,7 | 119,0 | 60,8 | 18,4 | 68,0 | 62,7 | 72,3 | 93,0 | 38,0 | 41,0 | 48,4 |

Fonti: BCE per i dati aggregati relativi all'area dell'euro; Commissione europea per i dati relativi al debito dei singoli paesi.

- 1) Dati relativi agli Euro 17. Debito lordo delle amministrazioni pubbliche in valore nominale consolidato tra sottosectori dell'amministrazione. Le quote detenute da amministrazioni pubbliche non residenti non sono consolidate. I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati. Dati parzialmente stimati.
- 2) Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- 3) Comprende i residenti di paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- 4) Esclude il debito detenuto dalle amministrazioni pubbliche del paese il cui governo ha emesso il debito stesso.

6.3 Variazione del debito ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

| | Totale | Fonte della variazione | | | Strumenti finanziari | | | | Detentori | | | Altri creditori ⁶⁾ |
|------|--------|--------------------------|--|--|------------------------------|----------|------------------------|------------------------|-----------------------------------|------|---------------------------|-------------------------------|
| | | Fabbisogno ²⁾ | Effetti di rivalutazione ³⁾ | Altre variazioni in volume ⁴⁾ | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli a breve termine | Titoli a lungo termine | Creditori nazionali ⁵⁾ | IFM | Altre imprese finanziarie | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 |
| 2002 | 2,1 | 2,7 | -0,5 | -0,1 | 0,0 | -0,2 | 0,7 | 1,6 | 0,0 | -0,5 | 0,0 | 2,1 |
| 2003 | 3,1 | 3,3 | -0,2 | 0,0 | -0,6 | 0,9 | 0,6 | 2,1 | 0,4 | 0,8 | 0,8 | 2,7 |
| 2004 | 3,1 | 3,2 | -0,1 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 2,7 | 0,4 | -0,2 | 0,3 | 2,7 |
| 2005 | 3,3 | 3,0 | 0,2 | 0,0 | 0,3 | 0,5 | -0,1 | 2,6 | -0,3 | -0,1 | 0,5 | 3,6 |
| 2006 | 1,7 | 1,4 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | -0,3 | 1,5 | -0,1 | 1,1 | -1,3 | 1,8 |
| 2007 | 1,2 | 1,2 | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,3 | 1,1 | -0,5 | -0,3 | -0,2 | 1,7 |
| 2008 | 5,3 | 5,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,5 | 2,6 | 2,0 | 0,7 | 1,1 | -0,5 | 4,5 |
| 2009 | 7,2 | 7,4 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,7 | 1,6 | 4,8 | 2,9 | 2,2 | 0,8 | 4,3 |
| 2010 | 7,8 | 7,9 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 3,3 | -0,6 | 5,1 | 4,7 | 4,0 | 1,5 | 3,1 |

2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

| Variazione del debito | Disavanzo (-)/avanzo (+) ⁷⁾ | Raccordo disavanzo-debito ⁸⁾ | | | | | | | | | | | Altro ⁹⁾ | |
|-----------------------|--|---|--|------------------------------|----------|-----------------------|-----------------------------------|-------------|---------------------|--------------------------|-------------------|----------------------------|---------------------|------|
| | | Totale | Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche | | | | | | | Effetti di rivalutazione | Effetti di cambio | Altre variazioni in volume | | |
| | | | Totale | Banconote, monete e depositi | Prestiti | Titoli ¹⁰⁾ | Azioni e altri titoli di capitale | Dismissioni | Apporti di capitale | | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | |
| 2002 | 2,1 | -2,6 | -0,5 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | -0,4 | 0,1 | -0,5 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| 2003 | 3,1 | -3,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | -0,2 | 0,1 | -0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,1 |
| 2004 | 3,1 | -3,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | -0,5 | 0,2 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| 2005 | 3,3 | -2,5 | 0,7 | 0,6 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | -0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| 2006 | 1,7 | -1,4 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | -0,1 | 0,3 | -0,2 | -0,4 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | -0,3 |
| 2007 | 1,2 | -0,7 | 0,5 | 0,6 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,1 | -0,3 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | -0,1 |
| 2008 | 5,3 | -2,0 | 3,2 | 3,0 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,9 | -0,1 | 0,6 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2009 | 7,2 | -6,3 | 0,9 | 1,1 | 0,4 | 0,0 | 0,3 | 0,5 | -0,3 | 0,5 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2010 | 7,8 | -6,0 | 1,9 | 2,4 | 0,3 | 0,5 | 1,3 | 0,2 | 0,0 | 0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,4 |

Fonte: BCE.

- Dati relativi agli Euro 17 e parzialmente stimati. La variazione annua del debito lordo è espressa in percentuale del PIL [$\text{debito}(t) - \text{debito}(t-1)$] ÷ PIL (t). I prestiti intergovernativi concessi nell'ambito della crisi finanziaria sono consolidati.
- Il fabbisogno è per definizione uguale alle transazioni che riguardano strumenti finanziari inclusi nel debito pubblico.
- Include, oltre all'impatto delle variazioni dei tassi di cambio, gli effetti derivanti dalla misurazione al valore nominale (per esempio premi o sconti sui titoli emessi).
- Comprende, in particolare, la riclassificazione delle unità e alcune operazioni di assunzione di debito.
- Detentori residenti nel paese il cui governo ha emesso il debito.
- Include i residenti in paesi dell'area dell'euro diversi da quello il cui governo ha emesso il debito.
- Inclusi i proventi della vendita delle licenze UMTS.
- Differenza tra la variazione annuale del debito lordo e il disavanzo, in percentuale del PIL.
- Comprende principalmente le transazioni in altre attività e passività (crediti al commercio, residui attivi e passivi, strumenti finanziari derivati).
- Esclusi gli strumenti finanziari derivati.

6.4 Entrate, spese e disavanzo/avanzo trimestrali ¹⁾
(in percentuale del PIL)

1. Area dell'euro: entrate trimestrali

| | Totale | Entrate correnti | | | | | Entrate in conto capitale | | Per memoria: pressione fiscale ²⁾ | |
|---------------|--------|------------------|-------------------|--------------------|---------------------------|---------------------|---------------------------|-----|--|------|
| | | Imposte dirette | Imposte indirette | Contributi sociali | Vendite di beni e servizi | Redditi da capitale | Imposte in conto capitale | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 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 ¹⁾

(in percentuale del PIL)

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

| | 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 |

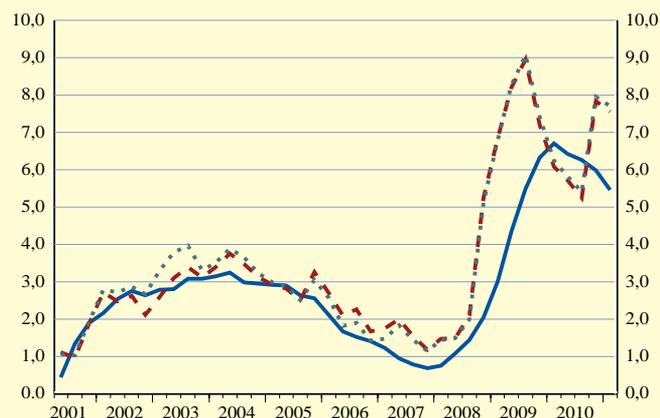
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

| | 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 | |
| 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)

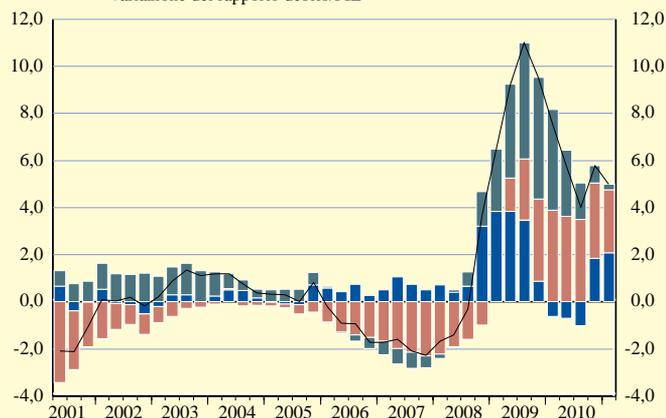
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



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 ¹⁾ (miliardi di euro; transazioni nette)

| | Conto corrente | | | | | Conto capitale | Posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo (colonne 1+6) | Conto finanziario | | | | | | Errori e omissioni |
|---|----------------|-------|---------|---------|------------------------|----------------|--|-------------------|----------------------|-----------------------------|-------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|
| | Totale | Beni | Servizi | Redditi | Trasferimenti correnti | | | Totale | Investimenti diretti | Investimenti di portafoglio | Strumenti finanziari derivati | Altri investimenti | Riserve ufficiali | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2008 | -142,4 | -22,5 | 41,1 | -63,3 | -97,7 | 9,2 | -133,2 | 141,5 | -236,0 | 283,3 | -82,9 | 180,5 | -3,4 | -8,3 |
| 2009 | -25,7 | 37,5 | 33,8 | -6,4 | -90,6 | 6,6 | -19,1 | 10,0 | -109,4 | 270,7 | 37,2 | -193,1 | 4,6 | 9,2 |
| 2010 | -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. | -28,3 | -1,6 | 13,9 | -20,1 | -20,4 | 0,9 | -27,4 | 26,9 | -25,7 | 187,0 | 5,4 | -144,2 | 4,3 | 0,5 |
| 2010 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. | -3,1 | 0,9 | 6,2 | -2,4 | -7,8 | 0,4 | -2,7 | 6,2 | 5,9 | 83,5 | 3,0 | -87,7 | 1,5 | -3,5 |
| lug. | -3,2 | 3,3 | 5,2 | -1,4 | -10,3 | 0,5 | -2,7 | 3,5 | 2,4 | -18,4 | -4,6 | 25,0 | -0,9 | -0,8 |
| <i>flussi cumulati sui 12 mesi</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 lug. | -71,8 | -3,4 | 45,7 | -11,5 | -102,6 | 5,4 | -66,4 | 47,8 | -5,6 | 343,5 | 2,2 | -281,2 | -11,0 | 18,5 |
| <i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i> | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 lug. | -0,8 | 0,0 | 0,5 | -0,1 | -1,1 | 0,1 | -0,7 | 0,5 | -0,1 | 3,7 | 0,0 | -3,0 | -0,1 | 0,2 |

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

— saldi di conto corrente



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

— investimenti diretti netti
- - - investimenti di portafoglio netti



Fonte:

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

7.2 Conto corrente e conto capitale

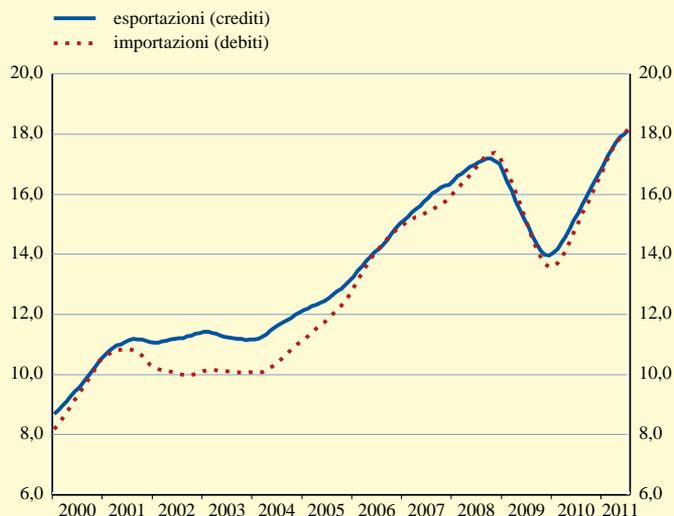
(miliardi di euro; transazioni)

1. Conto corrente e conto capitale: principali voci

| | Conto corrente | | | | | | | | | | | | | Conto capitale | |
|---------------|--|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|------------------------|------------------------|--------|------------------------|----------------|--------|
| | Totale | | | Beni | | Servizi | | Redditi | | Trasferimenti correnti | | | | Crediti | Debiti |
| | 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. | 707,9 | 736,2 | -28,3 | 438,4 | 440,0 | 131,8 | 117,9 | 119,1 | 139,2 | 18,6 | . | 39,1 | . | 3,8 | 2,9 |
| 2011 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. | 239,5 | 242,6 | -3,1 | 145,6 | 144,7 | 46,1 | 39,9 | 42,2 | 44,6 | 5,6 | . | 13,3 | . | 1,3 | 1,0 |
| lug. | 236,0 | 239,2 | -3,2 | 147,8 | 144,4 | 47,2 | 41,9 | 35,8 | 37,2 | 5,3 | . | 15,6 | . | 1,4 | 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. | 705,0 | 723,1 | -18,1 | 438,3 | 438,5 | 131,7 | 119,7 | 114,4 | 117,2 | 20,6 | . | 47,7 | . | . | . |
| 2011 mag. | 237,0 | 242,6 | -5,6 | 147,5 | 144,4 | 44,3 | 40,1 | 38,8 | 42,9 | 6,5 | . | 15,3 | . | . | . |
| giu. | 232,8 | 239,9 | -7,1 | 143,9 | 143,4 | 43,9 | 39,3 | 38,7 | 40,3 | 6,3 | . | 16,9 | . | . | . |
| lug. | 232,2 | 245,2 | -12,9 | 144,0 | 147,5 | 43,7 | 40,4 | 37,2 | 40,7 | 7,3 | . | 16,5 | . | . | . |
| | flussi cumulati sui 12 mesi | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 lug. | 2.750,7 | 2.820,0 | -69,3 | 1.690,2 | 1.693,8 | 527,9 | 481,8 | 443,3 | 453,2 | 89,3 | . | 191,3 | . | . | . |
| | flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL | | | | | | | | | | | | | | |
| 2011 lug. | 29,5 | 30,3 | -0,7 | 18,1 | 18,2 | 5,7 | 5,2 | 4,8 | 4,9 | 1,0 | . | 2,1 | . | . | . |

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

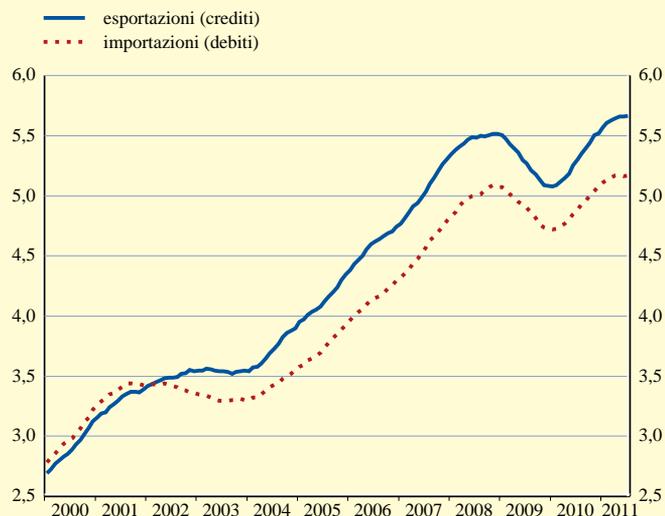
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



Fonte: BCE.

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

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



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 |
| Crediti | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Conto corrente | 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 |
| Conto capitale | 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 |
| Debiti | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Conto corrente | 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 |
| Conto capitale | 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 |
| Saldo | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Conto corrente | -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 |
| Conto capitale | 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 ¹⁾ | | | Totale in perc. del PIL | | | Investimenti diretti | | Investimenti di portafoglio | | Posizione netta in strumenti finanziari derivati | Altri investimenti | | Riserve ufficiali |
|---|----------------------|-----------|----------|-------------------------|-----------|-------|----------------------|-----------|-----------------------------|-----------|--|--------------------|-----------|-------------------|
| | Attività | Passività | Saldo | Attività | Passività | Saldo | Attività | Passività | Attività | Passività | | Attività | Passività | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2007 | 13.992,8 | 15.266,8 | -1.274,0 | 154,9 | 169,0 | -14,1 | 3.726,7 | 3.221,9 | 4.631,1 | 6.538,1 | -28,9 | 5.316,7 | 5.506,8 | 347,2 |
| 2008 | 13.331,7 | 14.983,0 | -1.651,3 | 144,1 | 162,0 | -17,9 | 3.889,7 | 3.320,2 | 3.727,6 | 5.938,3 | -29,8 | 5.370,1 | 5.724,4 | 374,2 |
| 2009 | 13.733,3 | 15.203,2 | -1.469,9 | 153,6 | 170,0 | -16,4 | 4.262,0 | 3.478,6 | 4.226,3 | 6.737,2 | -45,4 | 4.830,9 | 4.987,5 | 459,6 |
| 2010 3° trim. | 14.747,4 | 16.124,8 | -1.377,4 | 161,8 | 177,0 | -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 | 165,3 | 178,2 | -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 | 163,0 | 176,2 | -13,2 | 4.668,4 | 3.720,6 | 4.805,8 | 7.463,7 | -22,8 | 5.065,2 | 5.132,3 | 576,6 |
| Variazioni nelle consistenze | | | | | | | | | | | | | | |
| 2006 | 1.545,9 | 1.845,3 | -299,4 | 18,0 | 21,5 | -3,5 | 363,3 | 284,6 | 485,1 | 889,8 | 0,6 | 691,2 | 670,9 | 5,7 |
| 2007 | 1.608,0 | 1.858,8 | -250,9 | 17,8 | 20,6 | -2,8 | 572,8 | 486,8 | 258,7 | 591,3 | -8,1 | 763,3 | 780,7 | 21,4 |
| 2008 | -661,1 | -283,8 | -377,3 | -7,1 | -3,1 | -4,1 | 163,0 | 98,3 | -903,5 | -599,7 | -0,9 | 53,3 | 217,6 | 27,0 |
| 2009 | 401,6 | 220,2 | 181,4 | 4,5 | 2,5 | 2,0 | 372,4 | 158,3 | 498,7 | 798,8 | -15,6 | -539,2 | -737,0 | 85,4 |
| 2010 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 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | | |
| 2007 | 1.940,3 | 1.943,2 | -3,0 | 21,5 | 21,5 | 0,0 | 512,9 | 422,5 | 439,5 | 566,3 | 66,9 | 915,8 | 954,4 | 5,1 |
| 2008 | 406,6 | 548,1 | -141,5 | 4,4 | 5,9 | -1,5 | 328,8 | 92,8 | -7,2 | 276,1 | 82,9 | -1,2 | 179,3 | 3,4 |
| 2009 | -166,8 | -156,8 | -10,0 | -1,9 | -1,8 | -0,1 | 325,3 | 215,9 | 84,3 | 355,0 | -37,2 | -534,6 | -727,7 | -4,6 |
| 2010 | 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. | 162,7 | 189,6 | -26,9 | 6,9 | 8,0 | -1,1 | 42,8 | 17,1 | -14,9 | 172,2 | -5,4 | 144,6 | 0,4 | -4,3 |
| 2011 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. | -119,7 | -113,5 | -6,2 | . | . | . | -6,7 | -0,7 | -21,8 | 61,7 | -3,0 | -86,7 | -174,5 | -1,5 |
| lug. | -5,2 | -1,8 | -3,5 | . | . | . | 10,7 | 13,1 | -5,9 | -24,3 | 4,6 | -15,5 | 9,5 | 0,9 |
| Altre variazioni | | | | | | | | | | | | | | |
| 2006 | -182,3 | 123,3 | -305,6 | -2,1 | 1,4 | -3,6 | -54,7 | 26,2 | -35,2 | 183,4 | 0,0 | -96,9 | -86,3 | 4,4 |
| 2007 | -332,3 | -84,4 | -247,9 | -3,7 | -0,9 | -2,7 | 59,9 | 64,3 | -180,8 | 25,1 | -75,1 | -152,6 | -173,8 | 16,3 |
| 2008 | -1.067,7 | -831,9 | -235,8 | -11,5 | -9,0 | -2,5 | -165,8 | 5,5 | -896,3 | -875,8 | -83,8 | 54,5 | 38,3 | 23,7 |
| 2009 | 568,4 | 377,0 | 191,4 | 6,4 | 4,2 | 2,1 | 47,1 | -57,6 | 414,4 | 443,9 | 21,6 | -4,6 | -9,3 | 89,9 |
| Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio | | | | | | | | | | | | | | |
| 2006 | -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 |
| Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 |
| Altre variazioni dovute ad altre rettifiche | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 |
| Tassi di crescita delle consistenze | | | | | | | | | | | | | | |
| 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 | |
| Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 3.889,7 | 3.016,6 | 214,5 | 2.802,2 | 873,0 | 13,1 | 859,9 | 3.320,2 | 2.360,4 | 67,1 | 2.293,2 | 959,8 | 19,0 | 940,8 |
| 2009 | 4.262,0 | 3.291,0 | 228,5 | 3.062,4 | 971,1 | 14,7 | 956,4 | 3.478,6 | 2.531,3 | 78,2 | 2.453,1 | 947,3 | 18,5 | 928,8 |
| 2010 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 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 328,8 | 195,4 | 9,3 | 186,1 | 133,4 | -0,3 | 133,7 | 92,8 | 57,7 | -8,2 | 65,9 | 35,0 | 1,6 | 33,5 |
| 2009 | 325,3 | 234,1 | 18,2 | 215,9 | 91,1 | 2,4 | 88,8 | 215,9 | 216,4 | 8,6 | 207,8 | -0,5 | -0,6 | 0,1 |
| 2010 | 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. | 42,8 | 45,2 | 9,0 | 36,3 | -2,5 | -2,6 | 0,2 | 17,1 | 10,9 | 1,3 | 9,6 | 6,3 | -0,1 | 6,4 |
| 2011 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 | 5,2 | 1,6 | 3,6 | -11,9 | -3,7 | -8,2 | -0,7 | 0,4 | 0,3 | 0,1 | -1,1 | -0,5 | -0,6 |
| lug. | 10,7 | 9,7 | -0,3 | 10,0 | 1,0 | -1,6 | 2,6 | 13,1 | 17,0 | 0,8 | 16,2 | -3,9 | -0,2 | -3,7 |
| Tassi di crescita | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 8,9 | 6,6 | 4,1 | 6,9 | 17,9 | -1,2 | 18,2 | 2,9 | 2,4 | -13,1 | 2,8 | 4,3 | 8,5 | 4,2 |
| 2009 | 8,4 | 7,7 | 8,5 | 7,7 | 10,5 | 18,3 | 10,3 | 6,6 | 9,3 | 12,8 | 9,2 | -0,1 | -3,1 | 0,0 |
| 2010 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 | 3,6 | -39,3 | 4,4 |

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

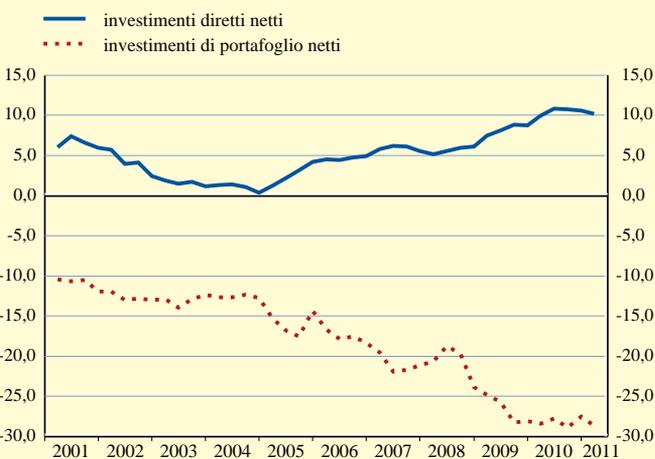
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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 | Amministrazioni pubbliche |
| | | | | | | 1 | | | | | | | | | | |
| Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 3.727,6 | 1.128,6 | 68,4 | 3,0 | 1.060,2 | 27,1 | 2.164,2 | 964,8 | 20,3 | 1.199,4 | 18,6 | 434,8 | 358,1 | 61,7 | 76,7 | 1,3 |
| 2009 | 4.226,3 | 1.488,7 | 76,2 | 3,4 | 1.412,5 | 34,4 | 2.339,5 | 917,5 | 17,1 | 1.422,0 | 36,5 | 398,1 | 327,3 | 44,9 | 70,8 | 2,0 |
| 2010 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 |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | -7,2 | -98,0 | -35,7 | 0,6 | -62,3 | 0,0 | 80,7 | 41,0 | 3,2 | 39,7 | 2,6 | 10,1 | 34,9 | 14,9 | -24,8 | 0,4 |
| 2009 | 84,3 | 46,8 | -3,2 | 0,0 | 50,0 | 1,5 | 30,2 | -98,3 | -3,8 | 128,5 | 17,5 | 7,2 | 11,8 | -12,8 | -4,5 | 0,9 |
| 2010 | 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. | -14,9 | 13,8 | 0,2 | -0,1 | 13,6 | . | 0,6 | -22,6 | 1,7 | 23,2 | . | -29,2 | -34,7 | 4,2 | 5,5 | . |
| 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. | -21,8 | -7,7 | -4,9 | 0,0 | -2,9 | . | -2,4 | -11,0 | 0,6 | 8,6 | . | -11,6 | -8,8 | 3,2 | -2,8 | . |
| 2011 lug. | -5,9 | 1,7 | 1,3 | 0,0 | 0,4 | . | -6,2 | -10,5 | 0,2 | 4,3 | . | -1,3 | -5,4 | -3,9 | 4,1 | . |
| Tassi di crescita | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | -0,5 | -5,9 | -27,6 | 24,6 | -4,2 | -0,1 | 3,6 | 4,2 | 20,1 | 3,1 | 15,4 | 2,7 | 11,9 | 41,1 | -27,7 | 65,9 |
| 2009 | 2,2 | 3,4 | -5,1 | -0,7 | 3,9 | 5,4 | 1,3 | -10,0 | -18,9 | 10,5 | 93,7 | 1,1 | 2,6 | -22,1 | -6,0 | 68,4 |
| 2010 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 | 3,4 | . | 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 | Amministrazioni pubbliche | |
| | | 1 | 2 | 3 | | | | | | | | | 4 |
| Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 5.938,3 | 2.185,3 | 616,9 | 1.568,4 | 3.372,6 | 1.198,8 | 2.173,8 | 1.426,8 | 380,4 | 62,0 | 318,4 | 269,9 | |
| 2009 | 6.737,2 | 2.751,8 | 686,6 | 2.065,1 | 3.460,8 | 1.132,1 | 2.328,7 | 1.477,1 | 524,6 | 67,7 | 456,9 | 422,3 | |
| 2010 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 | |
| Transazioni | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 276,1 | -84,6 | 84,5 | -169,1 | 177,8 | 6,8 | 171,0 | 154,3 | 182,9 | -33,1 | 216,0 | 192,8 | |
| 2009 | 355,0 | 111,8 | 2,2 | 109,6 | 123,3 | 7,7 | 115,5 | 93,4 | 119,9 | -13,5 | 133,3 | 155,5 | |
| 2010 | 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. | 172,2 | -38,6 | -3,8 | -34,8 | 180,4 | 47,4 | 133,0 | . | 30,4 | 39,2 | -8,7 | . | |
| 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. | 61,7 | 3,3 | -8,0 | 11,3 | 59,6 | 17,8 | 41,8 | . | -1,1 | 2,5 | -3,7 | . | |
| 2011 lug. | -24,3 | 6,7 | -15,8 | 22,5 | -29,2 | 3,3 | -32,5 | . | -1,7 | -1,7 | 0,0 | . | |
| Tassi di crescita | | | | | | | | | | | | | |
| 2008 | 4,4 | -3,7 | 14,9 | -8,1 | 5,9 | 0,7 | 9,2 | 13,8 | 78,0 | -24,7 | 218,2 | 269,4 | |
| 2009 | 5,9 | 4,8 | 0,4 | 6,6 | 3,6 | 0,7 | 5,3 | 6,6 | 31,8 | -28,6 | 41,8 | 58,1 | |
| 2010 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 | 5,8 | 5,5 | 10,8 | 3,1 | . | 19,3 | 152,5 | -2,2 | . | |

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 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. | 144,6 | 4,6 | . | . | 90,1 | . | . | 0,8 | . | . | 1,8 | 49,0 | . | . | 8,1 |
| 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. | -86,7 | 0,6 | . | . | -91,9 | . | . | 1,2 | . | . | 2,5 | 3,4 | . | . | 0,1 |
| 2011 lug. | -15,5 | -0,1 | . | . | -19,5 | . | . | -5,3 | . | . | -1,7 | 9,4 | . | . | 5,6 |
| 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 | . | . | 20,4 | . | . | 5,7 | 3,9 | . | . | 2,2 |

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. | 0,4 | 7,2 | . | . | -10,8 | . | . | 12,2 | . | . | . | -8,3 | . | . | . |
| 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. | -174,5 | 1,3 | . | . | -170,7 | . | . | 3,2 | . | . | . | -8,3 | . | . | . |
| 2011 lug. | 9,5 | 14,2 | . | . | -24,3 | . | . | 6,9 | . | . | . | 12,7 | . | . | . |
| 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 | . | . | . | 0,1 | . | . | . |

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

7. Riserve ufficiali¹⁾

| | Riserve ufficiali | | | | | | | | | | | | | Per memoria | | | | |
|----------------|--|---------------------|--------------------|------|-------------------------------|---------------|------------------------------|-------|--------|------|-------|-------|-------------------------------|----------------|---------------------------------|--|---------------------|---|
| | Totale | Oro monetario | | DSP | Posizione di riserva nell'FMI | Valuta estera | | | | | | | | Altre attività | Altre attività in valuta estera | Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera | Assegnazione di DSP | |
| | | in miliardi di euro | in milioni di once | | | Totale | Banconote, monete e depositi | | Titoli | | | | Strumenti finanziari derivati | | | | | |
| | | 1 | 2 | | | | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | | | | | | 9 |
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 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 lug. ago. | 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 | |
| | 656,4 | 435,5 | 346,989 | 51,0 | 24,0 | 146,0 | 5,1 | 11,0 | 129,7 | - | - | - | 0,1 | 0,0 | 25,9 | -21,1 | 52,5 | |
| | 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 | 110,5 | 56,9 | 2,7 | 33,1 | 1,9 | 2,1 | 13,8 | 13,7 | 2,2 | 57,8 | 23,0 |
| 2008 | 118,1 | 57,4 | 4,1 | 36,5 | 1,9 | 2,6 | 15,6 | 19,0 | 5,2 | 54,4 | 23,9 |
| 2009 | 116,5 | 51,4 | 5,9 | 38,7 | 2,0 | 2,5 | 16,1 | 22,1 | 2,8 | 51,4 | 24,1 |
| 2010 3° trim. | 120,7 | 53,2 | 5,8 | 41,9 | 2,0 | 2,7 | 15,1 | 24,3 | 2,7 | 53,6 | 24,9 |
| 4° trim. | 118,9 | 53,2 | 5,2 | 40,6 | 2,1 | 2,1 | 15,8 | 23,8 | 2,9 | 51,7 | 24,7 |
| 2011 1° trim. | 116,8 | 51,1 | 5,6 | 40,2 | 2,1 | 2,2 | 15,6 | 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 |
| 2009 | Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero) | | | | | | | | | | | | | | |
| Investimenti diretti | 783,5 | 116,5 | 2,3 | -17,4 | -125,6 | 257,6 | -0,3 | 45,6 | 44,2 | -28,9 | 129,7 | -42,2 | 77,4 | -0,3 | 441,4 |
| All'estero | 4.262,0 | 1.428,3 | 34,5 | 123,7 | 988,9 | 281,1 | 0,0 | 119,6 | 48,3 | 77,7 | 423,5 | 784,3 | 540,9 | 0,0 | 839,4 |
| Azioni/utili reinvestiti | 3.291,0 | 1.073,8 | 29,1 | 79,8 | 735,3 | 229,5 | 0,0 | 95,2 | 39,1 | 58,9 | 349,5 | 559,7 | 484,7 | 0,0 | 630,1 |
| Debito | 971,1 | 354,5 | 5,3 | 43,9 | 253,7 | 51,6 | 0,0 | 24,4 | 9,1 | 18,8 | 74,1 | 224,6 | 56,2 | 0,0 | 209,3 |
| Nell'area dell'euro | 3.478,6 | 1.311,8 | 32,2 | 141,1 | 1.114,5 | 23,6 | 0,3 | 73,9 | 4,1 | 106,6 | 293,9 | 826,4 | 463,5 | 0,4 | 398,0 |
| Azioni/utili reinvestiti | 2.531,3 | 1.077,5 | 22,7 | 124,7 | 922,7 | 7,2 | 0,3 | 61,0 | 1,1 | 85,5 | 201,0 | 613,4 | 245,4 | 0,2 | 246,4 |
| Debito | 947,3 | 234,3 | 9,5 | 16,5 | 191,9 | 16,4 | 0,1 | 13,0 | 3,0 | 21,1 | 92,9 | 213,0 | 218,1 | 0,2 | 151,6 |
| Investimenti di portafoglio: attività | 4.226,3 | 1.424,7 | 79,0 | 156,5 | 1.000,9 | 89,1 | 99,2 | 95,4 | 47,5 | 182,0 | 107,0 | 1.349,2 | 434,2 | 29,3 | 557,0 |
| Azioni | 1.488,7 | 296,8 | 8,8 | 28,8 | 245,3 | 13,2 | 0,6 | 28,6 | 45,3 | 85,7 | 92,4 | 469,0 | 193,3 | 1,5 | 275,9 |
| Strumenti di debito | 2.737,6 | 1.127,9 | 70,2 | 127,7 | 755,6 | 75,9 | 98,5 | 66,8 | 2,2 | 96,2 | 14,6 | 880,2 | 240,8 | 27,8 | 281,1 |
| Obbligazioni e note | 2.339,5 | 979,1 | 62,9 | 108,0 | 635,5 | 74,2 | 98,4 | 63,3 | 1,5 | 38,1 | 10,6 | 739,6 | 225,5 | 27,2 | 254,7 |
| Strumenti di mercato monetario | 398,1 | 148,8 | 7,3 | 19,6 | 120,0 | 1,7 | 0,1 | 3,5 | 0,7 | 58,1 | 4,0 | 140,7 | 15,4 | 0,6 | 26,3 |
| Altri investimenti | -156,6 | -107,3 | 49,4 | 6,8 | -96,5 | 92,2 | -159,3 | 0,3 | -8,7 | 17,0 | -118,6 | -106,5 | -12,4 | 14,1 | 165,6 |
| Attività | 4.830,9 | 2.246,0 | 108,6 | 85,4 | 1.847,6 | 187,9 | 16,5 | 26,8 | 31,6 | 95,0 | 238,8 | 687,3 | 591,7 | 61,3 | 852,4 |
| Amministrazioni pubbliche | 109,2 | 23,3 | 0,1 | 5,4 | 6,8 | 0,2 | 10,6 | 0,0 | 3,1 | 0,2 | 0,2 | 3,5 | 1,9 | 27,3 | 49,7 |
| IFM | 2.866,1 | 1.539,2 | 91,0 | 51,0 | 1.240,6 | 154,0 | 2,6 | 15,2 | 9,3 | 64,4 | 125,5 | 353,0 | 329,8 | 20,4 | 409,4 |
| Altri settori | 1.855,6 | 683,6 | 17,5 | 28,9 | 600,2 | 33,7 | 3,3 | 11,6 | 19,1 | 30,4 | 113,2 | 330,8 | 260,0 | 13,6 | 393,3 |
| Passività | 4.987,5 | 2.353,3 | 59,2 | 78,5 | 1.944,1 | 95,6 | 175,8 | 26,6 | 40,3 | 78,0 | 357,4 | 793,8 | 604,1 | 47,2 | 686,8 |
| Amministrazioni pubbliche | 71,6 | 29,4 | 0,1 | 0,4 | 4,4 | 0,0 | 24,5 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,2 | 22,1 | 0,3 | 16,9 | 2,2 |
| IFM | 3.650,9 | 1.746,4 | 47,7 | 44,2 | 1.486,4 | 71,6 | 96,6 | 19,4 | 19,1 | 45,6 | 270,3 | 500,3 | 499,4 | 27,6 | 522,9 |
| Altri settori | 1.264,9 | 577,5 | 11,4 | 34,0 | 453,3 | 24,0 | 54,8 | 7,1 | 21,2 | 32,0 | 86,9 | 271,4 | 104,5 | 2,6 | 161,8 |
| dal 2° trim. 2010 al 1° trim. 2011 | Transazioni cumulate | | | | | | | | | | | | | | |
| Investimenti diretti | 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 |
| Investimenti di portafoglio: attività | 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 |
| Altri investimenti | 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 ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni)

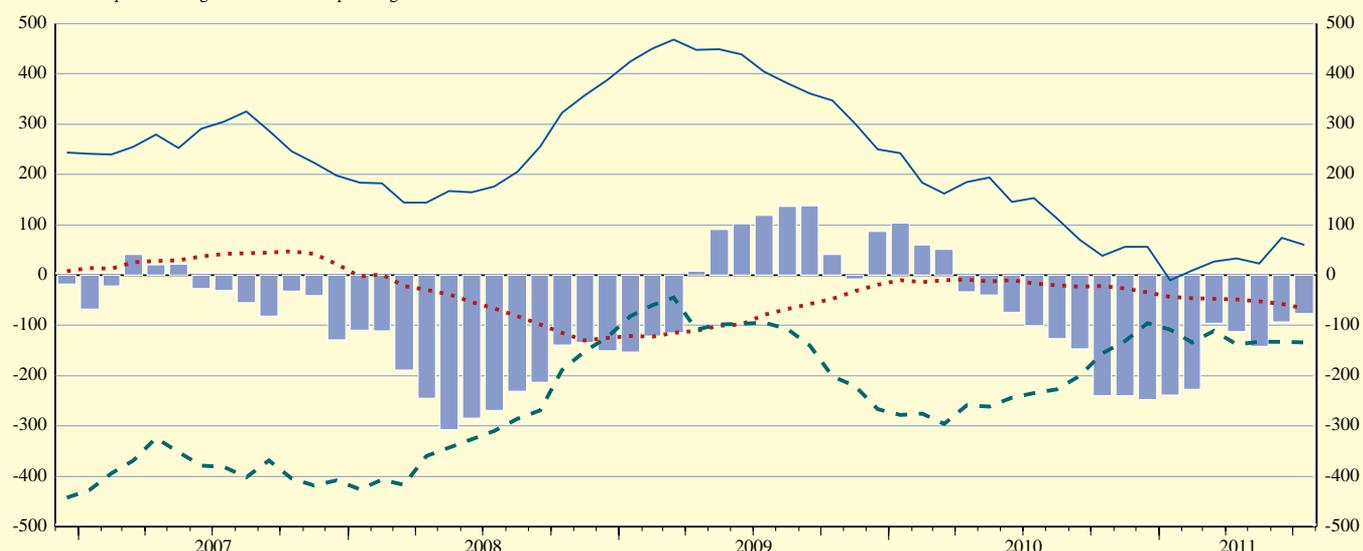
Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

| | Totale | Saldo di conto corrente e conto capitale | Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM | | | | | | | | Strumenti finanziari derivati | Errori e omissioni |
|---|--------|--|--|--------------------------------------|-----------------------------|---------------------|-----------|---------------------|--------------------|-----------|-------------------------------|--------------------|
| | | | Investimenti diretti | | Investimenti di portafoglio | | | | Altri investimenti | | | |
| | | | All'estero da residenti | Nell'area dell'euro da non residenti | Attività | | Passività | | Attività | Passività | | |
| | | | | | Azioni | Strumenti di debito | Azioni | Strumenti di debito | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | |
| 2008 | -150,2 | -124,8 | -320,1 | 99,3 | 62,1 | -14,5 | -169,3 | 387,7 | -51,3 | 73,3 | -82,8 | -9,9 |
| 2009 | 86,1 | -19,5 | -304,6 | 207,9 | -50,0 | -124,0 | 109,7 | 249,3 | 113,1 | -141,1 | 37,2 | 8,1 |
| 2010 | -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. | -40,7 | -27,4 | -36,4 | 16,0 | -13,6 | -28,7 | -34,8 | 124,3 | -49,8 | 3,9 | 5,4 | 0,5 |
| 2010 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. | 37,6 | -2,7 | 4,5 | -0,6 | 2,9 | -5,8 | 11,3 | 38,1 | -4,6 | -5,1 | 3,0 | -3,5 |
| lug. | -11,4 | -2,7 | -12,5 | 12,4 | -0,4 | -8,4 | 22,5 | -32,5 | -4,0 | 19,6 | -4,6 | -0,8 |
| <i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 lug. | -76,1 | -66,9 | -107,3 | 111,2 | -58,3 | -186,5 | 162,2 | 59,4 | -97,5 | 87,1 | 2,2 | 18,2 |

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)

- totale che riflette le transazioni esterne nette delle IFM
- saldo di conto corrente e conto capitale
- investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero effettuati da settori diversi dalle IFM
- passività degli investimenti di portafoglio di settori diversi dalle IFM sotto forma di strumenti di debito



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni
1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

| | Totale (non dest.) | | Esportazioni (f.o.b.) | | | | | Importazioni (c.i.f.) | | | | | |
|---|--------------------|-------------------|-----------------------|------------------------------|--------------------|---|-------------------|------------------------------|--------------------|--|----------|---------|-------|
| | Esporta- zioni | Importa- zioni | Totale | | | Per memoria: Settore manifatturiero | Totale | | | Per memoria: Settore mani- fatturiero | Petrolio | | |
| | | | Beni intermedi | Beni di investi- mento | Beni di consumo | | Beni intermedi | Beni di investi- mento | Beni di consumo | | | | |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | |
| Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2) | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | -18,0 | -21,8 | 1.279,8 | 628,0 | 264,3 | 355,4 | 1.063,2 | 1.266,4 | 734,4 | 193,8 | 316,7 | 840,8 | 182,1 |
| 2010 | 20,1 | 22,8 | 1.533,8 | 765,6 | 309,2 | 420,1 | 1.270,1 | 1.549,3 | 947,8 | 227,9 | 348,1 | 1.018,5 | 247,2 |
| 2010 3° trim. | 22,8 | 27,4 | 397,9 | 198,0 | 80,4 | 108,4 | 330,5 | 402,8 | 246,6 | 60,1 | 89,7 | 268,1 | 62,9 |
| 4° trim. | 22,2 | 25,9 | 404,4 | 202,1 | 83,3 | 109,6 | 333,2 | 407,3 | 254,0 | 58,6 | 89,4 | 265,7 | 66,4 |
| 2011 1° trim. | 21,6 | 23,8 | 427,3 | 214,4 | 85,9 | 116,0 | 350,0 | 434,6 | 275,2 | 59,4 | 91,5 | 276,4 | 74,3 |
| 2° trim. | 12,7 | 12,3 | 428,4 | 214,9 | 86,1 | 115,8 | 349,8 | 434,9 | 278,8 | 57,9 | 89,5 | 274,2 | 76,7 |
| 2011 feb. | 22,4 | 26,1 | 142,5 | 71,4 | 28,9 | 38,6 | 117,4 | 144,8 | 91,2 | 19,5 | 30,5 | 92,4 | 22,9 |
| mar. | 16,5 | 16,9 | 144,2 | 72,8 | 29,5 | 39,2 | 118,5 | 145,6 | 93,1 | 19,3 | 30,9 | 93,3 | 26,2 |
| apr. | 14,5 | 17,5 | 143,9 | 72,0 | 28,2 | 39,2 | 115,9 | 146,7 | 94,0 | 20,1 | 29,7 | 91,6 | 26,9 |
| mag. | 21,5 | 17,1 | 145,9 | 73,1 | 30,0 | 40,0 | 120,8 | 147,1 | 93,9 | 19,4 | 30,4 | 93,6 | 25,0 |
| giu. | 3,1 | 3,4 | 138,6 | 69,7 | 27,9 | 36,6 | 113,0 | 141,1 | 90,9 | 18,4 | 29,4 | 89,0 | 24,7 |
| lug. | 5,3 | 5,8 | 141,3 | | | | 115,1 | 143,8 | | | | 89,3 | |
| Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2) | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | -16,5 | -13,7 | 119,5 | 114,9 | 119,0 | 128,0 | 116,0 | 109,6 | 101,0 | 115,7 | 136,3 | 110,9 | 101,7 |
| 2010 | 14,8 | 10,9 | 136,7 | 132,5 | 137,5 | 143,5 | 133,9 | 121,0 | 113,2 | 130,0 | 143,3 | 127,9 | 100,6 |
| 2010 3° trim. | 16,0 | 12,9 | 140,1 | 135,2 | 142,7 | 145,8 | 137,6 | 122,7 | 114,8 | 133,5 | 143,9 | 131,3 | 101,1 |
| 4° trim. | 15,0 | 10,6 | 142,4 | 137,5 | 148,0 | 148,2 | 139,4 | 123,8 | 116,6 | 133,1 | 145,1 | 131,8 | 102,9 |
| 2011 1° trim. | 13,5 | 7,5 | 146,0 | 141,1 | 149,1 | 152,3 | 143,0 | 124,9 | 117,6 | 132,0 | 144,5 | 133,2 | 96,9 |
| 2° trim. | 7,8 | 2,4 | 146,3 | 140,0 | 150,7 | 153,5 | 143,5 | 123,6 | 116,0 | 132,0 | 143,2 | 133,8 | 91,8 |
| 2011 gen. | 18,6 | 12,8 | 144,7 | 139,9 | 143,6 | 150,3 | 140,1 | 125,2 | 118,3 | 136,3 | 142,1 | 130,6 | 103,4 |
| feb. | 14,3 | 9,8 | 146,0 | 140,7 | 150,2 | 152,1 | 143,6 | 125,7 | 117,8 | 131,2 | 145,0 | 134,0 | 91,7 |
| mar. | 9,0 | 1,3 | 147,2 | 142,8 | 153,4 | 154,4 | 145,1 | 123,8 | 116,8 | 128,6 | 146,5 | 134,9 | 95,7 |
| apr. | 8,1 | 4,5 | 147,2 | 140,3 | 148,8 | 155,3 | 142,5 | 124,3 | 116,4 | 137,4 | 142,2 | 133,9 | 95,0 |
| mag. | 16,4 | 7,5 | 149,6 | 143,2 | 157,5 | 158,8 | 148,6 | 126,6 | 118,5 | 134,4 | 146,8 | 138,0 | 89,7 |
| giu. | -0,1 | -4,5 | 142,1 | 136,5 | 145,8 | 146,3 | 139,3 | 119,9 | 113,1 | 124,3 | 140,6 | 129,6 | 90,8 |

2. Prezzi²⁾
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

| | Prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni (f.o.b.) ³⁾ | | | | | | | Prezzi all'importazione dei prodotti industriali (c.i.f.) | | | | | | |
|---------------------|--|-------------------|------------------------------|--------------------|--------------------|---|--------------------------------|---|------------------------------|--------------------|--------------------|---|-------|------|
| | Totale (indice 2005=100) | Totale | | | | Per memoria: Settore mani- fatturiero | Totale (indice 2005=100) | Totale | | | | Per memoria: Settore mani- fatturiero | | |
| | | Beni intermedi | Beni di investi- mento | Beni di consumo | Beni energetici | | | Beni intermedi | Beni di investi- mento | Beni di consumo | Beni energetici | | | |
| in perc. del totale | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
| 2009 | 101,5 | -2,7 | -4,0 | 0,5 | 0,5 | -23,7 | -2,6 | 100,1 | -8,7 | -4,8 | 1,8 | 1,0 | -28,3 | -2,6 |
| 2010 | 105,4 | 3,9 | 4,8 | 1,1 | 2,2 | 26,3 | 3,8 | 109,8 | 9,8 | 9,7 | 1,4 | 2,9 | 27,5 | 5,8 |
| 2010 4° trim. | 106,6 | 5,1 | 7,1 | 2,0 | 2,9 | 21,5 | 5,0 | 112,4 | 11,5 | 13,2 | 2,3 | 5,5 | 25,8 | 7,9 |
| 2011 1° trim. | 109,1 | 5,9 | 8,5 | 2,0 | 2,9 | 25,8 | 5,8 | 118,3 | 12,2 | 11,3 | 0,7 | 6,0 | 31,8 | 7,0 |
| 2° trim. | 110,2 | 4,1 | 6,0 | 0,8 | 1,8 | 22,0 | 4,0 | 118,8 | 7,5 | 3,9 | -3,0 | 3,2 | 27,8 | 2,0 |
| 2011 mar. | 109,7 | 5,7 | 8,3 | 1,6 | 2,8 | 26,3 | 5,6 | 119,7 | 11,8 | 9,8 | -0,4 | 5,7 | 32,4 | 6,2 |
| apr. | 110,3 | 5,0 | 7,1 | 1,1 | 2,6 | 25,1 | 4,9 | 120,0 | 9,7 | 6,9 | -1,9 | 4,7 | 30,4 | 4,1 |
| mag. | 110,2 | 4,0 | 5,9 | 0,8 | 1,6 | 22,0 | 3,9 | 118,5 | 7,1 | 2,4 | -3,0 | 3,0 | 28,3 | 1,2 |
| giu. | 110,0 | 3,4 | 5,1 | 0,6 | 1,2 | 18,9 | 3,3 | 117,8 | 5,9 | 2,6 | -4,2 | 2,0 | 24,8 | 0,7 |
| lug. | 110,4 | 4,0 | 5,2 | 0,8 | 1,7 | 25,9 | 3,9 | 119,0 | 7,4 | 3,5 | -4,0 | 2,6 | 29,4 | 1,5 |
| ago. | 110,3 | 3,8 | 4,9 | 0,8 | 1,8 | 23,3 | 3,7 | 119,7 | 7,7 | 4,2 | -2,7 | 2,8 | 26,0 | 2,3 |

Fonte: Eurostat.

- 1) I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories* - BEC). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- 2) I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poiché questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- 3) I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

| | Totale | Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro | | | | Russia | Svizzera | Turchia | Stati Uniti | Asia | | Africa | America Latina | Altri paesi | |
|--|---------|--|--------|----------------|---------------------------|--------|----------|---------|----------------|--------|----------|--------|-------------------|----------------|-------|
| | | Danimarca | Svezia | Regno Unito | Altri paesi dell'UE | | | | | Cina | Giappone | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
| Esportazioni (f.o.b.) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 1.279,8 | 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 | 1.533,8 | 30,2 | 52,7 | 195,3 | 209,2 | 63,4 | 93,0 | 47,3 | 180,3 | 354,7 | 94,7 | 34,5 | 104,8 | 73,3 | 18,9 |
| 2010 1° trim. | 352,3 | 7,0 | 11,9 | 46,3 | 47,6 | 13,6 | 21,3 | 10,5 | 41,3 | 81,4 | 21,8 | 8,0 | 24,9 | 16,7 | 5,7 |
| 2° trim. | 379,2 | 7,4 | 13,3 | 48,0 | 51,3 | 15,3 | 22,9 | 11,4 | 45,1 | 88,3 | 23,5 | 8,7 | 25,6 | 18,5 | 5,4 |
| 3° trim. | 397,9 | 7,6 | 13,5 | 50,5 | 54,2 | 17,2 | 24,1 | 12,1 | 47,7 | 91,7 | 23,9 | 8,9 | 26,8 | 19,0 | 4,0 |
| 4° trim. | 404,4 | 8,2 | 14,0 | 50,6 | 56,1 | 17,3 | 24,7 | 13,2 | 46,2 | 93,3 | 25,4 | 9,0 | 27,5 | 19,1 | 3,7 |
| 2011 1° trim. | 427,3 | 8,1 | 15,0 | 53,3 | 59,1 | 18,7 | 25,8 | 15,3 | 49,9 | 99,1 | 28,7 | 9,3 | 28,1 | 20,1 | 1,0 |
| 2° trim. | 428,4 | 8,2 | 15,3 | 52,0 | 60,2 | 20,1 | 26,4 | 14,3 | 48,0 | 98,0 | 27,2 | 9,5 | 27,0 | 21,0 | 3,6 |
| 2011 feb. | 142,5 | 2,7 | 4,9 | 17,5 | 19,8 | 6,3 | 8,5 | 5,1 | 16,7 | 33,4 | 9,6 | 3,1 | 9,2 | 7,0 | 0,0 |
| mar. | 144,2 | 2,7 | 5,2 | 18,1 | 20,1 | 6,4 | 9,0 | 5,4 | 16,7 | 33,5 | 9,7 | 3,1 | 9,4 | 6,8 | -1,0 |
| apr. | 143,9 | 2,7 | 5,0 | 16,9 | 19,8 | 6,4 | 8,9 | 4,9 | 16,2 | 32,3 | 8,8 | 3,2 | 9,2 | 7,0 | 3,3 |
| mag. | 145,9 | 2,8 | 5,3 | 18,0 | 20,5 | 7,1 | 9,3 | 4,8 | 16,3 | 33,7 | 9,5 | 3,2 | 9,1 | 7,3 | -0,3 |
| giu. | 138,6 | 2,7 | 5,0 | 17,1 | 20,0 | 6,5 | 8,3 | 4,5 | 15,5 | 31,9 | 8,9 | 3,0 | 8,7 | 6,6 | 0,7 |
| lug. | 141,3 | . | . | . | . | 6,6 | 8,5 | 4,5 | 15,5 | 32,8 | 9,1 | 3,2 | 8,8 | 6,9 | . |
| <i>percentuale delle esportazioni totali</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 100,0 | 2,0 | 3,4 | 12,7 | 13,6 | 4,1 | 6,1 | 3,1 | 11,7 | 23,1 | 6,2 | 2,3 | 6,8 | 4,8 | 1,3 |
| Importazioni (c.i.f.) | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 1.266,4 | 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 | -25,2 |
| 2010 | 1.549,3 | 27,6 | 47,8 | 149,3 | 197,1 | 111,2 | 74,3 | 30,9 | 129,5 | 494,3 | 209,0 | 51,2 | 118,8 | 75,0 | -48,5 |
| 2010 1° trim. | 353,1 | 6,6 | 10,4 | 35,0 | 44,9 | 25,7 | 17,1 | 7,3 | 29,3 | 110,7 | 46,0 | 11,8 | 26,9 | 16,6 | -10,3 |
| 2° trim. | 386,1 | 6,9 | 11,9 | 36,7 | 48,8 | 28,3 | 19,5 | 7,6 | 31,9 | 125,1 | 53,2 | 12,8 | 29,8 | 18,1 | -14,5 |
| 3° trim. | 402,8 | 7,1 | 12,6 | 38,3 | 50,6 | 27,6 | 19,2 | 7,8 | 34,2 | 130,8 | 55,9 | 13,4 | 29,6 | 19,4 | -9,8 |
| 4° trim. | 407,3 | 7,1 | 12,8 | 39,2 | 52,9 | 29,6 | 18,6 | 8,2 | 34,0 | 127,7 | 53,9 | 13,1 | 32,4 | 20,9 | -13,9 |
| 2011 1° trim. | 434,6 | 7,3 | 13,1 | 41,7 | 55,6 | 34,7 | 19,3 | 9,0 | 35,3 | 135,2 | 54,6 | 13,7 | 35,6 | 21,4 | -17,4 |
| 2° trim. | 434,9 | 7,4 | 13,3 | 41,2 | 56,3 | 34,5 | 19,9 | 8,8 | 34,0 | 138,5 | 55,9 | 12,7 | 30,7 | 21,8 | -15,0 |
| 2011 feb. | 144,8 | 2,5 | 4,4 | 13,9 | 18,5 | 10,4 | 6,4 | 3,0 | 11,8 | 44,8 | 18,1 | 4,5 | 12,2 | 7,1 | -3,6 |
| mar. | 145,6 | 2,5 | 4,6 | 14,0 | 18,9 | 13,0 | 6,5 | 3,0 | 11,7 | 46,3 | 18,7 | 4,8 | 11,2 | 7,2 | -9,3 |
| apr. | 146,7 | 2,4 | 4,3 | 13,8 | 18,5 | 12,1 | 6,5 | 3,0 | 11,6 | 46,6 | 18,7 | 4,4 | 10,3 | 7,3 | -5,0 |
| mag. | 147,1 | 2,6 | 4,7 | 13,9 | 19,0 | 12,6 | 6,8 | 3,0 | 11,4 | 46,4 | 18,7 | 4,3 | 9,8 | 7,4 | -5,9 |
| giu. | 141,1 | 2,4 | 4,3 | 13,5 | 18,7 | 9,8 | 6,6 | 2,9 | 11,0 | 45,5 | 18,5 | 4,1 | 10,7 | 7,1 | -4,1 |
| lug. | 143,8 | . | . | . | . | 11,6 | 6,7 | 2,8 | 10,7 | 45,9 | 18,2 | 4,3 | 9,6 | 7,6 | . |
| <i>percentuale delle importazioni totali</i> | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2010 | 100,0 | 1,8 | 3,1 | 9,6 | 12,7 | 7,2 | 4,8 | 2,0 | 8,4 | 31,9 | 13,5 | 3,3 | 7,7 | 4,8 | -3,1 |
| Saldo | | | | | | | | | | | | | | | |
| 2009 | 13,4 | 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 | 54,6 |
| 2010 | -15,5 | 2,6 | 5,0 | 46,0 | 12,1 | -47,8 | 18,7 | 16,4 | 50,8 | -139,6 | -114,3 | -16,6 | -13,9 | -1,7 | 67,3 |
| 2010 1° trim. | -0,8 | 0,4 | 1,5 | 11,3 | 2,7 | -12,2 | 4,2 | 3,3 | 12,0 | -29,3 | -24,2 | -3,8 | -2,0 | 0,1 | 16,0 |
| 2° trim. | -6,9 | 0,5 | 1,3 | 11,2 | 2,6 | -13,0 | 3,4 | 3,8 | 13,2 | -36,8 | -29,7 | -4,2 | -4,2 | 0,4 | 19,9 |
| 3° trim. | -4,9 | 0,6 | 0,9 | 12,1 | 3,6 | -10,4 | 4,9 | 4,4 | 13,4 | -39,1 | -32,0 | -4,6 | -2,8 | -0,4 | 13,8 |
| 4° trim. | -2,9 | 1,1 | 1,2 | 11,3 | 3,2 | -12,2 | 6,2 | 5,0 | 12,2 | -34,4 | -28,5 | -4,1 | -5,0 | -1,8 | 17,6 |
| 2011 1° trim. | -7,3 | 0,8 | 1,8 | 11,5 | 3,5 | -16,0 | 6,5 | 6,4 | 14,5 | -36,2 | -25,9 | -4,4 | -7,6 | -1,3 | 18,4 |
| 2° trim. | -6,5 | 0,8 | 2,1 | 10,7 | 4,0 | -14,4 | 6,5 | 5,4 | 14,0 | -40,5 | -28,7 | -3,2 | -3,7 | -0,8 | 18,6 |
| 2011 feb. | -2,3 | 0,1 | 0,5 | 3,6 | 1,3 | -4,1 | 2,1 | 2,1 | 4,9 | -11,4 | -8,5 | -1,4 | -3,0 | -0,1 | 3,6 |
| mar. | -1,4 | 0,3 | 0,6 | 4,2 | 1,2 | -6,7 | 2,5 | 2,4 | 5,0 | -12,8 | -9,0 | -1,7 | -1,8 | -0,3 | 8,3 |
| apr. | -2,8 | 0,3 | 0,7 | 3,1 | 1,2 | -5,7 | 2,3 | 1,9 | 4,6 | -14,3 | -9,8 | -1,2 | -1,1 | -0,3 | 8,2 |
| mag. | -1,2 | 0,1 | 0,6 | 4,1 | 1,4 | -5,5 | 2,5 | 1,9 | 4,9 | -12,6 | -9,2 | -1,0 | -0,7 | -0,1 | 5,6 |
| giu. | -2,5 | 0,3 | 0,7 | 3,5 | 1,3 | -3,3 | 1,6 | 1,7 | 4,5 | -13,6 | -9,7 | -1,0 | -1,9 | -0,5 | 4,7 |
| lug. | -2,5 | . | . | . | . | -5,0 | 1,9 | 1,7 | 4,8 | -13,1 | -9,0 | -1,1 | -0,8 | -0,7 | . |

Fonte: Eurostat.



TASSI DI CAMBIO

8.1 Tassi di cambio effettivi ¹⁾

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

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

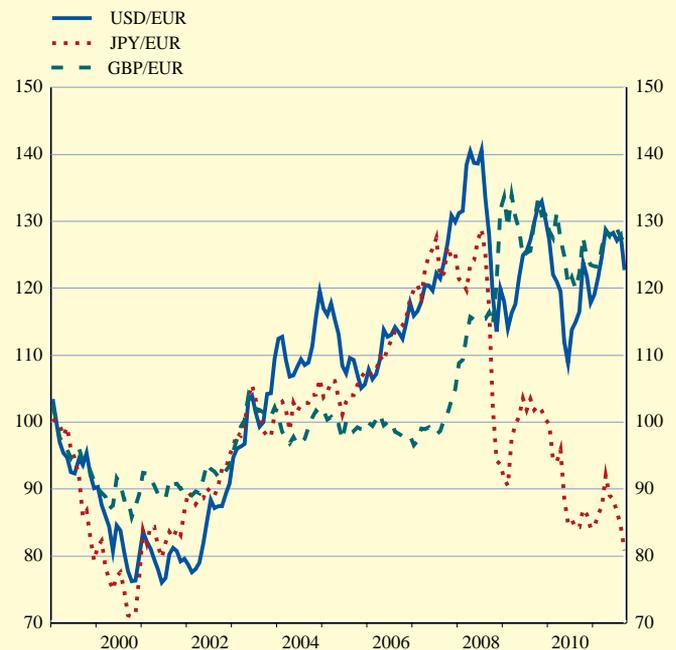
F39 Tassi di cambio effettivi

(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 | Corona ceca | Corona danese | Lat lettone | Litas lituano | Fiorino ungherese | Zloty polacco | Nuovo leu romeno | Corona svedese | Sterlina britannica | Kuna croata | Nuova lira turca |
|--|---------------------|----------------------|------------------|----------------------|----------------------|--------------------------------|-----------------------------|-------------------|-------------------|---------------------|----------------------|------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 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 |
| 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 |
| 3° trim. | 1,9558 | 24,387 | 7,4506 | 0,7093 | 3,4528 | 275,10 | 4,1527 | 4,2587 | 9,1451 | 0,87760 | 7,4629 | 2,4535 |
| 2011 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 |
| set. | 1,9558 | 24,556 | 7,4462 | 0,7093 | 3,4528 | 285,05 | 4,3379 | 4,2838 | 9,1343 | 0,87172 | 7,4936 | 2,4736 |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 set. | 0,0 | 1,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 4,7 | 5,3 | 0,8 | -0,3 | -0,6 | 0,4 | -1,6 |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 set. | 0,0 | -0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 | 9,7 | 0,4 | -1,0 | 3,8 | 2,8 | 26,7 |
| | Dollaro australiano | Real brasiliano | Dollaro canadese | Yuan renminbi cinese | Dollaro di Hong Kong | Corona islandese ¹⁾ | Rupia indiana ²⁾ | Rupia indonesiana | Shekel israeliano | Yen giapponese | Ringgit malese | |
| | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 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 | |
| 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 | |
| 3° trim. | 1,3459 | 2,3063 | 1,3841 | 9,0653 | 11,0105 | - | 64,7000 | 12,181,09 | 5,0174 | 109,77 | 4,2666 | |
| 2011 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 | |
| set. | 1,3458 | 2,3946 | 1,3794 | 8,7994 | 10,7333 | - | 65,5964 | 12,118,49 | 5,0788 | 105,75 | 4,2456 | |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 set. | -1,4 | 4,6 | -2,0 | -4,2 | -4,0 | - | 0,8 | -1,1 | -0,1 | -4,2 | -0,9 | |
| <i>variazione percentuale sull'anno precedente</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 set. | -3,5 | 6,5 | 2,1 | -0,1 | 5,8 | - | 9,2 | 3,4 | 4,1 | -4,1 | 4,6 | |
| | Peso messicano | Dollaro neozelandese | Corona norvegese | Peso filippino | Rublo russo | Dollaro di Singapore | Rand sudafricano | Won sudcoreano | Franco svizzero | Baht thailandese | Dollaro statunitense | |
| | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | 30 | 31 | 32 | 33 | 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 | |
| 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 | |
| 3° trim. | 17,3908 | 1,6976 | 7,7652 | 60,371 | 41,1734 | 1,7309 | 10,0898 | 1.532,60 | 1,1649 | 42,574 | 1,4127 | |
| 2011 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 | |
| set. | 17,9370 | 1,6932 | 7,7243 | 59,322 | 42,3239 | 1,7229 | 10,3956 | 1.544,04 | 1,2005 | 41,902 | 1,3770 | |
| <i>variazione percentuale sul mese precedente</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 set. | 2,2 | -1,0 | -0,8 | -2,5 | 2,5 | -0,6 | 2,4 | 0,1 | 7,2 | -2,3 | -4,0 | |
| <i>variazione percentuale sull'anno precedente</i> | | | | | | | | | | | | |
| 2011 set. | 7,2 | -5,7 | -2,4 | 2,7 | 5,1 | -1,2 | 11,5 | 1,8 | -8,3 | 4,1 | 5,4 | |

Fonte: BCE.

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

2) Per questa valuta la BCE calcola e pubblica tassi di cambio di riferimento per l'euro dal 1° gennaio 2009. I dati precedenti vanno intesi come indicativi.



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

9.1 Indicatori economici e finanziari negli altri Stati membri dell'UE

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

| | Bulgaria | Repubblica Ceca | Danimarca | Lettonia | Lituania | Ungheria | Polonia | Romania | Svezia | Regno Unito |
|--|----------|-----------------|-----------|----------|----------|----------|---------|---------|--------|-------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| IACP | | | | | | | | | | |
| 2009 | 2,5 | 0,6 | 1,1 | 3,3 | 4,2 | 4,0 | 4,0 | 5,6 | 1,9 | 2,2 |
| 2010 | 3,0 | 1,2 | 2,2 | -1,2 | 1,2 | 4,7 | 2,7 | 6,1 | 1,9 | 3,3 |
| 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 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 |
| ago. | 3,1 | 2,1 | 2,4 | 4,6 | 4,4 | 3,5 | 4,0 | 4,3 | 1,6 | 4,5 |
| Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL | | | | | | | | | | |
| 2008 | 1,7 | -2,7 | 3,2 | -4,2 | -3,3 | -3,7 | -3,7 | -5,7 | 2,2 | -5,0 |
| 2009 | -4,7 | -5,9 | -2,7 | -9,7 | -9,5 | -4,5 | -7,3 | -8,5 | -0,7 | -11,4 |
| 2010 | -3,2 | -4,7 | -2,7 | -7,7 | -7,1 | -4,2 | -7,9 | -6,4 | 0,0 | -10,4 |
| Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL | | | | | | | | | | |
| 2008 | 13,7 | 30,0 | 34,5 | 19,7 | 15,6 | 72,3 | 47,1 | 13,4 | 38,8 | 54,4 |
| 2009 | 14,6 | 35,3 | 41,8 | 36,7 | 29,5 | 78,4 | 50,9 | 23,6 | 42,8 | 69,6 |
| 2010 | 16,2 | 38,5 | 43,6 | 44,7 | 38,2 | 80,2 | 55,0 | 30,8 | 39,8 | 80,0 |
| Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo | | | | | | | | | | |
| 2011 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 |
| ago. | 5,32 | 3,40 | 2,49 | 5,60 | 5,05 | 7,49 | 5,70 | 7,38 | 2,17 | 2,37 |
| Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo | | | | | | | | | | |
| 2011 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 |
| ago. | 3,74 | 1,19 | 1,60 | 0,83 | 1,86 | 7,12 | 4,72 | 5,60 | 2,58 | 0,86 |
| PIL a prezzi costanti | | | | | | | | | | |
| 2009 | -5,5 | -4,1 | -5,2 | -17,7 | -14,7 | -6,7 | 1,6 | -7,1 | -5,2 | -4,9 |
| 2010 | 0,2 | 2,3 | 1,7 | -0,3 | 1,3 | 1,2 | 3,8 | -1,3 | 5,6 | 1,4 |
| 2010 4° trim. | 3,7 | 2,7 | 2,6 | 3,0 | 4,6 | 2,4 | 3,9 | 0,2 | 7,2 | 1,5 |
| 2011 1° trim. | 3,3 | 2,8 | 1,5 | 2,9 | 6,8 | 1,7 | 4,4 | 0,8 | 6,1 | 1,6 |
| 2° trim. | 2,0 | 2,2 | 1,7 | 5,0 | 6,2 | 1,2 | 4,5 | 0,8 | 4,9 | 0,7 |
| Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL | | | | | | | | | | |
| 2009 | -7,6 | -1,0 | 3,5 | 11,1 | 7,8 | 1,0 | -2,2 | -3,6 | 6,9 | -1,5 |
| 2010 | -0,5 | -2,3 | 5,3 | 4,9 | 4,2 | 2,9 | -2,8 | -3,8 | 6,5 | -3,0 |
| 2010 4° trim. | -7,2 | -1,0 | 6,1 | 0,3 | 6,5 | 1,4 | -3,4 | -1,5 | 5,9 | -2,8 |
| 2011 1° trim. | 2,0 | 2,5 | 4,9 | 1,2 | 2,1 | 3,7 | -1,7 | -2,6 | 7,9 | -2,9 |
| 2° trim. | 1,5 | -5,2 | 9,2 | 1,3 | -2,2 | 4,1 | -2,2 | -6,3 | 6,7 | . |
| Debito estero lordo in percentuale del PIL | | | | | | | | | | |
| 2008 | 104,9 | 50,6 | 177,7 | 130,0 | 71,3 | 122,2 | 57,0 | 56,0 | 205,7 | 441,4 |
| 2009 | 107,9 | 53,2 | 189,8 | 156,5 | 87,2 | 142,3 | 59,6 | 69,0 | 210,7 | 416,6 |
| 2010 3° trim. | 103,6 | 55,7 | 201,3 | 162,4 | 89,4 | 143,4 | 66,2 | 74,8 | 198,3 | 431,1 |
| 4° trim. | 101,8 | 57,4 | 192,0 | 165,4 | 86,0 | 141,4 | 65,9 | 75,9 | 191,6 | 419,4 |
| 2011 1° trim. | 98,5 | 56,9 | 187,1 | 158,1 | 84,7 | 135,1 | 67,8 | 73,5 | 187,1 | 417,5 |
| Costo del lavoro per unità di prodotto | | | | | | | | | | |
| 2009 | 12,7 | 3,5 | 4,7 | -7,9 | -2,8 | 1,9 | 2,2 | -1,3 | 4,6 | 6,1 |
| 2010 | 0,8 | 0,6 | -1,1 | -10,2 | -7,6 | -1,1 | 4,8 | 0,8 | -1,7 | 2,2 |
| 2010 4° trim. | -1,9 | 1,3 | -0,9 | 1,8 | -3,2 | -2,0 | 5,7 | -3,9 | -1,7 | 1,1 |
| 2011 1° trim. | 1,7 | 0,1 | 0,1 | 2,6 | -1,5 | 0,9 | 2,7 | -1,3 | -2,9 | 0,0 |
| 2° trim. | 5,3 | 0,2 | -1,1 | 2,3 | 1,0 | . | 0,5 | 9,4 | -0,7 | . |
| Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.) | | | | | | | | | | |
| 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. | 11,3 | 6,9 | 7,3 | 16,2 | 15,6 | 10,9 | 9,5 | 7,4 | 7,5 | 7,9 |
| 2011 giu. | 11,5 | 6,8 | 7,3 | 16,2 | 15,6 | 10,9 | 9,5 | 7,3 | 7,4 | 8,0 |
| lug. | 11,6 | 6,8 | 7,1 | . | . | 10,6 | 9,4 | 7,3 | 7,3 | . |
| ago. | 11,7 | 6,7 | 7,1 | . | . | 10,3 | 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.

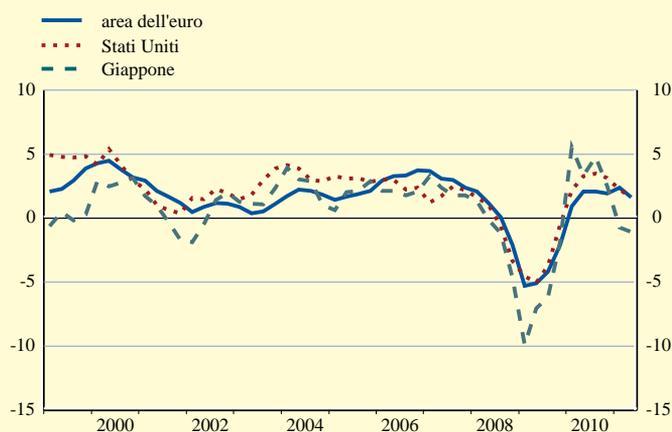
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

| | Indice dei prezzi al consumo | Costo del lavoro per unità di prodotto ¹⁾ | PIL a prezzi costanti | Indice della produzione industriale (industria manifatturiera) | Tasso di disoccupazione, in percentuale della forza lavoro (dest.) | Aggregato monetario ampio ²⁾ | Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ³⁾ | Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ³⁾ dati di fine periodo | Tasso di cambio ⁴⁾ (unità di valuta nazionale per euro) | Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL | Debito pubblico lordo ⁵⁾ in percentuale del PIL |
|--------------------|------------------------------|--|-----------------------|--|--|---|--|--|--|---|--|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| Stati Uniti | | | | | | | | | | | |
| 2007 | 2,9 | 2,5 | 1,9 | 3,1 | 4,6 | 6,3 | 5,30 | 4,81 | 1,3705 | -2,9 | 48,5 |
| 2008 | 3,8 | 2,8 | -0,3 | -4,7 | 5,8 | 7,1 | 2,93 | 2,70 | 1,4708 | -6,6 | 57,0 |
| 2009 | -0,4 | -0,6 | -3,5 | -13,5 | 9,3 | 7,9 | 0,69 | 4,17 | 1,3948 | -11,6 | 69,4 |
| 2010 | 1,6 | -2,0 | 3,0 | 5,9 | 9,6 | 2,3 | 0,34 | 3,57 | 1,3257 | -10,7 | 78,2 |
| 2010 3° trim. | 1,2 | -1,5 | 3,5 | 7,2 | 9,6 | 2,5 | 0,39 | 2,69 | 1,2910 | -10,3 | 76,2 |
| 4° trim. | 1,3 | -0,9 | 3,1 | 6,6 | 9,6 | 3,2 | 0,29 | 3,57 | 1,3583 | -10,5 | 78,2 |
| 2011 1° trim. | 2,1 | 1,3 | 2,2 | 6,6 | 8,9 | 4,5 | 0,31 | 3,76 | 1,3680 | -9,9 | 79,1 |
| 2° trim. | 3,4 | 1,9 | 1,6 | 4,4 | 9,1 | 5,5 | 0,26 | 3,46 | 1,4391 | -10,2 | 79,0 |
| 3° trim. | . | . | . | . | . | . | 0,30 | 2,18 | 1,4127 | . | . |
| 2011 mag. | 3,6 | - | - | 4,0 | 9,1 | 5,3 | 0,26 | 3,33 | 1,4349 | - | - |
| giu. | 3,6 | - | - | 4,2 | 9,2 | 6,0 | 0,25 | 3,46 | 1,4388 | - | - |
| lug. | 3,6 | - | - | 3,9 | 9,1 | 8,2 | 0,25 | 3,08 | 1,4264 | - | - |
| ago. | 3,8 | - | - | 4,2 | 9,1 | 10,3 | 0,29 | 2,51 | 1,4343 | - | - |
| set. | . | - | - | . | . | . | 0,35 | 2,18 | 1,3770 | - | - |
| Giappone | | | | | | | | | | | |
| 2007 | 0,1 | -2,3 | 2,3 | 2,8 | 3,8 | 1,6 | 0,79 | 1,70 | 161,25 | -2,4 | 156,2 |
| 2008 | 1,4 | 1,4 | -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 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 | . | -1,1 | -6,9 | 4,6 | 2,8 | 0,20 | 1,18 | 117,41 | . | . |
| 3° trim. | . | . | . | . | . | . | 0,19 | 1,04 | 109,77 | . | . |
| 2011 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 | - | - | -3,0 | 4,7 | 3,0 | 0,20 | 1,09 | 113,26 | - | - |
| ago. | . | - | - | 0,6 | . | 2,7 | 0,19 | 1,05 | 110,43 | - | - |
| set. | . | - | - | . | . | . | 0,19 | 1,04 | 105,75 | - | - |

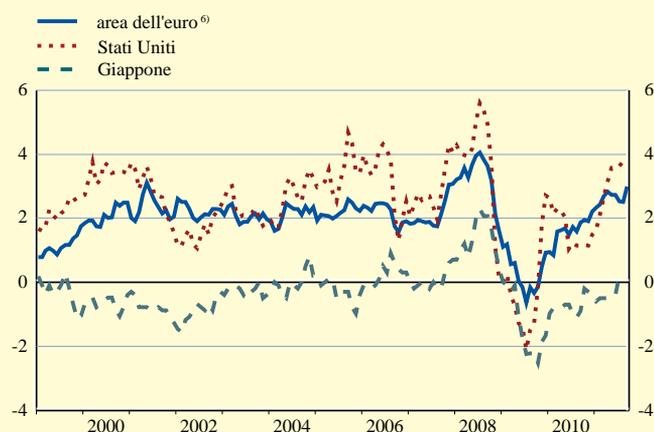
F41 PIL a prezzi costanti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



F42 Indici dei prezzi al consumo

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati mensili)



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

- 1) Dati destagionalizzati. I dati per gli Stati Uniti si riferiscono al settore delle imprese private non agricole
- 2) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.
- 3) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.

- 4) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 5) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 6) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

| | | |
|-----|--|-----|
| F1 | Aggregati monetari | S12 |
| F2 | Contropartite | S12 |
| F3 | Componenti degli aggregati monetari | S13 |
| F4 | Componenti delle passività finanziarie a lungo termine | S13 |
| F5 | Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie | S14 |
| F6 | Prestiti alle famiglie | S14 |
| F7 | Prestiti alle amministrazioni pubbliche | S16 |
| F8 | Prestiti a non residenti nell'area dell'euro | S16 |
| F9 | Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>) | S17 |
| F10 | Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>) | S17 |
| F11 | Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>) | S18 |
| F12 | Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>) | S18 |
| F13 | Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro | S19 |
| F14 | Disponibilità in titoli delle IFM | S20 |
| F15 | Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro | S35 |
| F16 | Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati | S37 |
| F17 | Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente | S38 |
| F18 | Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente | S39 |
| F19 | Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro | S40 |
| F20 | Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente | S41 |
| F21 | Nuovi depositi con durata prestabilita | S43 |
| F22 | Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno | S43 |
| F23 | Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro | S44 |
| F24 | Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi | S44 |
| F25 | Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro | S45 |
| F26 | <i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro | S45 |
| F27 | Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225 | S46 |
| F28 | Occupazione: occupati e ore lavorate | S55 |
| F29 | Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti | S55 |
| F30 | Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito | S60 |
| F31 | Debito (definizione di Maastricht) | S60 |
| F32 | B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente | S61 |
| F33 | B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio | S61 |
| F34 | B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni | S62 |
| F35 | B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi | S62 |
| F36 | Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro | S65 |
| F37 | Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio | S65 |
| F38 | Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM | S70 |
| F39 | Tassi di cambio effettivi | S73 |
| F40 | Tassi di cambio bilaterali | S73 |
| F41 | PIL a prezzi costanti | S76 |
| F42 | Indici dei prezzi al consumo | S76 |



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

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

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

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

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

SEZIONE I.3

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

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

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

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per

tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

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

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

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

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

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

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

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

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2008 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

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

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

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

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

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

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

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

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accredito netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accredito/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

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

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

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

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

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

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

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

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 5 ottobre 2011.

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

La composizione dell'area dell'euro è variata diverse volte nel corso degli anni. Quando è stato introdotto l'euro nel 1999, l'area dell'euro comprendeva i seguenti 11 paesi (gli Euro 11): Belgio, Germania, Irlanda, Spagna, Francia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia. La Grecia ha aderito nel 2001, dando vita agli Euro 12. Si è passati agli Euro 13 con l'ingresso della Slovenia nel 2007; Cipro e Malta sono entrati nel 2008, dando origine agli Euro 15; con l'ingresso della Slovacchia nel 2009 si è passati agli Euro 16. Infine, con l'adesione dell'Estonia nel 2011, il numero dei paesi dell'area dell'euro è salito a 17.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE FISSA

Serie statistiche aggregate relative a composizioni fisse dell'area dell'euro si riferiscono ad una determinata composizione, invariata per l'intera serie storica, indipendentemente dall'effettiva composizione prevalente nel periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie aggregate sono calcolate per gli Euro 17 (aggregando i dati di tutti gli attuali 17 paesi partecipanti all'area dell'euro) per tutti gli anni, indipendentemente dal fatto che l'area dell'euro abbia questa composizione solo da gennaio 2011. Salvo diversa indicazione, il Bollettino mensile della BCE contiene serie statistiche relative all'attuale composizione dell'area.

SERIE STATISTICHE CON COMPOSIZIONE EVOLUTIVA

Serie statistiche aggregate con composizione evolutiva dell'area dell'euro tengono conto della composizione dell'area dell'euro prevalente al periodo di riferimento delle statistiche. Ad esempio, serie statistiche dell'area dell'euro con composizione evolutiva aggregano i dati degli Euro 11 per il periodo fino alla fine del 2000, degli Euro 12 per il periodo dal 2001 alla fine del 2006, e così via. Seguendo questa impostazione, ciascuna serie statistica copre tutte le diverse composizioni dell'area dell'euro.

Per lo IAPC, così come per gli aggregati monetari e le loro controparti, i tassi di variazione sui dodici mesi sono compilati sulla base di indici concatenati, che collegano le serie dei paesi in ingresso nell'area con le statistiche dell'area dell'euro mediante l'indice di dicembre. Pertanto, se un paese entra nell'area dell'euro a gennaio di un certo anno, i tassi di variazione sui dodici mesi si riferiscono alla precedente composizione dell'area dell'euro, fino a dicembre dell'anno precedente incluso, e per i mesi

- 1) Per i periodi precedenti a gennaio 1999, i dati sulle statistiche monetarie delle sezioni 2.1-2.8 sono disponibili sul sito della BCE (<http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html>) e nello *Statistical Data Warehouse* (<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018811>).

successivi alla composizione più ampia. Le variazioni percentuali sono calcolate sulla base di indici concatenati, tenendo conto della composizione evolutiva dell'area. Le variazioni assolute relative agli aggregati monetari e alle contropartite (transazioni) si riferiscono alla composizione dell'area dell'euro esistente al periodo di riferimento delle statistiche.

Poiché la composizione dell'ECU include monete di Stati membri che non hanno adottato la moneta unica, gli importi riferiti a periodi precedenti il 1999 – originariamente espressi nelle monete nazionali dei paesi partecipanti e convertiti in ECU utilizzando i tassi di cambio correnti – sono influenzati dalle variazioni dei tassi di cambio di mercato dei paesi non partecipanti. Per evitare tale effetto sulle statistiche monetarie, i dati anteriori al 1999¹⁾ sono espressi in unità convertite dalle monete nazionali ai tassi di cambio fissi irrevocabili con l'euro adottati il 31 dicembre 1998. Salvo diversa indicazione, le statistiche relative ai prezzi e ai costi anteriori al 1999 si basano su dati espressi in termini di moneta nazionale.

Laddove necessario, sono stati utilizzati metodi di aggregazione e/o consolidamento (compreso il consolidamento tra paesi).

I dati più recenti sono in molti casi provvisori e potranno essere rivisti in futuro. Eventuali discrepanze tra i totali e la somma delle loro componenti possono derivare da arrotondamenti.

Il gruppo “Altri Stati membri dell'UE” è costituito da: Bulgaria, Repubblica Ceca, Danimarca, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Svezia e Regno Unito.

Nella maggioranza dei casi, la terminologia impiegata nelle tavole è coerente con gli standard definiti a livello internazionale, come quelli del Sistema europeo dei conti (SEC 95) e il Manuale di bilancia dei pagamenti dell'FMI. Le transazioni fanno riferimento a scambi volontari (misurati direttamente o derivati), mentre i flussi includono anche variazioni delle consistenze dovuti a cambiamenti di prezzo o tasso di cambio, cancellazioni e altre variazioni.

Nelle tavole, la locuzione “fino a n anni” equivale a “non superiore a n anni”.

PRINCIPALI INDICATORI

L'andamento dei principali indicatori economici per l'area dell'euro è sintetizzato in una tavola riassuntiva.

STATISTICHE SULLA POLITICA MONETARIA

La sezione 1.4 riporta le statistiche riguardanti riserva obbligatoria e fattori di liquidità. I periodi di mantenimento della riserva iniziano il giorno di regolamento della prima operazione di rifinanziamento principale (ORP) successiva alla riunione mensile in cui il Consiglio valuta la politica monetaria, per concludersi il giorno precedente la corrispondente data di regolamento del mese successivo. Le osservazioni a cadenza annuale e trimestrale si riferiscono ai valori medi dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve dell'anno/trimestre.

La tavola 1 nella sezione 1.4 mostra le componenti delle passività delle istituzioni creditizie soggette a obbligo di riserva. Le passività verso altre istituzioni creditizie dell'area dell'euro soggette all'obbligo di riserva, verso la BCE e le banche centrali nazionali partecipanti sono escluse dall'aggregato soggetto a riserva. Se un'istituzione creditizia non è in grado di fornire evidenza dell'ammontare delle proprie emissioni di obbligazioni con scadenza fino a 2 anni detenute dalle istituzioni indicate, può dedurre una certa percentuale di queste passività dall'aggregato soggetto a riserva. La percentuale per il calcolo delle passività soggette a riserva era pari al 10 per cento fino a novembre 1999 e al 30 per cento nei mesi successivi.

La tavola 2 riporta i dati medi relativi ai periodi di mantenimento già terminati. L'ammontare della riserva dovuta da ogni istituzione creditizia è calcolato, in primo luogo, applicando alle passività soggette il corrispondente coefficiente di riserva, usando i dati di bilancio di fine mese. Successivamente, ogni istituzione creditizia sottrae da tale

ammontare una franchigia fissa di 100.000 euro. Gli ammontari positivi delle riserve dovute sono poi aggregati per il complesso dell'area dell'euro (colonna 1). I saldi di conto corrente si riferiscono alla media giornaliera aggregata dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie, comprensivi di quelli necessari al rispetto degli obblighi di riserva (colonna 2). Le riserve in eccesso sono pari alla media nel periodo dei saldi di conto corrente nel periodo di mantenimento in eccesso delle riserve dovute (colonna 3). Le inadempienze sono calcolate per le istituzioni creditizie che non hanno rispettato i loro obblighi di riserva come differenza media tra i saldi di conto corrente e le riserve dovute nel periodo di mantenimento (colonna 4). Il tasso di remunerazione della riserva obbligatoria (colonna 5) è pari alla media, nel periodo di mantenimento, del tasso della BCE (ponderato secondo il numero dei giorni di calendario) sulle operazioni principali di rifinanziamento dell'Eurosistema (ORP) (cfr. sezione 1.3).

La tavola 3 mostra la posizione di liquidità del sistema bancario, definita come il saldo dei conti correnti in euro detenuti dalle istituzioni creditizie situate nell'area dell'euro presso l'Eurosistema. Gli ammontari sono derivati dal bilancio consolidato dell'Eurosistema. Le altre operazioni di assorbimento della liquidità non includono l'emissione di certificati di debito da parte delle BCN iniziata nella Seconda fase dell'UEM (colonna 7). Gli altri fattori netti (colonna 10) rappresentano il saldo delle rimanenti voci del bilancio consolidato dell'Eurosistema. I conti correnti delle istituzioni creditizie (colonna 11) sono pari alla somma dei fattori di creazione di liquidità (colonne da 1 a 5) meno la somma dei fattori di assorbimento di liquidità (colonne da 6 a 10). La base monetaria (colonna 12) è calcolata come somma dei depositi *overnight* presso la banca centrale (colonna 6), delle banconote e monete in circolazione (colonna 8) e dei saldi di conto corrente delle istituzioni creditizie (colonna 11).

MONETA, BANCHE E 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/2008/32²⁾. 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/2007/8³⁾ 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/2008/30⁴⁾.

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'accreditamento 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'accreditamento netto/indebitamento netto che risulta dal conto capitale.

Inoltre, vengono presentati i bilanci di apertura e di chiusura che forniscono una istantanea della ricchezza finanziaria di ogni singolo settore in un preciso momento. Infine, vengono riportate anche le altre variazioni nelle attività e passività finanziarie (ad esempio, quelle risultanti dall'effetto delle variazioni dei prezzi delle attività).

La copertura per settore del conto finanziario e del bilancio finanziario è più dettagliata per le società finanziarie, per le quali è presente una scomposizione fra IFM, altri intermediari finanziari (che include gli ausiliari finanziari) e società di assicurazione e fondi pensione.

La sezione 3.2 riporta i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i conti non finanziari dell'area dell'euro (ovvero, i conti precedentemente identificati con i numeri da 1 a 5) sempre in base alla sequenza di conti semplificata.

La sezione 3.3 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) per i redditi delle famiglie, per i conti della spesa e dell'accumulazione e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario e non finanziario, presentati in uno schema più analitico. Le transazioni specifiche del settore e i saldi sono disposti in maniera tale da fornire una visione più chiaramente interpretabile delle decisioni di finanziamento e di investimento delle famiglie, pur rispettando le identità contabili riportate nelle sezioni 3.1 e 3.2.

La sezione 3.4 riporta flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni) per i redditi e i conti dell'accumulazione delle società non finanziarie, e le consistenze in essere per i conti del bilancio finanziario, presentati in maggiore analisi.

La sezione 3.5 contiene i flussi cumulati di quattro trimestri (transazioni e altre variazioni) e consistenze in essere per i bilanci finanziari di società di assicurazione e fondi pensione.

MERCATI FINANZIARI

Le serie statistiche sui mercati finanziari per l'area dell'euro coprono gli stati membri dell'UE che hanno adottato l'euro relativamente al periodo al quale esse si riferiscono (composizione evolutiva); fanno eccezione le statistiche sulle emissioni di titoli (sezioni da 4.1 a 4.4) per le quali i dati si riferiscono agli Euro 16 per l'intera serie (composizione fissa).

Le statistiche sui titoli non azionari e sulle azioni quotate (sezioni da 4.1 a 4.4) sono realizzate dalla BCE mediante dati provenienti dal SEBC e dalla BRI. La sezione 4.5 riporta i tassi di interesse applicati dalle IFM sui depositi e i prestiti denominati in euro a soggetti residenti nell'area. Le statistiche sui tassi di interesse del mercato monetario, sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e sugli indici del mercato azionario (sezioni da 4.6 a 4.8) sono prodotte dalla BCE con dati tratti dai servizi di informazione su rete telematica.

Le statistiche sulle emissioni di titoli includono: a) i titoli non azionari ad esclusione dei derivati finanziari; b) le azioni quotate. I primi sono riportati nelle sezioni 4.1, 4.2 e 4.3, mentre le seconde sono riportate nella sezione 4.4. I titoli di debito sono suddivisi in titoli a breve e a lungo termine. I titoli "a breve termine" comprendono quelli con scadenza originaria fino a un anno (fino a due anni in casi eccezionali). Sono classificati come "a lungo termine": i titoli con scadenza originaria superiore a un anno; quelli con date di scadenza 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 Svensson⁵⁾. 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 termine⁶⁾. 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 specifici⁷⁾. 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 2007⁸⁾. 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 lavoro⁹⁾ e nel Regolamento di attuazione della Commissione (CE) n. 1216/2003 del 7 luglio 2003¹⁰⁾. 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 2000¹¹⁾, 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 pubbliche¹²⁾. 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^a edizione, ottobre 1993), con l'indirizzo della BCE del 16 luglio 2004 sugli obblighi di informazione statistica della BCE (BCE/2004/15)¹³⁾, con l'indirizzo della BCE del 31 maggio 2007 (BCE/2007/3)¹⁴⁾. 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) 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 ¹⁾



15 GENNAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, al 2,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 21 gennaio 2009. Fissa inoltre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 3,00 per cento e all'1,00 per cento, con effetto dal 21 gennaio 2009, in conformità alla decisione del 18 dicembre 2008.

5 FEBBRAIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati al 2,00, al 3,00 e all'1,00 per cento, rispettivamente.

5 MARZO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 50 punti base, all'1,50 per cento, con effetto dalle operazioni con regolamento 11 marzo 2009. In aggiunta, decide di fissare i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale, rispettivamente, al 2,50 e allo 0,50 per cento, a decorrere dall'11 marzo 2009.

Inoltre, il Consiglio direttivo decide di continuare a svolgere aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento principali, per le operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale e per le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine regolari e supplementari, finché necessario e comunque oltre la fine del 2009. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di confermare la frequenza e il profilo di scadenza attuali delle operazioni a più lungo termine supplementari e delle operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale finché necessario e comunque oltre la fine del 2009.

2 APRILE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25%, con effetto dall'operazione con regolamento l'8 aprile 2009. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale rispettivamente al 2,25% e allo 0,25%, con effetto dall'8 aprile 2009.

7 MAGGIO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, all'1,00 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 maggio 2009. Inoltre decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 50 punti base, all'1,75 per cento, con effetto dal 13 maggio 2009, e di lasciare invariato allo 0,25 per cento il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale. In aggiunta, il Consiglio direttivo decide di portare avanti la propria linea di maggior sostegno al credito. In particolare, stabilisce che l'Eurosistema condurrà operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza a un anno con procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo, finalizzate all'immissione di liquidità. Infine, decide in linea di principio l'acquisto da parte dell'Eurosistema di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area.

4 GIUGNO 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Inoltre il Consiglio direttivo del-

1) La cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema adottate dal 1999 al 2008 è consultabile, per ciascun anno di tale periodo, nel rispettivo Rapporto annuale della BCE.

la BCE stabilisce le modalità tecniche relative all'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro emesse all'interno dell'area, deciso il 7 maggio 2009.

2 LUGLIO, 6 AGOSTO, 3 SETTEMBRE, 8 OTTOBRE E 5 NOVEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento.

3 DICEMBRE 2009

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 13 aprile 2010.

14 GENNAIO E 4 FEBBRAIO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente.

4 MARZO 2010

Il Consiglio direttivo della BCE decide che il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati all'1,00, all'1,75 e allo 0,25 per cento, rispettivamente. Stabilisce inoltre i dettagli relativi alle procedure d'asta e alle modalità da applicare alle operazioni di rifinanziamento fino al 12 ottobre 2010, nonché il ritorno alla 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 diverse 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.

6 OTTOBRE 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. Stabilisce inoltre i dettagli da applicare alle operazioni di rifinanziamento da ottobre 2011 a luglio 2012, in particolare di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ad ottobre 2011 con scadenza di circa 12 mesi e a dicembre 2011 con scadenza di circa 13 mesi) e di continuare ad applicare le procedure d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione dell'importo per tutte le operazioni di rifinanziamento. Inoltre il Consiglio direttivo decide di avviare a novembre 2011 un nuovo Programma di acquisto di obbligazioni garantite.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni)

ni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (*euro interbank offered rate*)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [*Eurosystem*]: il sistema di banche centrali costituito dalla BCE e dalle BCN degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro.

Fabbisogno (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*borrowing requirement (general government)*]: assunzione netta di debito da parte delle amministrazioni pubbliche.

Fattori autonomi di liquidità [*autonomous liquidity factors*]: fattori di liquidità quali, ad esempio, le banconote in circolazione, i depositi delle amministrazioni pubbliche presso la banca centrale e le attività nette sull'estero della banca centrale, che normalmente non derivano dall'uso degli strumenti di politica monetaria.

Fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) [*investment funds (except money market funds)*]: istituzioni finanziarie che gestiscono collettivamente portafogli di capitale raccolto tra il pubblico, investendolo in attività finanziarie e non finanziarie. Cfr. anche **IFM**.

Forze di lavoro [*labour force*]: il totale risultante dalla somma degli occupati e dei disoccupati.

Garanzie [*collateral*]: attività costituite in pegno o trasferite in altra forma a garanzia del rimborso di un finanziamento, nonché attività cedute nell'ambito di operazioni pronti contro termine. I titoli conferiti in garanzia nell'ambito delle operazioni temporanee dell'Eurosistema devono soddisfare alcuni requisiti di idoneità.

IFM (istituzioni finanziarie monetarie) [*MFIs (monetary financial institutions)*]: istituzioni finanziarie che insieme costituiscono il settore emittente moneta nell'area dell'euro. Esse includono l'Eurosistema, gli enti creditizi residenti (come definiti nella legislazione comunitaria) e tutte le altre istituzioni finanziarie residenti la cui attività consiste nel ricevere depositi e/o altre forme di raccolta equiparabili ai depositi da enti diversi dalle IFM e, per proprio conto (almeno in termini economici), nel concedere credito e/o investire in titoli. Questi ultimi sono composti principalmente da fondi comuni monetari, ossia fondi che investono in strumenti a breve termine e a basso rischio, solitamente con scadenza pari o inferiore a un anno.

Impieghi disponibili [*job vacancies*]: termine collettivo che comprende i nuovi impieghi, gli impieghi liberi e quelli che si renderanno disponibili a breve scadenza, per i quali il datore di lavoro ha cercato attivamente e di recente di trovare un candidato idoneo.

Indagini della Commissione europea [*European Commission surveys*]: indagini armonizzate del clima di fiducia delle imprese e/o dei consumatori, condotte per conto della Commissione europea in ciascuno degli Stati membri dell'UE. Le indagini si basano su questionari e sono rivolte ai dirigenti di aziende del settore manifatturiero, delle costruzioni, del commercio al dettaglio e dei servizi nonché ai consumatori. Da ciascuna indagine mensile sono calcolati degli indicatori compositi che riassumono in un unico indicatore le risposte date a diverse domande (indicatori del clima di fiducia).

Indagine sul credito bancario [*Bank lending survey (BLS)*]: indagine trimestrale sulle politiche di erogazione del credito, condotta dall'Eurosistema a partire da gennaio 2003. Nell'ambito di tale indagine vengono poste, a un campione predefinito di banche dell'area dell'euro, alcune domande qualitative riguardanti i criteri per la concessione del credito, i termini e le condizioni praticate e la domanda di prestiti, con riferimento sia alle imprese sia alle famiglie.

Indagini presso i responsabili degli acquisti nell'area dell'euro [*Eurozone purchasing managers' surveys*]: indagini sulle condizioni dei settori manifatturiero e dei servizi condotte in diversi paesi dell'area dell'euro e i cui risultati vengono utilizzati per compilare degli indici.

L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero (*Manufacturing Purchasing Managers' Index – PMI*) dell'area dell'euro è un indicatore ponderato calcolato in base agli indici di produzione, nuovi ordinativi, occupazione, tempi di consegna dei fornitori e scorte di prodotti acquistati. L'indagine presso il settore dei servizi consiste in questionari riguardanti l'attività corrente, le aspettative di attività futura, l'ammontare di attività inevasa, le commesse in entrata, l'occupazione, i prezzi degli *input* e i prezzi applicati alla clientela. L'indice composito per l'area dell'euro viene calcolato combinando i risultati delle indagini sul settore manifatturiero e su quello dei servizi.

Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) [*Harmonised Index of Consumer Prices (HICP)*]: indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Eurostat e armonizzato per tutti gli Stati membri dell'UE.

Indice del costo orario del lavoro [*hourly labour cost index*]: indice dei costi del lavoro comprendente gli stipendi e i salari lordi (in denaro e in altra natura, comprese le gratifiche) e altri costi del lavoro (contributi previdenziali a carico del datore di lavoro più le imposte relative all'occupazione corrisposte dal datore, al netto dei sussidi ricevuti) per ora effettivamente lavorata (comprese le prestazioni straordinarie).

Indice delle retribuzioni contrattuali [*index of negotiated wages*]: misura dei risultati diretti della contrattazione collettiva in termini di retribuzione di base (cioè escluse le gratifiche) a livello di area dell'euro. Si riferisce alla variazione media implicita dei salari e degli stipendi mensili.

Inflazione [*inflation*]: aumento del livello complessivo dei prezzi, per esempio dell'indice dei prezzi al consumo.

Investimenti di portafoglio [*portfolio investment*]: transazioni e/o posizioni nette dei residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai non residenti (“attività”) e transazioni e/o posizioni nette dei non residenti nell'area dell'euro in titoli emessi dai residenti (“passività”). Sono inclusi i titoli azionari e i titoli di debito (obbligazioni e *note*, e strumenti di mercato monetario). Le transazioni sono rilevate al prezzo effettivo pagato o ricevuto, al netto di commissioni e spese. Per poter essere considerata come attività di portafoglio, la quota di partecipazione in una società deve essere equivalente a meno del 10 per cento delle azioni ordinarie o del potere di voto.

Investimenti diretti [*direct investment*]: investimenti internazionali effettuati allo scopo di ottenere un interesse durevole in una società residente in un altro paese (con ciò si intende, in pratica, una partecipazione pari almeno al 10 per cento delle quote ordinarie o dei diritti di voto). Sono inclusi le azioni, gli utili reinvestiti e il debito collegato ad operazioni intersocietarie. Il conto degli investimenti diretti rileva le transazioni/posizioni nette in attività estere da parte di residenti nell'area dell'euro (“investimenti diretti all'estero”) e le transazioni/posizioni nette in attività dell'area dell'euro da parte di non residenti (“investimenti diretti nell'area dell'euro”).

M1: aggregato monetario ristretto che include le banconote e monete in circolazione e i depositi a vista detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali (ad esempio, presso le Poste o il Tesoro).

M2: aggregato monetario intermedio. Comprende M1, i depositi rimborsabili su preavviso non superiore a tre mesi (cioè i depositi a risparmio a breve termine) e i depositi con durata prestabilita non superiore a due anni (cioè i depositi a termine a breve scadenza), detenuti presso le IFM e le amministrazioni centrali.

M3: aggregato monetario ampio che si compone di M2 più gli strumenti negoziabili, in particolare operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito con scadenza non superiore a due anni emessi dalle IFM.

Misure di maggiore sostegno al credito [enhanced credit support]: misure non convenzionali adottate dalla BCE/Eurosistema durante la crisi finanziaria, intese a garantire condizioni di finanziamento e flussi creditizi migliori rispetto ai risultati ottenibili con la sola riduzione dei tassi di riferimento della BCE.

Nuovi accordi europei di cambio AEC II [ERM II (exchange rate mechanism II)]: accordi che definiscono l'assetto per la cooperazione nel settore delle politiche del cambio tra i paesi dell'area dell'euro e gli Stati membri dell'UE non partecipanti alla Terza fase dell'UEM.

Operazione di assorbimento della liquidità [liquidity-absorbing operation]: operazione mediante la quale l'Eurosistema assorbe liquidità per ridurre la liquidità in eccesso o creare un fabbisogno di liquidità. Tali operazioni vengono condotte mediante emissione di certificati di debito o depositi a tempo determinato.

Operazione di mercato aperto [open market operation]: operazione effettuata su iniziativa della banca centrale nei mercati finanziari. Può assumere la forma di operazioni temporanee, operazioni definitive, emissioni di depositi a tempo determinato, certificati di debito o operazioni di *swap* in valuta. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate per fornire o assorbire liquidità.

Operazione di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) [longer-term refinancing operation (LTRO)]: operazioni di credito con scadenza superiore alla settimana eseguite dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le regolari operazioni mensili hanno scadenza tre mesi. Nella fase di turbolenza dei mercati finanziari iniziata nell'agosto 2007 sono state condotte operazioni aggiuntive con frequenza variabile e durata compresa tra un periodo di mantenimento delle riserve e un anno.

Operazione di rifinanziamento marginale [marginal lending facility]: operazione attivabile su iniziativa delle controparti messa a disposizione dall'Eurosistema, avente la forma di operazione temporanea mediante la quale controparti idonee possono ottenere dalla propria BCN, a un tasso di interesse predefinito, credito *overnight*. Il tasso dei prestiti concessi nell'ambito di tali operazioni rappresenta il limite superiore dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Operazione di rifinanziamento principale (ORP) [main refinancing operation (MRO)]: regolare operazione di mercato aperto eseguita dall'Eurosistema sotto forma di operazioni temporanee. Le operazioni di rifinanziamento principali sono effettuate tramite un'asta standard settimanale, solitamente con scadenza a una settimana.

Operazione temporanea [reverse transaction]: operazione mediante la quale una BCN acquista o vende attività a pronti con patto di vendita/riacquisto a termine, ovvero eroga credito a fronte di una garanzia.

Parità centrale (o tasso centrale) [central parity (or central rate)]: tassi di cambio di ciascuna valuta partecipante agli AEC II nei confronti dell'euro, rispetto ai quali sono definiti i margini di oscillazione previsti dagli AEC II.

Parità di potere d'acquisto (p.p.a.) [purchasing power parity (PPP)]: tasso di conversione di una valuta in un'altra tale da rendere identico il potere d'acquisto delle due divise, eliminando le differenze

dovute al livello dei prezzi prevalente in ciascun paese. Nella sua forma più semplice, la p.p.a. rappresenta il rapporto di prezzo in valuta nazionale dello stesso bene o servizio in diversi paesi.

Passività finanziarie a lungo termine delle IFM [*MFI longer-term financial liabilities*]: depositi con durata prestabilita superiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso superiore a tre mesi, titoli di debito emessi dalle IFM dell'area dell'euro con scadenza originaria superiore a due anni nonché capitale e riserve del settore delle IFM dell'area dell'euro.

Posizione patrimoniale sull'estero (p.p.e.) [*international investment position (i.i.p.)*]: valore e composizione delle consistenze di attività (o passività) finanziarie nette detenute da un'economia nei confronti del resto del mondo.

Prezzi alla produzione nell'industria [*industrial producer prices*]: i prezzi di fabbrica (i costi di trasporto non sono inclusi) di tutti i prodotti venduti dall'industria, escluse le costruzioni, sul mercato interno dei paesi dell'area dell'euro, al netto delle importazioni.

Prodotto interno lordo (PIL) [*gross domestic product (GDP)*]: il valore della produzione totale di beni e servizi di un'economia al netto dei consumi intermedi, più le imposte nette sui prodotti e sulle importazioni. Il PIL può essere scomposto per componenti di prodotto, di spesa e di reddito. I principali aggregati di spesa che compongono il PIL sono i consumi finali delle famiglie, i consumi finali collettivi, gli investimenti fissi lordi, la variazione delle scorte e le importazioni ed esportazioni di beni e servizi (compreso il commercio fra i paesi dell'area dell'euro).

Produttività del lavoro [*labour productivity*]: la produzione che può essere ottenuta con un dato *input* di lavoro. Essa si può misurare in diversi modi, ma di solito la misurazione viene effettuata dividendo il PIL (in volume) a prezzi costanti o per l'occupazione totale oppure per il totale delle ore lavorate.

Produzione industriale [*industrial production*]: il valore aggiunto lordo creato dall'industria a prezzi costanti.

Raccordo disavanzo-debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit-debt adjustment (general government)*]: la differenza tra il disavanzo e la variazione del debito delle amministrazioni pubbliche.

Rapporto debito pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt-to-GDP ratio (general government)*]: il rapporto tra il debito pubblico e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo.

Rapporto disavanzo pubblico/PIL (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit ratio (general government)*]: il rapporto tra il disavanzo delle amministrazioni pubbliche e il PIL ai prezzi di mercato correnti. Esso è oggetto di uno dei criteri di finanza pubblica previsti dall'articolo 126, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea al fine di definire l'esistenza di un disavanzo eccessivo. Viene anche definito rapporto disavanzo dei conti pubblici/PIL oppure saldo di bilancio in rapporto al PIL.

Redditi per occupato o per ora lavorata [*compensation per employee or per hour worked*]: la remunerazione totale, in denaro o in altra natura, che è pagabile dai datori di lavoro agli occupati, vale a dire i salari e gli stipendi lordi nonché le gratifiche, il pagamento degli straordinari e i contributi

previdenziali a carico dei datori di lavoro, divisa per il numero totale degli occupati o per il numero totale di ore lavorate.

Riserva obbligatoria [*reserve requirement*]: obbligo che impone agli enti creditizi di detenere un ammontare minimo a titolo di riserva presso la banca centrale in un periodo di mantenimento predefinito. L'ottemperanza a tale obbligo viene valutata sulla base della media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento.

Riserve ufficiali [*international reserves*]: attività sull'estero con disponibilità immediata e sotto il controllo delle autorità monetarie allo scopo di finanziare e regolare direttamente squilibri nei pagamenti attraverso interventi sui mercati dei cambi. Le riserve ufficiali dell'area dell'euro comprendono i crediti verso non residenti denominati in valuta diversa dall'euro, le riserve auree nonché i diritti speciali di prelievo e le posizioni di riserva presso il Fondo monetario internazionale detenuti dall'Eurosistema.

Società di assicurazione e fondi pensione [*insurance corporations and pension funds*]: settore che secondo la definizione del SEC 95 comprende tutte le società e le quasi-società finanziarie la cui funzione principale consiste nel fornire servizi di intermediazione finanziaria derivanti dalla trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi.

Società veicolo finanziaria (SVF) [*financial vehicle corporation (FVC)*]: entità la cui attività principale è l'effettuazione di cartolarizzazioni. Le SVF emettono, tipicamente, titoli negoziabili che sono offerti al pubblico o collocati presso privati. In alcuni casi, esse si limitano a detenere le attività cartolarizzate e provvedono a emettere i titoli per il tramite di una diversa entità, che è spesso a sua volta una SVF.

Stabilità dei prezzi [*price stability*]: è definita dal Consiglio direttivo come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Il Consiglio ha inoltre chiarito che, nel perseguimento della stabilità dei prezzi, si prefigge lo scopo di mantenere i tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento su un orizzonte di medio periodo.

Survey of Professional Forecasters (SPF): indagine trimestrale condotta dalla BCE sin dal 1999 presso un gruppo selezionato di esperti appartenenti a organismi del settore finanziario e non finanziario aventi sede nell'UE, finalizzata alla raccolta di previsioni macroeconomiche sull'inflazione, sulla crescita del PIL in termini reali e sulla disoccupazione nell'area dell'euro.

Svalutazione [*write-down*]: correzione al ribasso del valore di un prestito registrato nel bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto parzialmente irrecuperabile.

Tassi di cambio effettivi (TCE) dell'euro (nominali/reali) [*effective exchange rates (EERs) of the euro (nominal/real)*]: medie ponderate dei tassi di cambio bilaterali dell'euro nei confronti delle valute dei principali partner commerciali dell'area. Gli indici del TCE dell'euro sono calcolati rispetto a diversi gruppi di paesi partner: il TCE-20 (comprendente i 10 Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro e 10 partner commerciali al di fuori dell'UE) e il TCE-40 (composto dal TCE-20 più altri 20 paesi). I coefficienti di ponderazione riflettono la quota di ciascun partner nel commercio di prodotti manifatturieri dell'area e tengono conto della concorrenza sui mercati terzi. I TCE reali si ottengono dai TCE nominali corretti per la differenza tra l'andamento di un indice ponderato di prezzo o di costo estero e quello del corrispondente indice interno; essi misurano pertanto la competitività di prezzo o di costo.

Tassi di interesse delle IFM [*MFI interest rates*]: i tassi di interesse praticati dagli enti creditizi residenti e da altre IFM, escluse le banche centrali e i fondi comuni monetari, sui depositi denominati in euro e sui prestiti nei confronti delle famiglie e delle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro.

Tassi di interesse di riferimento della BCE [*key ECB interest rates*]: tassi di interesse fissati dal Consiglio direttivo, che riflettono l'orientamento di politica monetaria della BCE. Attualmente comprendono il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi presso la banca centrale.

Tasso di inflazione di pareggio [*break-even inflation rate*]: il differenziale tra il rendimento di una obbligazione nominale e quello di una obbligazione indicizzata all'inflazione, le cui scadenze siano uguali o quanto più possibile simili.

Tasso minimo di offerta [*minimum bid rate*]: limite inferiore fissato per i tassi di interesse a cui le controparti possono presentare le proprie offerte nelle aste a tasso variabile.

Titoli di stato indicizzati all'inflazione [*inflation-indexed government bonds*]: titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche; i pagamenti delle cedole e del capitale sono collegati a uno specifico indice dei prezzi al consumo.

Titolo di debito [*debt security*]: promessa da parte dell'emittente (prenditore) a effettuare uno o più pagamenti al detentore (prestatore) a una determinata data o a determinate date future. Questi titoli recano solitamente uno specifico tasso di interesse (cedola) e/o sono collocati con uno sconto rispetto all'ammontare dovuto alla scadenza. I titoli di debito con scadenza originaria superiore a un anno sono classificati come titoli a lungo termine.

Valore di riferimento per la crescita di M3 [*reference value for M3 growth*]: tasso di crescita sui dodici mesi di M3, considerato coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Volatilità [*volatility*]: grado di oscillazione di una variabile.

Volatilità implicita [*implied volatility*]: la volatilità attesa (cioè la deviazione standard) dei tassi di variazione dei prezzi di un'attività (ad es., un'azione o un'obbligazione). Può essere desunta dal prezzo dell'attività, dalla data di scadenza e dal prezzo di esercizio delle relative opzioni, nonché da un rendimento privo di rischio, utilizzando un modello per il calcolo dei prezzi delle opzioni, quale il modello Black-Scholes.

