



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

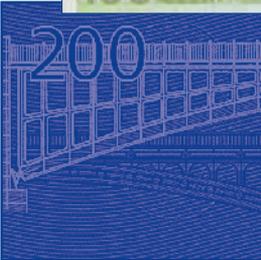
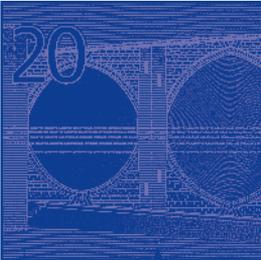
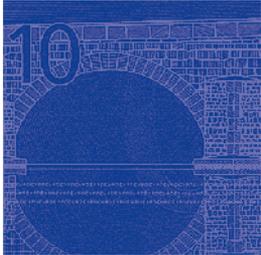
**BOLLETTINO MENSILE
DICEMBRE**





BANCA CENTRALE EUROPEA

EUROSISTEMA



BOLLETTINO MENSILE DICEMBRE 2011

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

© Banca centrale europea, 2011

Indirizzo

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Germany

Recapito postale

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Telefono

+49 69 1344 0

Sito internet

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

Fax

+49 69 1344 6000

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

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

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

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

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

*Stampato nel mese di dicembre 2011
presso la Divisione Editoria e 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

Andamento della finanza pubblica

Proiezioni macroeconomiche per l'area
dell'euro formulate dagli esperti
dell'Eurosistema

Riquadri:

- 1 Ulteriori misure non convenzionali di politica monetaria decise dal Consiglio direttivo l'8 dicembre 2011 **8**
- 2 La mobilità nel mercato del lavoro degli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale: un raffronto con l'area dell'euro, la Danimarca e la Svezia **16**
- 3 Andamenti recenti del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro **32**
- 4 Condizioni di liquidità e operazioni di politica monetaria nel periodo dal 10 agosto all'8 novembre 2011 **41**
- 5 La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano **48**
- 6 I risultati dell'indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro **57**
- 7 Revisioni delle previsioni nella *Survey of Professional Forecasters* della BCE: confronto tra fine 2011 e fine 2008 **66**
- 8 Volatilità del prodotto nell'area dell'euro **79**

- 9 Andamenti recenti del settore automobilistico nei principali paesi dell'area dell'euro **82**
- 10 Confronto tra gli andamenti recenti della produttività a livello settoriale nell'area dell'euro e negli Stati Uniti **93**
- 11 Entra in vigore il quadro rafforzato per la *governance* economica dell'UE **103**
- 12 La svalutazione fiscale: uno strumento di aggiustamento economico **106**
- 13 Ipotesi tecniche riguardanti i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi delle materie prime e le politiche di bilancio **109**
- 14 Previsioni formulate da altre organizzazioni **113**

STATISTICHE DELL'AREA DELL'EURO **SI**

ALLEGATI

- Cronologia delle misure di politica monetaria dell'Eurosistema **I**
- Il sistema Target (sistema trans-europeo automatizzato di trasferimento espresso con regolamento lordo in tempo reale) **V**
- Pubblicazioni prodotte dalla Banca centrale europea **VII**
- Glossario **VII**

SIGLARIO

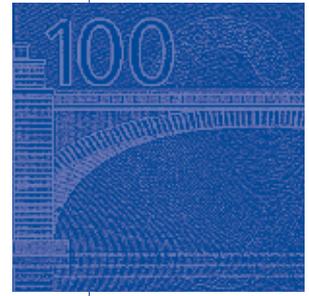
PAESI

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 dell'8 dicembre, sulla base della consueta analisi economica e monetaria il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre di 25 punti base i tassi di interesse di riferimento della BCE, dopo la diminuzione di pari entità dello scorso 3 novembre. L'inflazione si manterrà probabilmente oltre il 2 per cento per diversi mesi a venire, prima di scendere al di sotto di tale livello. L'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari continua a frenare l'attività economica nell'area dell'euro e le prospettive restano soggette a elevata incertezza e considerevoli rischi al ribasso. In tali circostanze le pressioni su costi, salari e prezzi nell'area dell'euro dovrebbero rimanere modeste nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. Allo stesso tempo il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta moderato. Nel complesso è 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.

Nel suo continuo impegno a sostenere le condizioni di liquidità delle banche nell'area dell'euro e dopo l'intervento concertato tra banche centrali del 30 novembre scorso volto a erogare liquidità al sistema finanziario mondiale, il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di adottare ulteriori misure non convenzionali. Tali misure dovrebbero favorire l'accesso del settore bancario alla liquidità e agevolare il funzionamento del mercato monetario dell'area dell'euro; dovrebbero, secondo le attese, promuovere l'offerta di credito alle famiglie e alle società non finanziarie. In tale contesto il Consiglio direttivo ha assunto le seguenti decisioni ¹⁾.

In primo luogo, saranno condotte due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a 36 mesi e opzione di rimborso anticipato dopo un anno. Le operazioni si svolgeranno mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti.

Si applicherà un tasso corrispondente alla media dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali eseguite nell'arco della durata della rispettiva operazione. Gli interessi saranno corrisposti alla scadenza dell'operazione pertinente.

In secondo luogo, la disponibilità di garanzie verrà ampliata abbassando la soglia di *rating* per alcune cartolarizzazioni (*asset backed securities*, ABS). Oltre alle ABS già stanziabili come garanzie nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, saranno ammesse anche le ABS con un secondo migliore *rating* non inferiore a "singola A" nella scala armonizzata di qualità creditizia dell'Eurosistema all'emissione, e in ogni momento successivo, e le cui attività sottostanti siano costituite da mutui ipotecari su immobili residenziali e prestiti a piccole e medie imprese. Inoltre, alle banche centrali nazionali sarà consentito accettare come garanzie, in via temporanea, ulteriori crediti (segnatamente prestiti bancari) che non siano in sofferenza (*performing*) e che soddisfino precisi criteri di idoneità. La responsabilità inerente all'accettazione di tali crediti è in capo alla banca centrale nazionale che ne autorizza l'uso.

In terzo luogo, il coefficiente di riserva, attualmente pari al 2 per cento, sarà ridotto all'1 per cento, liberando in tal modo garanzie e sostenendo l'attività nel mercato monetario. A seguito della politica di piena aggiudicazione degli importi richiesti adottata nelle operazioni di rifinanziamento della BCE e delle modalità di ricorso a questa opzione da parte delle banche, il regime di riserva obbligatoria non è altrettanto necessario che in circostanze normali al fine di influenzare le condizioni nel mercato monetario.

Infine, quale misura tecnica volta a sostenere l'attività nel mercato monetario, saranno per il momento sospese le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) condotte l'ultimo giorno di ogni periodo di mantenimento.

1) Per maggiori informazioni, cfr. il comunicato stampa dell'8 dicembre *ECB announces measures to support bank lending and money market activity*.

Come dichiarato in precedenti occasioni, tutte le misure non convenzionali di politica monetaria sono, per come strutturate, di natura temporanea.

Per quanto riguarda l'analisi economica, nell'area dell'euro il tasso di crescita del PIL in termini reali si è collocato allo 0,2 per cento sul periodo precedente nel terzo trimestre del 2011, invariato rispetto al secondo trimestre. I risultati delle indagini congiunturali indicano un indebolimento dell'attività economica nel quarto trimestre dell'anno. Una serie di fattori sembra frenare la dinamica di fondo della crescita dell'area dell'euro, tra cui il rallentamento della domanda mondiale e gli effetti negativi sulle condizioni complessive di finanziamento e sulla fiducia derivanti dalle tensioni in atto in alcuni mercati del debito sovrano dell'area, nonché il processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario. Al tempo stesso il Consiglio direttivo si attende che nel corso del prossimo anno l'attività economica dell'area dell'euro registri una ripresa, seppure molto graduale, favorita dalla tenuta della domanda mondiale, dai tassi di interesse a breve termine assai contenuti e da tutte le misure prese per sostenere il funzionamento del settore finanziario.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di questo mese, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, che prevedono un tasso annuo di variazione del PIL in termini reali compreso tra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011, tra il -0,4 e l'1,0 nel 2012 e tra lo 0,3 e il 2,3 l'anno seguente. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di settembre degli esperti della BCE, l'intervallo di valori della crescita del PIL per il 2011 risulta più ristretto, mentre quello per il 2012 è stato modificato al ribasso in misura significativa. Tali revisioni riflettono soprattutto sia l'impatto del deterioramento del clima di fiducia e delle condizioni di finanziamento sulla domanda interna, generato dalla maggiore incertezza connessa alla crisi del debito sovrano, sia le correzioni al ribasso della domanda esterna.

Il Consiglio direttivo ritiene che vi siano considerevoli rischi al ribasso per le prospettive

economiche nell'area dell'euro, in un contesto di elevata incertezza. I rischi al ribasso sono connessi, in particolare, al fatto che le tensioni si intensifichino ancora nei mercati finanziari dell'area, nonché alla loro potenziale propagazione all'economia reale nell'area dell'euro; inoltre riguardano l'economia mondiale, che potrebbe risultare più debole delle attese, nonché le spinte protezionistiche e una possibile correzione disordinata degli squilibri internazionali.

Per quanto concerne gli andamenti 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 novembre, invariato rispetto ai due mesi precedenti. L'inflazione persiste su livelli elevati dalla fine dello scorso anno, sospinta principalmente dai rincari dell'energia e delle altre materie prime. In prospettiva, è probabile che si mantenga oltre il 2 per cento per diversi mesi a venire, prima di scendere al di sotto di tale livello. Questa evoluzione riflette l'aspettativa che, a fronte di una più debole crescita dell'attività sia nell'area sia su scala mondiale, restino modeste anche le pressioni di fondo su costi, salari e prezzi nell'area dell'euro.

Questa valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di questo mese, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano un tasso annuo di inflazione armonizzata compreso in un intervallo del 2,6-2,8 per cento nel 2011, dell'1,5-2,5 nel 2012 e dello 0,8-2,2 nel 2013. Rispetto alle proiezioni di settembre degli esperti della BCE, gli intervalli di valori per il 2011 e il 2012 presentano una lieve correzione verso l'alto, riconducibile all'effetto al rialzo dei più elevati prezzi in euro del petrolio e del maggiore contributo delle imposte indirette. Tale effetto dovrebbe, secondo le attese, più che compensare gli aggiustamenti al ribasso dei margini di profitto e della dinamica salariale connessi alla revisione verso il basso dell'attività economica.

Il Consiglio direttivo continua a ritenere che le prospettive di medio periodo per l'andamento dei prezzi siano soggette a rischi sostanzialmente bilanciati. I rischi verso l'alto riguardano in

particolare ulteriori 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.

Passando all'analisi monetaria, in ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi di M3 è diminuito al 2,6 per cento, dal 3,0 di settembre. Il tasso di incremento dei prestiti al settore privato, corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni, è aumentato al 3,0 per cento in ottobre, dal 2,7 di settembre. Come nei due mesi precedenti, i dati monetari per ottobre riflettono la maggiore incertezza nei mercati finanziari.

Dal lato delle contropartite, i tassi di incremento sui dodici mesi dei prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie, corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni, sono rimasti sostanzialmente invariati in ottobre, rispettivamente al 2,3 e al 2,5 per cento. I tassi di variazione non corretti risultano inferiori a causa delle rilevanti attività di cartolarizzazione in quel mese. Nel complesso, i dati sui prestiti non suggeriscono che le accresciute tensioni nei mercati finanziari abbiano inciso in misura significativa sull'offerta di credito fino a ottobre. Tuttavia, dato il ritardo con cui si possono manifestare gli effetti sull'offerta di credito, sarà necessario esaminare con attenzione gli andamenti creditizi nel prossimo periodo.

Nell'adeguata prospettiva di medio termine e guardando oltre la volatilità di breve periodo, il ritmo dell'espansione monetaria di fondo resta, nel complesso, moderato.

La solidità dei bilanci bancari sarà un fattore chiave per contenere la spirale negativa che si potrebbe innescare a seguito delle tensioni nei mercati finanziari, agevolando un'adeguata offerta di credito all'economia nel corso del tempo. L'accordo raggiunto il 26 ottobre dal Consiglio europeo di rafforzare la posizione patrimoniale delle banche incrementando al 9% il requisito del patrimonio di base (Tier 1) entro la fine di giugno 2012 dovrebbe migliorare la capacità di tenuta del settore bancario dell'area

dell'euro nel medio periodo. A tale riguardo, è essenziale che le autorità nazionali di vigilanza assicurino che i piani di ricapitalizzazione delle banche siano attuati senza produrre un'evoluzione sfavorevole per il finanziamento dell'attività economica nell'area dell'euro.

In sintesi, l'inflazione si manterrà probabilmente oltre il 2 per cento per diversi mesi a venire, prima di scendere al di sotto di tale livello. L'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari continua a frenare l'attività economica nell'area dell'euro e le prospettive restano soggette a elevata incertezza e considerevoli rischi al ribasso. In tali circostanze le pressioni su prezzi, costi e salari nell'area dell'euro dovrebbero rimanere modeste nell'orizzonte rilevante per la politica monetaria. La verifica incrociata con le indicazioni derivanti dall'analisi monetaria conferma questo quadro, caratterizzato da un ritmo ancora moderato dell'espansione monetaria di fondo.

Per quanto concerne le politiche di bilancio, i governi di tutti i paesi dell'area dell'euro devono urgentemente adoperarsi al massimo per la sostenibilità dei conti pubblici nell'intera area. Un nuovo patto di bilancio (*fiscal compact*), che coniughi una fondamentale ridefinizione delle regole di bilancio e gli impegni assunti dai governi dei paesi dell'area con riferimento alle finanze pubbliche, è il presupposto più importante per il ripristino del normale funzionamento dei mercati finanziari. I responsabili delle politiche devono correggere i disavanzi eccessivi e puntare al conseguimento del pareggio di bilancio nei prossimi anni precisando e attuando le misure di aggiustamento necessarie. Ciò sosterrà la fiducia del pubblico nella validità dell'azione intrapresa sul piano delle politiche, giovando al clima economico generale.

Per accompagnare il riequilibrio dei conti pubblici, il Consiglio direttivo ha ripetutamente invocato riforme strutturali audaci e ambiziose. Procedendo di pari passo, il risanamento di bilancio e le riforme strutturali rafforzerebbero la fiducia, le prospettive di crescita e la creazione di posti di lavoro. Occorre dare immediata attuazione a riforme fondamentali per aiutare i

paesi dell'area dell'euro ad accrescere la competitività, a promuovere la flessibilità delle loro economie e a migliorare il potenziale di crescita a più lungo termine. Gli esiti della riunione del Consiglio europeo dell'8-9 dicembre rappresentano un passo importante in questa direzione.

Le riforme del mercato del lavoro si dovrebbero incentrare sulla rimozione delle rigidità e su una più ampia flessibilità salariale. Quanto ai mercati dei beni e servizi, gli interventi di riforma dovrebbero vertere sulla piena apertura dei mercati al fine di rafforzare la concorrenza.

Riquadro I

ULTERIORI MISURE NON CONVENZIONALI DI POLITICA MONETARIA DECISE DAL CONSIGLIO DIRETTIVO L'8 DICEMBRE 2011

L'8 dicembre 2011 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso diverse misure intese a prevenire effetti avversi sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria derivanti dalle tensioni in atto in alcuni segmenti dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Tali tensioni potrebbero ostacolare la trasmissione della politica monetaria dell'Eurosistema e, quindi, la sua capacità di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area. Le misure non sono finalizzate a influenzare l'orientamento della politica monetaria.

In particolare, il Consiglio direttivo ha deciso di ampliare l'offerta di rifinanziamento conducendo due operazioni con scadenza a 36 mesi per sostenere l'offerta di credito all'economia dell'area dell'euro. Questa misura fa fronte al rischio che persistenti tensioni nei mercati finanziari possano pregiudicare la capacità delle banche dell'area di ottenere fondi su orizzonti temporali più lunghi. In tal modo l'Eurosistema assicurerà che le banche continueranno ad avere accesso a una provvista stabile con scadenza più lunghe. Ciò fornirà un sostegno fondamentale alle attività di prestito limitando l'impatto delle difficili condizioni nei mercati della raccolta sulle banche dell'area. Inoltre, dopo un anno le banche potranno rimborsare gli importi in essere ricevuti in queste operazioni; tale opzione conferisce loro ampia flessibilità, agevolando la gestione delle passività.

Il Consiglio direttivo ha annunciato inoltre un ampliamento temporaneo dell'elenco delle garanzie per quanto riguarda i titoli, nonché l'intenzione di promuovere l'uso dei crediti (prestiti bancari) quali garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema. Anche queste misure sono intese a sostenere i prestiti bancari aumentando l'ammontare delle attività nei bilanci delle banche dell'area che possono essere utilizzate per ottenere finanziamento presso la banca centrale. Ampliare l'elenco delle garanzie contribuisce a migliorare la portata della procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti (anche nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine supplementari), limitando l'impatto delle tensioni nei mercati finanziari sull'accesso al credito della banca centrale. L'elenco delle garanzie includerà pertanto prestiti cartolarizzati all'economia reale e prestiti non cartolarizzati (rispettivamente *asset backed securities* - ABS e crediti). Le banche dell'area potranno così disporre di un accesso più immediato al finanziamento dell'Eurosistema grazie all'uso diretto di attività connesse alle loro operazioni di prestito.

Per quanto riguarda i crediti, il Consiglio direttivo ha deciso di accettare come garanzie, in via provvisoria, quelli valutati idonei a livello nazionale. Benché la grande maggioranza delle banche dell'area dell'euro non lamenti attualmente carenze di garanzie, questa misura consente un rapido ampliamento delle stesse, a scopo precauzionale, al fine di contrastare il rischio di una carenza più generalizzata derivante da persistenti tensioni nei mercati finanziari. Le banche centrali nazionali applicheranno determinati criteri di idoneità nella loro valutazione dei crediti. Il

Consiglio direttivo vedrebbe con favore un uso più esteso dei crediti quali garanzie nelle operazioni dell'Eurosistema sulla base di criteri armonizzati. A tal fine l'Eurosistema intende rafforzare le proprie capacità interne di valutazione della qualità creditizia ed esorta i potenziali soggetti esterni specializzati nella valutazione del merito di credito, nonché le banche commerciali che ricorrono a un sistema basato sui *rating* interni ad adoperarsi ai fini dell'ammissione nel quadro di riferimento da esso stabilito (*Eurosystem credit assessment framework*, ECAF).

Il Consiglio direttivo ha deciso altresì misure volte a promuovere l'attività nei mercati monetari. L'adeguato funzionamento dei mercati monetari dell'area dell'euro è essenziale per assicurare che gli impulsi di politica monetaria siano trasmessi attraverso il sistema bancario all'economia dell'area. Esso ha pertanto deliberato di sospendere le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) svolte alla fine dei periodi di mantenimento. Queste operazioni, che in condizioni di liquidità equilibrate, contribuiscono a limitare la volatilità dei tassi di mercato monetario a breve termine, soprattutto l'ultimo giorno del periodo di mantenimento, non sono necessarie nelle circostanze attuali, dato l'eccesso di liquidità presente a livello aggregato. Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di ridurre in via temporanea il coefficiente di riserva dal 2 all'1 per cento per incentivare maggiormente gli agenti economici a operare sui mercati monetari; questa misura infatti accresce per le banche il costo di detenere riserve di liquidità, che rappresentano un'alternativa alle operazioni sui mercati monetari per attenuare gli shock di liquidità all'interno del periodo di mantenimento. In tale contesto, va osservato che sotto il profilo tecnico la riserva obbligatoria non è necessaria in presenza di un eccesso di liquidità. Questa misura oltretutto fa aumentare le garanzie disponibili per le banche, poiché riduce il fabbisogno di liquidità delle stesse nei confronti dell'Eurosistema e quindi l'ammontare delle garanzie da stanziare.

Il Consiglio direttivo è dell'avviso che tali misure siano essenziali per salvaguardare l'efficacia del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. In particolare, contribuiranno a rimuovere gli ostacoli all'accesso al finanziamento nell'economia derivanti dalle ripercussioni della crisi del debito sovrano sui mercati di raccolta delle banche e sulla valutazione delle attività. Le misure concorreranno così a preservare l'accesso al credito per famiglie, società non finanziarie e intermediari finanziari a condizioni favorevoli, contribuendo quindi a mantenere la stabilità dei prezzi a medio termine nell'area dell'euro.

ANDAMENTI ECONOMICI E MONETARI

I IL CONTESTO ESTERNO ALL'AREA DELL'EURO

La crescita dell'economia mondiale ha continuato a perdere slancio negli ultimi mesi. Sullo sfondo delle maggiori incertezze e dell'intensificarsi delle tensioni nei mercati finanziari, il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori si è ulteriormente deteriorato a livello internazionale. Tali andamenti hanno impedito il dispiegarsi degli effetti positivi provenienti dal venir meno delle turbative lungo la catena produttiva provocate dal terremoto che ha colpito la parte orientale del Giappone. Guardando al futuro, permangono significative difficoltà strutturali – in particolare nelle economie avanzate – che dovrebbero frenare la ripresa mondiale a medio termine. Nei paesi emergenti la recente moderazione della crescita dovrebbe contribuire a mitigare le pressioni di surriscaldamento. L'inflazione resta contenuta nelle economie avanzate, seppure in lieve aumento negli ultimi mesi. Per contro, in alcuni dei paesi emergenti si continuano a rilevare pronunciate pressioni inflazionistiche di fondo nonostante un modesto calo dei tassi di inflazione nel periodo recente.

I.1 ANDAMENTI DELL'ECONOMIA MONDIALE

Il rallentamento del PIL dell'OCSE allo 0,3 per cento sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2011 è in parte riconducibile a una serie di fattori transitori, quali le turbative lungo le catene produttive mondiali derivanti dalla calamità naturale in Giappone e l'effetto frenante degli elevati prezzi delle materie prime sul reddito disponibile nelle principali economie avanzate. Se il graduale venir meno di questi fattori ha fornito un certo impulso alla crescita nel terzo trimestre, portandola allo 0,6 per cento sul periodo precedente nell'insieme dei paesi dell'OCSE, le rinnovate tensioni nei mercati finanziari sono tornate a pesare sull'attività globale. Permangono difficoltà strutturali che dovrebbero continuare a moderare il ritmo di espansione dell'economia su scala internazionale nel medio periodo e che sono principalmente connesse alla perdurante necessità di azioni di risanamento dei bilanci nel settore pubblico e privato e alla persistente debolezza del mercato immobiliare e di quello del lavoro in alcune delle principali economie avanzate.

Figura 1 PMI manifatturiero mondiale

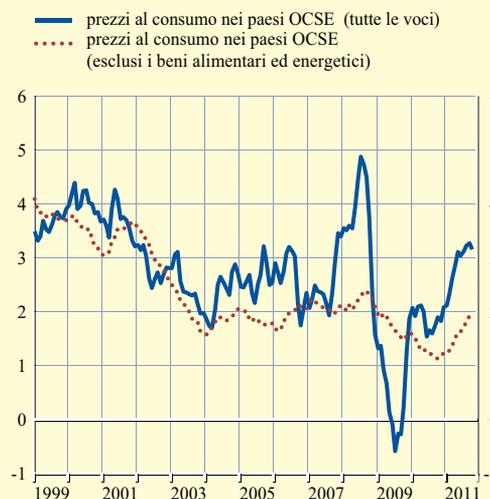
(indice di diffusione; dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Markit.

Figura 2 Andamenti dei prezzi internazionali

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



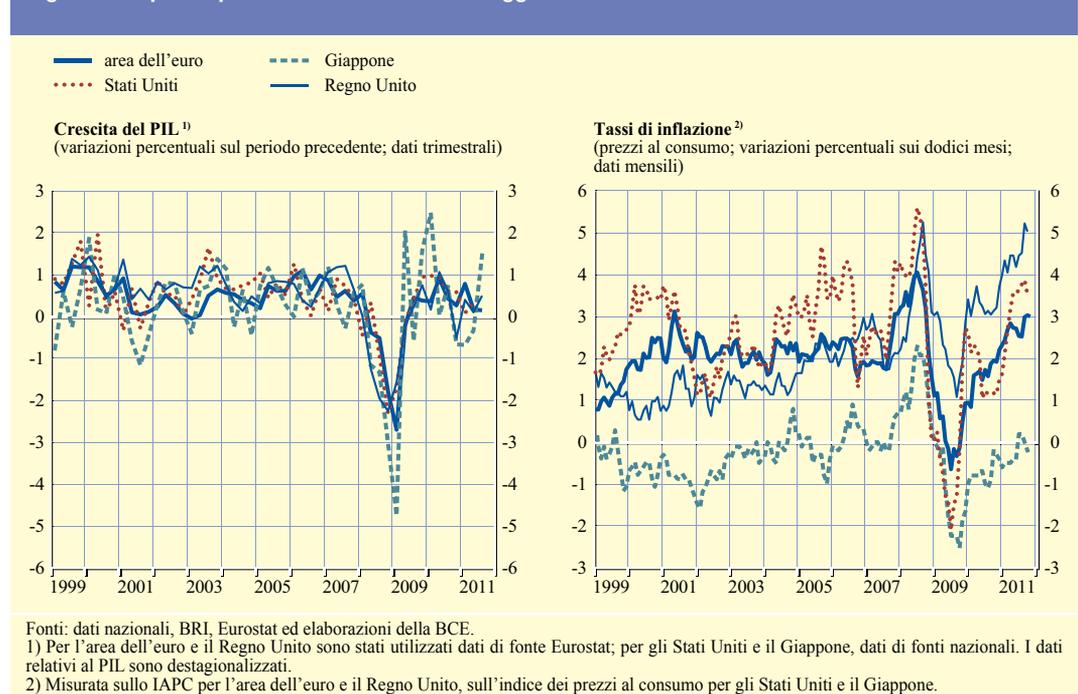
Fonte: OCSE.

L'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari ha influito in senso negativo sul clima di fiducia delle imprese e dei consumatori a livello mondiale e gli indicatori e i risultati delle indagini congiunturali segnalano che l'economia globale ha continuato a perdere slancio. Il calo della fiducia delle imprese è evidenziato dall'indice mondiale complessivo dei responsabili degli acquisti (PMI), che nei tre mesi fino a novembre 2011 è sceso su un livello medio di 51,8: pur attestandosi al di sotto della media riferita alla prima metà dell'anno, tale valore resta ben al di sopra del minimo osservato al culmine della crisi finanziaria mondiale alla fine del 2008. Nel corso dell'anno la produzione industriale ha rallentato notevolmente su scala internazionale, in linea con la debole dinamica del PMI per il settore manifatturiero. L'indagine PMI mostra altresì una crescita ancora stagnante dei nuovi ordinativi. Anche il clima di fiducia dei consumatori è peggiorato nei diversi paesi: negli Stati Uniti gli indicatori sono scesi su livelli molto negativi; nel Regno Unito e in Giappone sono ugualmente piuttosto bassi, benché superiori ai minimi registrati all'apice della crisi finanziaria mondiale.

Le ultime statistiche disponibili sul commercio internazionale segnalano una dinamica debole, in linea con gli andamenti dell'economia globale. Anche se i dati recenti relativi alla componente dei beni fino a settembre indicano una certa stabilizzazione dell'interscambio mondiale, tale risultato riflette verosimilmente l'impatto positivo del graduale venir meno delle turbative lungo le filiere produttive nel terzo trimestre. Il PMI mondiale relativo ai nuovi ordinativi dall'estero si è mantenuto estremamente basso, a segnalare la perdurante debolezza del commercio internazionale. Tale evoluzione è anche sostanzialmente coerente con quella di altri indicatori del commercio, quali i volumi di merci spedite per via aerea e marittima. Ciò starebbe nell'insieme a indicare che la crescita dell'interscambio mondiale e della domanda estera dell'area dell'euro è rimasta soggetta a vincoli nella seconda metà di quest'anno.

L'inflazione complessiva sui dodici mesi è rimasta relativamente contenuta nelle economie avanzate nonostante sia leggermente aumentata negli ultimi mesi. Nell'area dell'OCSE è scesa lievemente

Figura 3 | I principali andamenti delle maggiori economie industrializzate



in ottobre, al 3,2 per cento (dal 3,3 del mese precedente), mentre il tasso calcolato al netto dei beni alimentari ed energetici ha registrato un leggero incremento portandosi al 2,0 per cento (dall'1,9 di settembre). Le pressioni inflazionistiche di fondo restano invece pronunciate, nonostante un modesto calo dei tassi di inflazione nelle economie emergenti.

STATI UNITI

Negli Stati Uniti l'economia ha acquisito slancio nel terzo trimestre del 2011, dopo essere cresciuta a ritmi lenti nella prima metà dell'anno. Stando alla seconda stima del Bureau of Economic Analysis, il PIL in termini reali è salito del 2,0 per cento sul periodo corrispondente (0,5 per cento sul periodo precedente). Tale stima è inferiore alla precedente, ma resta superiore all'1,3 per cento in ragione d'anno osservato nel secondo trimestre. Da un esame delle sue diverse componenti emerge che nel terzo trimestre la crescita è stata favorita dall'espansione della spesa per consumi, riconducibile alla ripresa degli acquisti di beni durevoli, e dagli investimenti delle imprese (soprattutto in attrezzature e *software*), mentre gli investimenti in edilizia residenziale sono rimasti deboli.

Con riferimento ai prezzi, l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è scesa al 3,5 per cento in ottobre (dal 3,9 di settembre), il livello più basso da aprile. Dopo essersi dimostrata più persistente del previsto per alcuni mesi, agli inizi dell'ultimo trimestre dell'anno ha preso a calare per motivi principalmente riconducibili alla moderazione dei corsi delle materie prime. L'indice IPC al netto della componente alimentare ed energetica è lievemente aumentato, al 2,1 per cento sui dodici mesi, dal 2,0 di agosto e settembre. Gli andamenti recenti dell'inflazione di fondo rispecchiano in parte una certa stabilizzazione della crescita dei canoni locativi, in linea con le tensioni nel mercato delle abitazioni, dopo gli incrementi sostenuti osservati dalla metà del 2010.

Si prevede in prospettiva che la ripresa proceda a ritmi analoghi nell'ultimo trimestre di quest'anno, per poi moderarsi lievemente agli inizi del 2012. Da un lato il venir meno di alcune difficoltà temporanee, quali le turbative lungo le catene produttive risultanti dal terremoto nella parte orientale del Giappone e le pressioni derivanti dagli elevati prezzi delle materie prime, dovrebbe esercitare un impatto positivo nel breve periodo. La debolezza nel mercato delle abitazioni e in quello del lavoro, la necessità di proseguire l'azione di risanamento dei bilanci delle famiglie e gli effetti ricchezza negativi dovuti agli andamenti avversi nei mercati finanziari dovrebbero dall'altro lato influire in modo più duraturo sul ritmo di espansione dell'economia a medio termine. Si prevede inoltre che l'evoluzione delle finanze pubbliche eserciti una significativa azione di freno sulla crescita nel 2012, poiché è improbabile che vengano prorogate alcune misure temporanee quali gli sgravi di imposta sui salari dei lavoratori dipendenti e l'estensione dei sussidi di disoccupazione. A ciò si aggiunge che le prospettive di bilancio continuano a destare preoccupazioni, come attesta l'incapacità della commissione bipartitica di concordare provvedimenti intesi a ridimensionare il disavanzo e portare il debito pubblico su un percorso sostenibile. Per quanto concerne i prezzi, l'arresto dell'incremento dei corsi delle materie prime e il perdurante margine di capacità inutilizzata nel mercato dei beni e servizi e in quello del lavoro dovrebbero continuare a limitare le pressioni al rialzo sui prezzi e a ridurre l'inflazione.

Il 2 novembre il Federal Open Market Committee ha dichiarato che continua ad attendersi una crescita economica moderata nei prossimi trimestri, nonostante il lieve rafforzamento osservato nel terzo trimestre. In tale contesto ha deciso di mantenere inalterato l'obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds entro un intervallo compreso tra zero e 0,25 per cento e prevede che le condizioni economiche giustifichino valori eccezionalmente bassi di tale tasso almeno fino alla metà del 2013. Il Comitato continuerà inoltre ad attuare il suo programma di estensione della scadenza me-

dia dei titoli da esso detenuti, come annunciato in settembre, e mantiene le attuali politiche intese a reinvestire in *mortgage-backed securities* (MBS) delle agenzie i proventi dei rimborsi in conto capitale degli strumenti di debito e degli MBS delle agenzie e rinnovare in asta i titoli del Tesoro in scadenza.

GIAPPONE

In Giappone la stima preliminare dei dati di contabilità nazionale relativi al terzo trimestre del 2011 conferma la notevole ripresa dell'economia dopo il terremoto che ha colpito la parte orientale del paese in marzo. Il PIL in termini reali è cresciuto dell'1,5 per cento (sul periodo precedente), dopo tre trimestri di calo. Il recupero dell'attività è stato generalizzato e sorretto dall'aumento della domanda interna e dalla forte progressione delle esportazioni nette nel contesto del processo di ricostituzione delle scorte all'estero, che si era indebolito per le turbative lungo le filiere produttive risultanti dal sisma. Per quanto concerne la domanda interna, i consumi privati hanno continuato a evidenziare un'espansione solida e gli investimenti delle imprese sono moderatamente aumentati. Gli investimenti in edilizia residenziale hanno messo a segno una robusta ripresa, favoriti in parte dall'opera di ricostruzione nelle zone colpite dalla calamità e da fattori temporanei connessi alla scadenza di un programma di incentivi per le ristrutturazioni ecologiche in luglio.

Si ritiene che l'economia abbia subito un rallentamento significativo nel quarto trimestre del 2011, come reazione all'indebolimento della domanda mondiale e all'apprezzamento dello yen. In ottobre la produzione industriale è salita del 2,4 per cento (rispetto al mese precedente, su base destagionalizzata), dopo il forte calo (3,3 per cento) di settembre; le esportazioni di beni in termini reali si sono ridotte per la prima volta dal terremoto (del 4,8 per cento, sul periodo precedente), mentre le importazioni sono aumentate (del 4,7 per cento, sul periodo precedente). La domanda connessa alla ricostruzione e l'attuazione del terzo bilancio supplementare dovrebbero in prospettiva sorreggere la crescita del PIL, mentre l'ulteriore indebolimento della domanda mondiale potrebbe agire in senso negativo.

Per quanto concerne i prezzi al consumo, in ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è scesa ulteriormente, a -0,2 per cento, rispecchiando il venir meno di un effetto base derivante dall'aumento dell'aliquota di imposta sulle sigarette a ottobre del 2010. Il tasso calcolato al netto degli alimentari freschi è sceso in territorio negativo per la prima volta da giugno, a -0,1 per cento, mentre quello ottenuto escludendo gli alimentari freschi e i beni energetici è sceso a -1,0 per cento (da -0,4 in settembre). Nell'ultima riunione di politica monetaria, tenutasi il 30 novembre, 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 tra lo zero e lo 0,1 per cento.

REGNO UNITO

Nel Regno Unito l'attività economica è rimasta moderata. Nel terzo trimestre del 2011 il PIL in termini reali è salito dello 0,5 per cento, sorretto principalmente dall'accumulo delle scorte e riflettendo in larga parte il venir meno di alcuni fattori transitori presenti nel secondo trimestre (quali una festività aggiuntiva). Gran parte degli indicatori delle indagini presso le imprese e le famiglie si è mantenuta debole negli ultimi mesi. Anche la situazione del mercato del lavoro è peggiorata e il tasso di disoccupazione è salito all'8,3 per cento nel terzo trimestre. Nel breve periodo è probabile che il ritmo di crescita resti nell'insieme contenuto, anche se le azioni di stimolo della politica monetaria dovrebbero in prospettiva 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 sulla crescita della domanda interna. È

altresi probabile che il peggioramento delle prospettive per la domanda estera pesi sulla dinamica delle esportazioni.

L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è rimasta elevata nel periodo recente e in ottobre è scesa al 5,0 per cento, dal 5,2 di settembre. L'indice dei prezzi al consumo (IPC) calcolato al netto dei beni energetici e dei prodotti alimentari non trasformati è diminuito di 0,1 punti percentuali, portandosi al 3,8 per cento. Nel breve periodo è probabile che l'inflazione si mantenga su livelli elevati. In prospettiva, tuttavia, il graduale venir meno di determinati fattori temporanei (i precedenti 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 dovrebbero contribuire ad attenuare le spinte inflazionistiche. Il Monetary Policy Committee della Bank of England ha mantenuto invariato allo 0,5 per cento il tasso ufficiale corrisposto sulle riserve delle banche commerciali e il 10 novembre ha deciso di lasciare inalterato a 275 miliardi di sterline lo stock previsto dal programma di acquisto di titoli finanziato con l'emissione di riserve della banca centrale, dopo averne stabilito un'espansione di 75 miliardi in ottobre.

ALTRI STATI MEMBRI DELL'UE

Negli altri Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro la crescita economica ha continuato a rafforzarsi durante gli ultimi trimestri e in diversi casi si è mantenuta robusta anche nel terzo, principalmente in ragione di fattori transitori (quali l'aumento della domanda estera e il buon andamento del settore agricolo). Guardando al futuro, le prospettive per l'economia si sono deteriorate riflettendo in parte gli effetti di propagazione dall'area dell'euro e le peggiori condizioni di finanziamento esterno.

In Svezia e Danimarca il PIL in termini reali è salito rispettivamente dello 0,9 e 1,0 per cento nel secondo trimestre, sostenuto in larga parte dalla domanda interna. L'inflazione misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è stata rispettivamente pari all'1,1 e 2,7 per cento in ottobre.

Nei principali paesi dell'Europa centrale e orientale la ripresa è proseguita negli ultimi trimestri. Le prospettive di crescita si sono tuttavia notevolmente deteriorate, riflettendo in parte l'indebolimento dell'attività nei principali mercati di esportazione nell'area dell'euro e le peggiori condizioni di finanziamento esterno. Il tasso di espansione del PIL in termini reali sul periodo precedente è salito allo 0,6 per cento in Ungheria e all'1,9 per cento in Romania nel terzo trimestre, ma tale andamento ha riflesso soprattutto fattori transitori (quali i risultati eccezionalmente positivi del settore agricolo). Nella Repubblica Ceca è rimasto stagnante e in Polonia si è mantenuto invece vigoroso, all'1 per cento sul periodo precedente. Le statistiche congiunturali sugli indicatori dell'attività e del commercio segnalano nel complesso un sensibile rallentamento. L'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC è diminuita costantemente negli ultimi mesi e in ottobre è stata pari al 3,8 per cento in Ungheria e al 3,6 per cento in Romania (per motivi in parte riconducibili a effetti base e alla moderazione dei prezzi delle materie prime). Nella Repubblica Ceca è salita lievemente in ottobre, al 2,6 per cento, da un livello piuttosto basso nel confronto con gli altri paesi della regione; in Polonia è rimasta compresa fra il 3,5 e il 4 per cento negli ultimi mesi. In prospettiva, le variazioni dell'aliquota IVA e dei prezzi amministrati dovrebbero temporaneamente accrescere l'inflazione complessiva misurata sullo IAPC in tutti questi paesi a eccezione della Polonia.

Nelle economie più piccole dell'Europa centrale e orientale il prodotto ha continuato a espandersi a ritmi vigorosi nel terzo trimestre, ma dovrebbe rallentare nei trimestri successivi a causa dei fattori indicati in precedenza. In questi paesi la crescita è stata trainata principalmente dalle esportazio-

ni. Vi hanno tuttavia contribuito in misura crescente anche determinanti interne (quali i consumi privati) nonostante gli elevati tassi di disoccupazione, soprattutto in Lettonia e Lituania (per una disamina della mobilità del lavoro negli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale, cfr. inoltre il riquadro 2). L'inflazione è rimasta elevata (al di sopra del 4 per cento) nei paesi baltici e si è mantenuta attorno al 3 per cento in Bulgaria. In prospettiva, se ne prevede una moderazione a causa dell'indebolimento della crescita e di effetti base.

Riquadro 2

LA MOBILITÀ NEL MERCATO DEL LAVORO DEGLI STATI MEMBRI DELL'UE DELL'EUROPA CENTRALE E ORIENTALE: UN RAFFRONTO CON L'AREA DELL'EURO, LA DANIMARCA E LA SVEZIA

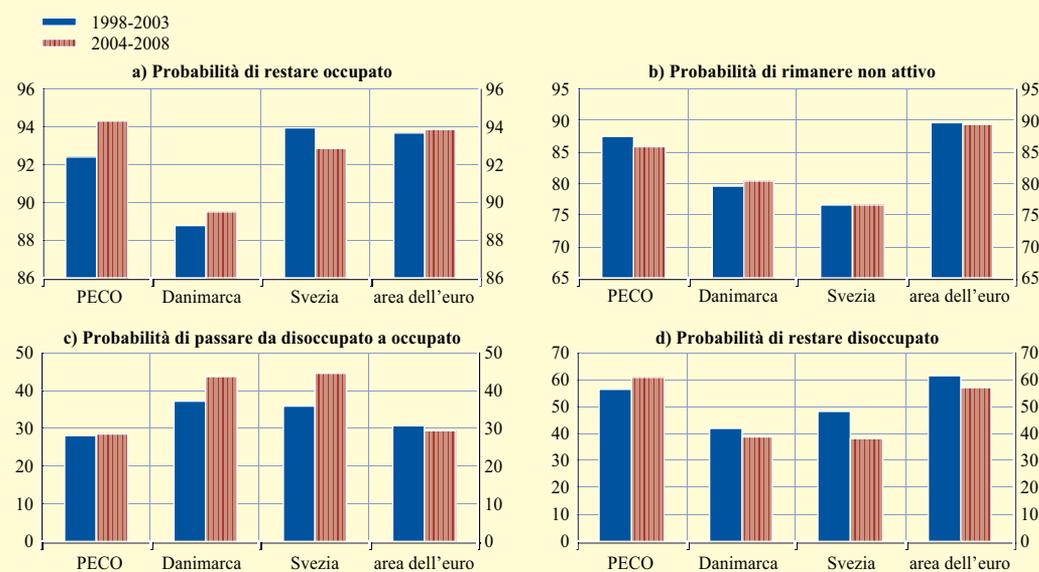
Questo riquadro esamina la mobilità nel mercato del lavoro degli Stati membri dell'UE dell'Europa centrale e orientale (PECO) utilizzando come riferimento le evidenze al riguardo riferite all'area dell'euro, alla Danimarca e alla Svezia (per una disamina del medesimo fenomeno nell'area dell'euro, cfr. il riquadro 8 nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino).

Sono in particolare presentate alcune misure alternative della mobilità per il periodo 1998-2008, che si fondano sulle statistiche microeconomiche fornite dall'indagine sulle forze di lavoro (*Labour Force Survey*) di Eurostat^{1), 2)}. Al fine di illustrare la facilità di transizione fra le varie situazioni lavorative – vale a dire occupazione, disoccupazione e inattività – vengono costruite delle misure della probabilità di effettuare tale transizione o rimanere in una particolare situazione nell'arco di un determinato periodo di due anni.

I risultati mostrano che nei PECO la probabilità media di restare occupati nell'arco di un biennio dato è sostanzialmente simile a quella rilevata nell'area dell'euro e in Svezia, ma maggiore che in Danimarca (cfr. figura A, diagramma a). La probabilità di restare inattivi è anch'essa generalmente analoga a quella relativa all'area dell'euro, ma più elevata che in Danimarca e Svezia (figura A, diagramma b)³⁾. Dalla figura A emerge altresì come nei PECO e nell'area dell'euro la probabilità di effettuare la transizione dalla situazione di disoccupati a quella di occupati sia molto minore che in Danimarca e Svezia (diagramma c)⁴⁾, mentre quella di restare disoccupati sia molto maggiore (diagramma d). I PECO presentano quindi, nell'insieme, molte analogie con l'area dell'euro ed entrambe le regioni sembrano evidenziare una mobilità del lavoro inferiore a quella di Danimarca e Svezia.

- 1) Il riquadro prende in esame gli Stati membri dell'UE che non appartenevano all'area dell'euro nel 2008 (vale a dire Repubblica Ceca, Danimarca, Estonia, Lettonia, Lituania, Ungheria, Polonia, Romania, Slovacchia e Svezia). Il Regno Unito e la Bulgaria sono stati esclusi a causa della carenza di dati. Le statistiche relative a Lettonia, Lituania e Slovacchia sono disponibili solo a partire dal 2001, quelle riferite a Romania e Ungheria dal 1999 e i dati concernenti la Svezia non includono il 2005. L'area dell'euro considerata ai fini di questo riquadro non comprende Germania, Malta, Irlanda, Spagna e i Paesi Bassi poiché per questi paesi le statistiche sono indisponibili o disponibili soltanto a partire da edizioni più recenti dell'indagine. Per quanto concerne i paesi dell'area dell'euro inclusi nell'esame, non sono disponibili dati relativi alla Francia per il periodo 2003-05 e al Lussemburgo e alla Slovenia per gli anni rispettivamente antecedenti il 1999 e il 2000.
- 2) Le statistiche sulla situazione lavorativa si basano sulla valutazione soggettiva data dagli interpellati alla propria situazione passata e corrente.
- 3) Poiché la popolazione inattiva comprende i pensionati e gli studenti, la probabilità di restare inattivi si riduce in media di circa 8-10 punti percentuali una volta tenuto conto dei flussi connessi a pensionamento e istruzione.
- 4) Le migliori condizioni della domanda di lavoro in Danimarca e Svezia sono riconducibili all'esistenza di politiche attive per tale mercato, oltre che di sussidi più generosi e di programmi finalizzati a garantire la sicurezza del posto di lavoro nel lungo periodo (cfr., ad esempio, la "flessicurezza" in Danimarca).

Figura A Probabilità di rimanere nella stessa condizione del mercato del lavoro in un arco di tempo di due anni e probabilità di passare da disoccupato a occupato (1998-2008)



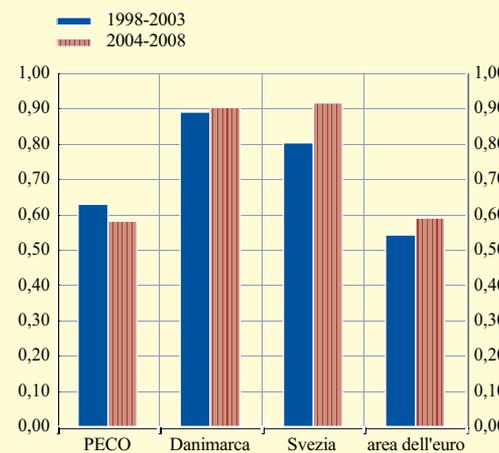
Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Nota: le osservazioni sono ponderate in base alla quota di partecipazione alle forze di lavoro (persone d'età compresa fra 15 e 64 anni) in ciascun paese dell'aggregato dei PECO. La stessa ponderazione si applica ai paesi dell'area dell'euro.

Stando all'indice di Shorrocks, un indicatore sintetico della mobilità nel mercato del lavoro⁵⁾, quest'ultima è andata calando nei PECO (cfr. figura B). Nell'area dell'euro, in Danimarca e in Svezia ha teso invece a crescere fra il 1998 e il 2008. Il calo della flessibilità del mercato del lavoro nei PECO appare evidente anche dall'andamento nel tempo della probabilità di transizione da una situazione lavorativa all'altra. Rispetto al periodo 1998-2003, tra il 2004 e il 2008 il numero di persone che sono rimaste disoccupate è aumentato nei PECO ed è invece diminuito in Danimarca, Svezia e nell'area dell'euro (cfr. figura A, diagramma d).

La flessione della mobilità osservata nei PECO dal 2004 è in linea con lo stabilizzarsi del mercato del lavoro nella regione, forse riflettendo una crescita economica robusta e politiche economiche che hanno favorito l'allungamento della durata media dei rapporti di lavoro

Figura B Andamento degli indici di mobilità del mercato del lavoro



Fonti: indagine sulle forze di lavoro dell'Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le osservazioni sono ponderate in base alla quota di partecipazione alle forze di lavoro (persone d'età compresa fra 15 e 64 anni) in ciascun paese dell'aggregato dei PECO. La stessa ponderazione si applica anche ai paesi dell'area dell'euro. Cfr. anche la nota 5.

5) Cfr. Shorrocks, A.F. (1978), "The measurement of mobility", *Econometrica*, 46, pagg. 1013-34. L'indice di Shorrocks coglie le variazioni della probabilità di muoversi fra tre tipi di situazioni lavorative (occupazione, disoccupazione e inattività) dal periodo precedente a quello corrente. Esso assume un valore compreso tra zero e uno, dove zero denota una probabilità nulla di mobilità e uno la piena mobilità.

(soprattutto per i soggetti giovani e con livelli elevati di istruzione). Ciò detto, queste politiche hanno anche accresciuto le inefficienze del mercato del lavoro, come attesta l'aumento della probabilità di rimanere disoccupati nei PECO.

Nell'insieme, tuttavia, le statistiche riguardanti i PECO non si discostano di molto da quelle aggregate concernenti l'area dell'euro: in entrambi i gruppi di paesi la flessibilità del mercato del lavoro in termini di facilità di assunzione (e licenziamento) resta relativamente scarsa rispetto alla Danimarca e, in particolare, alla Svezia. Questo segnala la necessità di proseguire gli sforzi per attuare le riforme del mercato del lavoro, rendere quest'ultimo più flessibile e ottenere una migliore corrispondenza fra le competenze e i posti vacanti nei PECO e nell'area dell'euro, accrescendo così la partecipazione al mercato del lavoro e riducendo i costi connessi alla disoccupazione di lungo periodo.

ALTRI PAESI EUROPEI

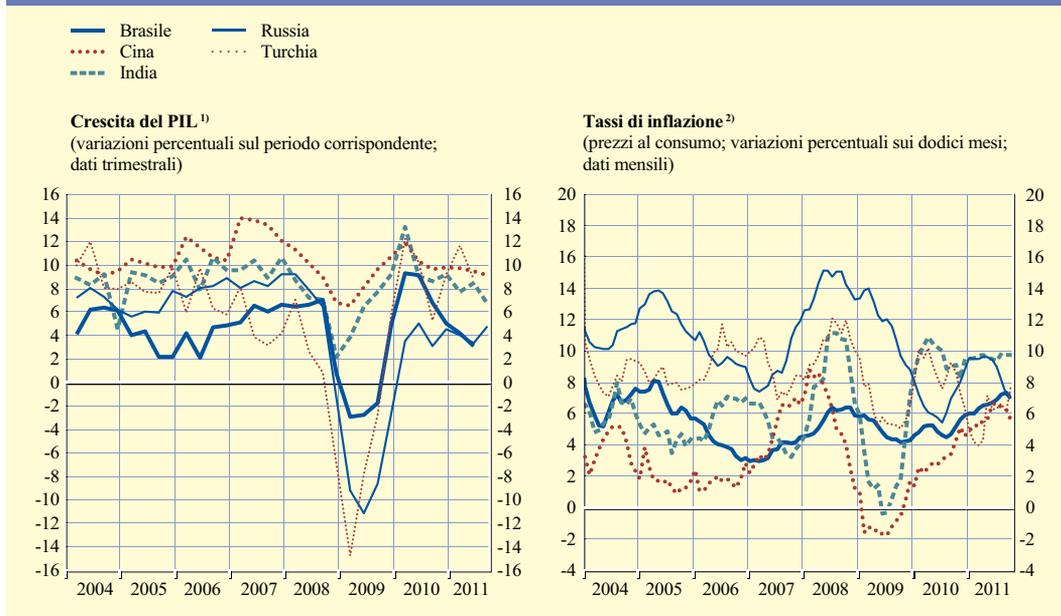
In Turchia il PIL in termini reali ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto nel secondo trimestre del 2011, pari all'8,8 per cento sul periodo corrispondente. Come nel trimestre precedente, il principale apporto alla crescita è provenuto dalla domanda interna, mentre il contributo delle esportazioni nette è rimasto sostanzialmente negativo. L'inflazione è in ascesa e in novembre ha raggiunto il 9,5 per cento sui dodici mesi. Tale andamento va ricondotto all'effetto di trasmissione del deprezzamento della lira turca, che dagli inizi dell'anno ha perso circa il 20 per cento del suo valore in termini effettivi nominali. La banca centrale ha cercato di contrastare le pressioni al ribasso sulla moneta attraverso interventi nei mercati dei cambi e al tempo stesso ha inasprito le condizioni monetarie interne, innalzando il tasso di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* dal 9 al 12,5 per cento in ottobre. Sulle prospettive a breve termine per l'economia turca pesano la debole crescita mondiale e le condizioni più tese di finanziamento interno ed esterno.

In Russia l'economia ha registrato tassi di espansione piuttosto elevati nel terzo trimestre del 2011, dopo il rallentamento della metà iniziale dell'anno. La stima rapida preliminare colloca la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente al 4,8 per cento, contro una media del 3,7 per cento nei primi sei mesi del 2011, un andamento che è in parte riconducibile alla vigorosa dinamica del settore agricolo. Il ritmo di incremento della produzione industriale ha continuato a decelerare e in ottobre era pari al 3,6 per cento sui dodici mesi. L'inflazione sui dodici mesi è diminuita rapidamente a partire da luglio, raggiungendo il 6,8 per cento in novembre. La banca centrale russa ha innalzato il tasso di interesse sui depositi e abbassato quello sulle operazioni pronti contro termine a metà settembre, riducendo a 150 punti base il corridoio formato dai due tassi ufficiali di riferimento per limitare la volatilità dei tassi nel mercato interbancario. È in prospettiva probabile che l'andamento dell'attività dipenda in larga parte dall'evoluzione dei prezzi delle materie prime, in quanto le esportazioni di materie prime energetiche svolgono un ruolo importante nell'economia, oltre che dall'impatto dell'indebolimento delle condizioni economiche mondiali.

PAESI EMERGENTI DELL'ASIA

Nei paesi emergenti dell'Asia la crescita si è stabilizzata nel terzo trimestre del 2011, dopo la moderazione del periodo precedente. Gli investimenti e i consumi privati hanno continuato a mostrare una certa tenuta in presenza di politiche monetarie accomodanti e di un'espansione vigorosa del credito, mentre le esportazioni hanno rallentato a causa del contesto esterno sfavorevole. L'inflazione sui dodici mesi ha probabilmente raggiunto il suo livello massimo nel terzo trimestre, poiché più di recente l'inflazione importata e le pressioni dal lato della domanda interna si sono ridotte. I segnali di allentamento delle spinte inflazionistiche e i rischi al ribasso per le prospettive economi-

Figura 4 Principali andamenti delle maggiori economie emergenti



Fonte: Haver Analytics.

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

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

che hanno indotto le banche centrali della regione a interrompere il ciclo di inasprimento monetario ovunque tranne che in alcuni grandi paesi nei quali l'inflazione rimane stabilmente elevata.

In Cina l'economia ha continuato a rallentare gradualmente, pur evidenziando finora una sostanziale tenuta di fronte al peggioramento delle prospettive mondiali. La crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 9,1 per cento nel terzo trimestre del 2011 (dal 9,5 del secondo), in presenza di un contributo calante della domanda interna e negativo delle esportazioni nette. Nell'ultimo periodo indicatori congiunturali segnalano che il tasso di incremento del valore aggiunto industriale e delle vendite al dettaglio si è lievemente ridotto e gli investimenti hanno continuato a espandersi a ritmi robusti. Le ultime rilevazioni degli indici PMI segnalano tuttavia un deterioramento dell'attività manifatturiera a novembre. Nel contesto delle peggiorate condizioni esterne, in ottobre la crescita delle esportazioni in termini nominali ha decelerato al 15,8 per cento sul periodo corrispondente (dal 20,5 del terzo trimestre), principalmente per effetto della più debole domanda europea. Le pressioni inflazionistiche hanno continuato a moderarsi dopo il massimo registrato nel terzo trimestre. L'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC è stata pari al 5,5 per cento in ottobre, un livello inferiore di 0,6 punti percentuali a quello del mese precedente. A determinare tale risultato hanno concorso principalmente i prezzi dei beni alimentari, ma anche il tasso calcolato al netto di tale componente è diminuito lievemente. Nel mercato immobiliare, i prezzi hanno continuato a rallentare e il volume delle vendite è calato. Le condizioni monetarie e del credito sono state leggermente allentate in ottobre e i nuovi prestiti hanno raggiunto il livello più elevato degli ultimi quattro mesi. A fine novembre, per la prima volta dalla fine del 2008, la banca centrale della Repubblica popolare cinese ha abbassato di 50 punti base l'aliquota della riserva obbligatoria.

In India la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è scesa al 6,7 per cento nel terzo trimestre del 2011, dall'8,5 del secondo, principalmente a causa della contrazione degli inve-

stimenti. L'inflazione sui dodici mesi dei prezzi all'ingrosso – utilizzata come misura preferenziale dell'inflazione dalla Reserve Bank of India – è rimasta elevata in settembre e ottobre, al 9,7 per cento. Le forti spinte inflazionistiche sono da ricondurre ai prezzi dei prodotti manifatturieri e delle materie prime. La Reserve Bank of India ha di conseguenza innalzato il suo tasso di interesse di riferimento di 25 punti base in settembre e di altri 25 in ottobre, portandolo all'8,5 per cento.

Nella Corea del Sud il tasso di incremento del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salito al 3,5 per cento nel terzo trimestre del 2011, dal 3,4 del secondo. Le esportazioni nette e gli investimenti hanno fornito un contributo inferiore rispetto al trimestre precedente, mentre i consumi privati hanno continuato a evidenziare una buona tenuta crescendo del 3,2 per cento sul periodo corrispondente. In ottobre l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC si è mantenuta per la prima volta dagli inizi dell'anno all'interno dell'intervallo obiettivo del 2-4 per cento fissato dalla banca centrale coreana, ma in novembre è tornata a salire raggiungendo il 4,2 per cento. La banca centrale coreana ha mantenuto il tasso di riferimento invariato al 3,25 per cento.

Tra i paesi appartenenti all'ASEAN-5 (Filippine, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia), l'Indonesia ha continuato a registrare tassi di crescita elevati (6,5 per cento sul periodo corrispondente nel terzo trimestre del 2011) grazie al contributo dei consumi privati e delle esportazioni nette. In Malaysia, a Singapore e in Thailandia il PIL ha accelerato nel terzo trimestre, soprattutto a causa del vigore dei consumi privati. Al tempo stesso la Thailandia è stata colpita dalle inondazioni più gravi in oltre 50 anni, che hanno provocato serie turbative alla produzione, con effetti negativi sulla crescita nel quarto trimestre dell'anno.

In prospettiva, si prevede che l'economia nei paesi emergenti dell'Asia continui a espandersi a ritmi moderati. Le turbolenze nei mercati finanziari mondiali e la debole attività nelle principali economie avanzate costituiscono rischi al ribasso per la crescita. La stabilizzazione dei prezzi delle materie prime rende probabile un calo dell'inflazione e una lieve riduzione conseguente dei timori per i rischi di surriscaldamento.

MEDIO ORIENTE E AFRICA

Gli elevati prezzi dei beni energetici e la robusta domanda delle economie di mercato emergenti continuano a sostenere la crescita del PIL nei paesi esportatori di petrolio del Medio Oriente e del Nord Africa che non sono stati teatro di gravi disordini sociali. In Libia la produzione di greggio cresce gradualmente, anche se finora è per lo più destinata al consumo interno. Nel terzo trimestre del 2011 gran parte delle economie esportatrici di petrolio ha registrato un lieve aumento dell'inflazione al consumo, ma nell'insieme le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute.

In Arabia Saudita la produzione di greggio si è mantenuta su livelli storicamente elevati nel terzo trimestre, sia per compensare il calo dell'offerta libica sia come risposta alla forte domanda delle economie emergenti. Al tempo stesso è venuto meno lo stimolo alla spesa per consumi proveniente dalla gratifica concessa ai dipendenti pubblici nella parte precedente dell'anno. Nel terzo trimestre l'inflazione al consumo sui dodici mesi è salita al 5,0 per cento, dal 4,7 dei tre mesi precedenti.

La lentezza della transizione politica e i perduranti disordini sociali, assieme all'indebolimento dell'economia mondiale, continuano a ostacolare la crescita e la stabilità macroeconomica in diversi paesi importatori di petrolio che si trovano in Medio Oriente e in Nord Africa. Gli elevati corsi dei beni alimentari e del carburante a livello mondiale e la grave siccità nel Corno d'Africa hanno determinato una netta ascesa dell'inflazione nella regione, che ha reso necessario un inasprimento monetario in diverse economie. Guardando al futuro, le prospettive per il Medio Oriente e l'Africa

dipenderanno dalla portata del rallentamento dell'attività economica mondiale e dall'impatto di quest'ultimo sui prezzi delle materie prime.

AMERICA LATINA

In America latina l'economia ha rallentato ulteriormente nel terzo trimestre del 2011, per motivi riconducibili in larga parte al peggioramento delle condizioni mondiali e agli effetti ritardati dell'inasprimento delle politiche interne. Al tempo stesso le spinte inflazionistiche si stanno lievemente allentando, pur mantenendosi elevate nella maggioranza dei paesi.

In Brasile esistono diffusi segnali di un rallentamento economico nel terzo trimestre del 2011 in presenza di un generale peggioramento degli indicatori della produzione, della domanda e del mercato del lavoro. La produzione industriale è rimasta stabile. Le spinte inflazionistiche hanno continuato ad accentuarsi e l'inflazione sui dodici mesi è stata pari al 7,1 per cento, superiore di 0,4 punti percentuali rispetto al secondo trimestre. In Messico la crescita del PIL in termini reali sul periodo corrispondente è salita al 4,4 per cento nel terzo trimestre, dal 3,6 del secondo, sostenuta in misura significativa dalla vigorosa espansione del settore primario che ha riflesso una ripresa dopo la debolezza osservata nella prima metà dell'anno. L'inflazione al consumo sui dodici mesi è stata mediamente pari al 3,4 per cento nel terzo trimestre, sostanzialmente invariata rispetto ai trimestri precedenti. Per quanto concerne l'Argentina, l'economia ha preso a rallentare dopo la rapida dinamica dell'ultimo anno e mezzo. Il tasso di incremento della produzione industriale sul periodo corrispondente è sceso al 5,7 per cento nel terzo trimestre, dall'8,5 del secondo. Al tempo stesso l'inflazione sui dodici mesi misurata sull'IPC resta prossima a livelli a due cifre e nel terzo trimestre del 2011 è stata pari al 9,8 per cento, un valore superiore di 0,1 punti percentuali a quello del trimestre precedente.

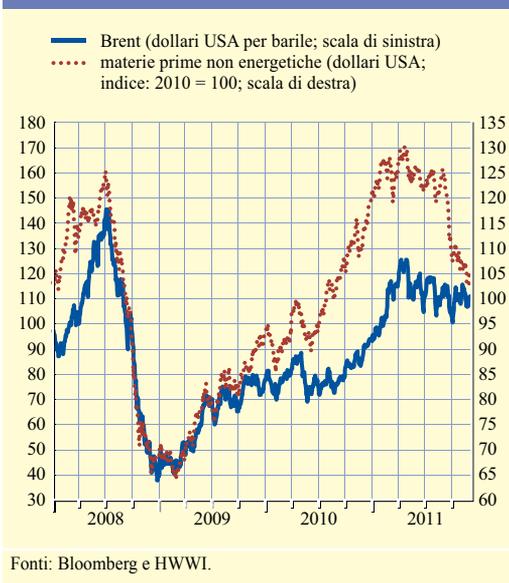
In prospettiva, l'attività nella regione dovrebbe continuare a indebolirsi per motivi riconducibili soprattutto all'ulteriore rallentamento delle esportazioni. Si prevede inoltre un allentamento, sebbene solo graduale, delle spinte inflazionistiche.

1.2 MERCATI DELLE MATERIE PRIME

I corsi petroliferi sono diminuiti dai primi di settembre 2011, evidenziando forti fluttuazioni entro un intervallo compreso fra 101 e 116 dollari per barile e confermando pertanto il profilo di elevata volatilità osservato a partire dalla metà di maggio. Il 7 dicembre il greggio di qualità Brent veniva quotato a 110,3 dollari per barile, un livello ancora superiore del 18,4 per cento rispetto agli inizi del 2011. In prospettiva, gli operatori si attendono prezzi lievemente inferiori nel medio periodo, viste le quotazioni dei contratti *future* con scadenza a dicembre 2012 che si collocano a 106,7 dollari per barile.

Tra la seconda metà di settembre e i primi di ottobre del 2011 le quotazioni petrolifere sono scese a 101 dollari per barile, un livello non più osservato dagli inizi dell'anno, per poi tornare

Figura 5 Principali andamenti dei mercati delle materie prime



a salire e oscillare entro un intervallo relativamente ristretto attorno ai 110 dollari. La pronunciata flessione di settembre è intervenuta in un contesto di crescenti tensioni nei mercati finanziari e di attese di un impatto al ribasso di queste ultime sulla domanda. Nonostante l'ulteriore intensificazione delle turbolenze nei mercati finanziari durante i mesi successivi, i prezzi del petrolio hanno dimostrato una buona capacità di tenuta riassorbendo gran parte del calo subito in precedenza. Ciò va ricondotto in larga misura alle condizioni relativamente tese dei fondamentali del mercato fisico, in presenza di una riduzione delle scorte di petrolio dell'OCSE per il quarto mese consecutivo in settembre, di riflesso alle turbative dal lato dell'offerta e alla forte domanda corrente di greggio.

I corsi delle materie prime non energetiche sono notevolmente diminuiti negli ultimi mesi e si collocano attualmente su livelli inferiori di circa il 16 per cento a quelli degli inizi di settembre. Per le condizioni generalmente piuttosto accomodanti dell'offerta, i prezzi sia delle derrate alimentari sia dei metalli di base hanno risentito delle tensioni in alcuni mercati del debito sovrano e delle implicazioni delle stesse per la domanda mondiale. Ai primi di dicembre l'indice aggregato dei prezzi (in dollari) delle materie prime non energetiche era inferiore del 14 per cento rispetto agli inizi dell'anno.

I.3 TASSI DI CAMBIO

IL TASSO DI CAMBIO EFFETTIVO DELL'EURO

Dalla fine di agosto di quest'anno l'euro ha per lo più seguito un andamento discendente in presenza di livelli elevati di volatilità, perdendo di conseguenza parte del rafforzamento registrato all'inizio dell'anno e in particolare fra gennaio e aprile. Il 7 dicembre il tasso di cambio effettivo nominale della moneta unica – misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area – si collocava su un livello inferiore del 2,8 per cento a quello di fine agosto e di circa l'1,9 per cento alla media del 2010.

Gli andamenti del tasso di cambio dell'euro dagli inizi di settembre sono rimasti in larga misura connessi al rapido mutare della percezione degli operatori circa le prospettive economiche e di

Tavola I 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 7 dicembre 2011	apprezzamento (+)/deprezzamento (-) dell'euro al 7 dicembre 2011		
			da: 31 agosto 2011	1° gennaio 2010	rispetto a: media del 2010
Dollaro statunitense	19,4	1,338	-7,4	-7,0	0,9
Sterlina britannica	17,8	0,857	-3,2	-3,8	0,0
Renminbi cinese	13,6	8,491	-7,8	-13,6	-5,4
Yen giapponese	8,3	104,0	-5,9	-22,2	-10,5
Franco svizzero	6,4	1,241	6,4	-16,5	-10,1
Zloty polacco	4,9	4,472	7,8	9,0	11,9
Corona svedese	4,9	9,015	-1,6	-11,6	-5,5
Corona ceca	4,1	25,33	5,1	-3,6	0,2
Won sudcoreano	3,9	1,513	-1,7	-9,0	-1,3
Fiorino ungherese	3,1	300,2	10,4	11,3	9,0
TCEN ²⁾		102,7	-2,8	-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).

bilancio dei paesi dell'area dell'euro in relazione a quelle delle altre regioni economiche principali, oltre che all'evoluzione dei differenziali di rendimento attesi tra l'area e le altre economie avanzate. Il costante deprezzamento della moneta unica in termini effettivi nominali nel periodo in esame ha continuato a riflettere l'elevata avversione al rischio e i timori circa le prospettive di bilancio di alcuni paesi appartenenti all'area dell'euro e si è arrestato solo temporaneamente in ottobre, quando il cambio bilaterale dell'euro con il dollaro statunitense e lo yen giapponese ha registrato un sensibile apprezzamento in presenza di un lieve calo della volatilità. Il successivo indebolimento rispetto alle medesime valute è stato solo in parte controbilanciato da un rafforzamento nei confronti di altre divise e in particolare di quelle delle economie dell'Europa centrale e orientale (cfr. tavola 1).

Il mercato valutario dell'euro ha continuato a evidenziare livelli elevati di volatilità dalla fine di agosto di quest'anno. La volatilità implicita dei tassi bilaterali della moneta unica con il dollaro statunitense, la sterlina britannica e lo yen giapponese si è impennata in settembre sugli orizzonti sia brevi sia lunghi, in linea con il generale aumento dell'incertezza nel contesto dei rinnovati timori per la sostenibilità del debito sovrano non soltanto nell'area dell'euro ma anche negli Stati Uniti (cfr. figura 8), per poi scendere solo temporaneamente in ottobre e tornare a salire verso la fine dell'anno. Costituisce un'eccezione la coppia euro/franco svizzero, la cui volatilità implicita è diminuita sensibilmente dopo che agli inizi di settembre la Banca nazionale svizzera ha annunciato l'imposizione di un livello minimo per tale tasso di cambio.

Per quanto riguarda gli indicatori di competitività internazionale di prezzo e di costo dell'area dell'euro, a novembre il tasso di cambio effettivo reale della moneta unica basato sui prezzi al

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

(dati giornalieri)

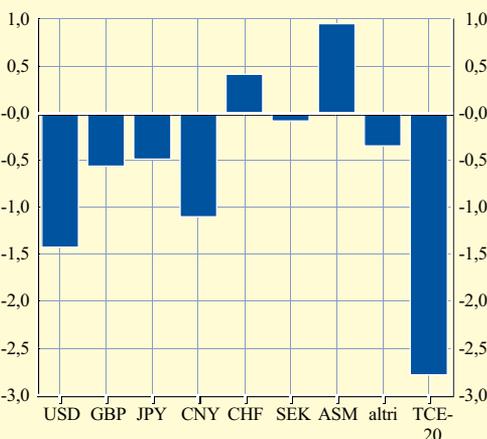
Indice: 1° trim. 1999=100



Contributi alle variazioni del TCE-20 ²⁾

Dal 31 agosto al 7 dicembre 2011

(in punti percentuali)



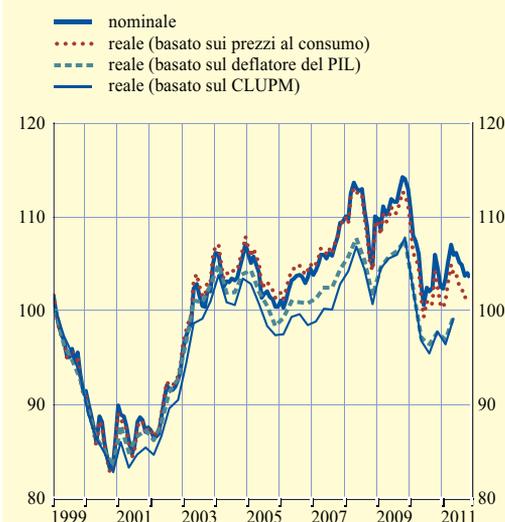
Fonte: BCE.

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

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

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

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

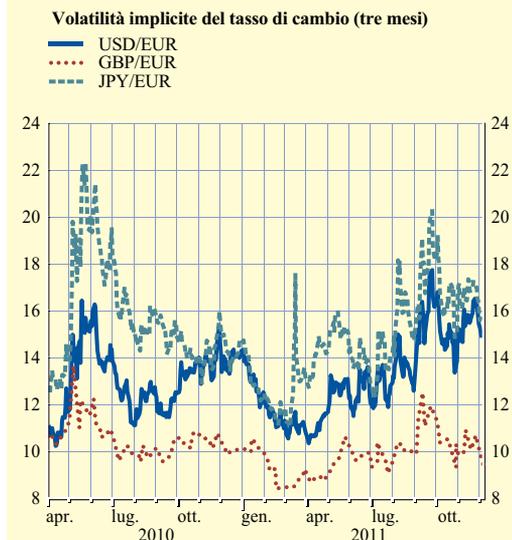


Fonte: BCE.

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

Figura 8 Tassi di cambio e volatilità implicite

(dati giornalieri)



Fonte: Bloomberg.

consumo (e misurato rispetto alle divise dei 20 più importanti partner commerciali dell'area) era inferiore dell'1,7 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 7). Ciò ha riflesso in larga parte il deprezzamento nominale dell'euro rispetto al 2010, mentre l'inflazione al consumo nell'area si è mantenuta sostanzialmente in linea con la media dei suoi principali partner commerciali.

I TASSI DI CAMBIO BILATERALI

L'euro si è notevolmente deprezzato nei confronti del dollaro statunitense dagli inizi di settembre. Fra il 31 agosto e il 7 dicembre 2011 ha perso il 7,4 per cento rispetto al dollaro, portandosi su un livello superiore dello 0,9 per cento alla media del 2010 (cfr. figura 6 e tavola 1). Come indicato in precedenza, tale risultato va ricondotto principalmente alla mutata percezione circa la sostenibilità delle finanze pubbliche di alcuni Stati membri dell'UE appartenenti all'area dell'euro e degli Stati Uniti e alle variazioni dei differenziali di rendimento tra le due aree economiche.

L'euro ha subito un deprezzamento pronunciato anche nei confronti dello yen giapponese, soprattutto tra la fine di agosto e i primi di ottobre, per poi iniziare a seguire un andamento opposto nel resto del mese. Da novembre è tornato a indebolirsi sullo yen e le informazioni desunte dai prezzi delle opzioni valutarie segnalano che tra gli operatori crescono le aspettative di un deprezzamento ulteriore della moneta unica nonostante gli sforzi dispiegati dalle autorità nipponiche per contenere l'apprezzamento della divisa nazionale, compresi gli interventi sui mercati valutari a fine ottobre. In effetti lo yen è di norma considerato una moneta "rifugio" ed è quindi soggetto ad apprezzarsi notevolmente in termini nominali quando la volatilità nei mercati si impenna. Il 7 dicembre l'euro è stato scambiato a un livello inferiore del 5,9 per cento a quello di fine agosto e del 10,5 per cento alla media del 2010.

Per quanto concerne le altre divise, il tasso di cambio dell'euro con la sterlina britannica ha continuato a oscillare dalla fine di agosto senza evidenziare una chiara tendenza, in un contesto di volatilità elevata, e il 7 dicembre si collocava su un livello inferiore del 3,2 per cento a quello di fine agosto (cfr. tavola 1). La moneta unica ha altresì subito oscillazioni ampie rispetto al franco svizzero tra aprile e agosto: dopo un forte deprezzamento iniziale, che l'11 agosto l'ha portata su un minimo storico di 1,05 franchi, nel resto del mese e agli inizi di settembre ha evidenziato un deciso apprezzamento. Successivamente il tasso di cambio del franco svizzero nei confronti dell'euro è rimasto generalmente stabile, collocandosi al di sopra del minimo fissato unilateralmente dalla Banca nazionale svizzera agli inizi di settembre, e il 7 dicembre era superiore di circa il 6,4 per cento al livello di fine agosto. Nel periodo in esame la moneta unica si è inoltre rafforzata su alcune altre divise europee e più in particolare sulla corona ceca, il fiorino ungherese e lo zloty polacco (rispettivamente del 5,1, 10,4 e 7,8 per cento).

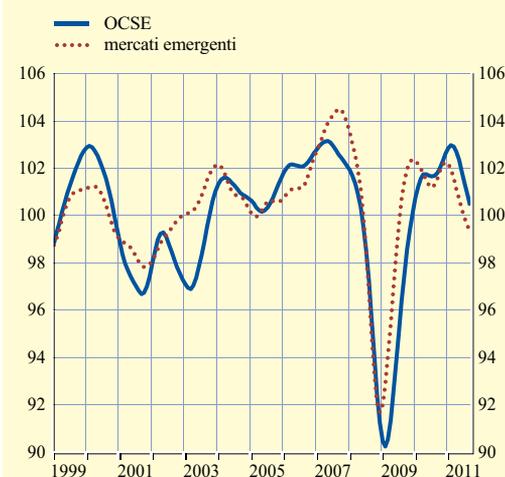
Dagli inizi del 2011 le valute all'interno degli AEC II si sono mantenute sostanzialmente stabili rispetto all'euro, su livelli prossimi o corrispondenti alle rispettive parità centrali. Nel periodo considerato il lat lettone si è avvicinato alla sua parità centrale all'interno della banda di oscillazione del ± 1 per cento fissata unilateralmente.

1.4 PROSPETTIVE PER IL CONTESTO ESTERNO

In prospettiva, la crescita mondiale dovrebbe essere sostenuta dalla resistenza positiva fornita dalle economie emergenti; l'attività economica potrebbe ciò nonostante rimanere stagnante a causa delle acute tensioni nei mercati finanziari mondiali e dell'azione di freno esercitata dalle attuali difficoltà strutturali. A settembre l'indicatore anticipatore composito dell'OCSE ha continuato a segnalare un rallentamento in gran parte dei paesi membri dell'organizzazione e in altre economie principali. Il *World Economic Climate Indicator* dell'Ifo si è deteriorato nel quarto trimestre, portandosi significativamente al di sotto della sua media di lungo periodo. Il deterioramento va ricondotto a una valutazione meno positiva della situazione sia attuale sia riferita ai prossimi sei mesi, in un contesto in cui gli indicatori relativi al Nord America e all'Asia continuano a peggiorare. Su questo sfondo, le proiezioni di dicembre 2011 elaborate dagli esperti prefigurano prospettive meno favorevoli rispetto a quanto indicato in settembre (cfr. sezione 6). In un contesto globale di elevata incertezza, i rischi permangono orientati al peggioramento. Tali rischi sono riconducibili a una ulteriore intensificazione delle tensioni in alcuni segmenti dei mercati finanziari, all'insorgere di pressioni protezionistiche e alla possibilità di una disordinata correzione degli squilibri globali.

Figura 9 Indicatore anticipatore composito dell'OCSE

(dati mensili corretti per l'ampiezza)



Fonte: OCSE.

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

2 GLI ANDAMENTI MONETARI E FINANZIARI

2.1 MONETA E CREDITO DELLE IFM

Nel terzo trimestre del 2011 e in ottobre le tensioni nei mercati finanziari e le incertezze relative all'attività economica hanno esercitato un forte impatto sugli andamenti monetari, oltre ad aver avuto un effetto significativo, più in generale, da entrambi i lati dei bilanci delle IFM. In agosto e settembre si è assistito a consistenti flussi di portafoglio verso M3 a scapito di attività più rischiose. Questi hanno poi subito una parziale inversione in ottobre, poiché gli investitori istituzionali hanno spostato i fondi verso attività situate all'esterno dell'area dell'euro. Allo stesso tempo, le pressioni sui bilanci delle IFM in relazione alla provvista, dovute al ritiro dei depositi da parte dei non residenti nell'area dell'euro e alla modesta emissione di titoli di debito a più lungo termine delle IFM, sono state in parte compensate da un notevole incremento del ricorso alle operazioni di liquidità condotte dall'Eurosistema. In questo contesto, i prestiti delle IFM al settore privato sono stati relativamente deboli nel terzo trimestre e in ottobre. Per quanto riguarda l'area dell'euro nel suo insieme, non si è avuto alcun segnale di una significativa riduzione del credito nel periodo fino a ottobre. Tuttavia, date le attuali tensioni per la provvista e considerando che gli effetti sull'offerta di credito si manifestano in ritardo, gli andamenti del credito dovranno essere tenuti sotto stretta osservazione nel prossimo futuro. Nel complesso, l'espansione di fondo della moneta e del credito è rimasta su livelli moderati.

AGGREGATO MONETARIO AMPIO M3

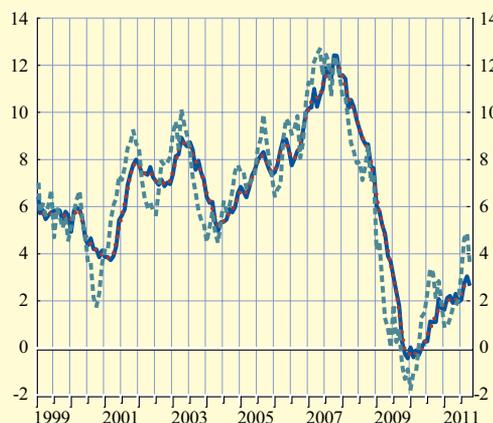
Le tensioni nei mercati finanziari hanno esercitato un forte impatto sugli andamenti monetari nel terzo trimestre del 2011. L'accresciuta incertezza ha innescato riallocazioni di portafoglio con flussi a favore degli strumenti monetari, dal momento che il settore detentore di moneta ha attribuito importanza alla liquidità e alla certezza patrimoniale associate a tali attività. Questo contesto finanziario ha altresì incoraggiato le IFM ad accrescere il ricorso alle controparti centrali per condurre operazioni coperte da garanzia nel mercato monetario, aumentando così ulteriormente i flussi verso l'aggregato monetario ampio M3. Tuttavia, la marcata preferenza per le attività monetarie nel terzo trimestre si è riflessa solo in parte nel tasso di crescita di M3 sul periodo corrispondente, costituito dalla media degli andamenti negli ultimi quattro trimestri. Di conseguenza, tale tasso è salito lievemente nel terzo trimestre al 2,4 per cento, dal 2,1 del secondo (cfr. figura 10). I notevoli afflussi verso M3 rilevati nel terzo trimestre hanno subito una parziale inversione in ottobre, quando il tasso di incremento di M3 è lievemente diminuito al 2,6 per cento dal 3,0 di settembre.

L'impatto dell'incertezza nei mercati finanziari si è manifestato con chiarezza nei tipi di componente interessati dai maggiori afflussi nel terzo trimestre. Gli afflussi verso M1 hanno costituito un'ampia parte dell'aumento complessivo

Figura 10 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.

di M3, riflettendo la più marcata preferenza del settore detentore di moneta per la liquidità. A differenza del periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers, questo shock alla domanda di moneta ha riguardato principalmente i depositi *overnight*, anziché le banconote e monete in circolazione. L'importanza delle considerazioni di liquidità si è altresì rispecchiata negli afflussi osservati per le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari nel terzo trimestre, nonostante i bassi livelli di remunerazione di tali strumenti. I deflussi da M3 registrati in ottobre sono ampiamente riconducibili agli investitori istituzionali e hanno riguardato quasi tutti gli strumenti monetari, con la notevole eccezione delle banconote e monete in circolazione.

Gli afflussi a favore di M3 nel terzo trimestre e i deflussi di ottobre si sono sostanzialmente rispecchiati negli andamenti della posizione netta sull'estero delle IFM. Benché i flussi mensili siano altamente volatili, soprattutto in periodi di accresciuta incertezza, e debbano quindi essere interpretati con cautela, ciò potrebbe indicare che alcune parti del settore detentore di moneta (specie gli investitori istituzionali) abbiano ceduto attività rischiose in agosto e settembre per poi acquistare attività all'esterno dell'area dell'euro in ottobre.

Nonostante i significativi afflussi osservati per M3 nel terzo trimestre, le IFM dell'area dell'euro hanno fronteggiato notevoli pressioni di provvista dovute all'aumento dei depositi ritirati dai non residenti dell'area dell'euro e alla limitata emissione di titoli di debito a più lungo termine. Questo fattore, associato alle pressioni sulle posizioni patrimoniali degli istituti e all'accresciuta incertezza in merito alle prospettive economiche, ha contribuito alla stabilizzazione del tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario. Allo stesso tempo, i dati fino a ottobre non indicano alcuna riduzione significativa del credito nell'insieme dell'area dell'euro.

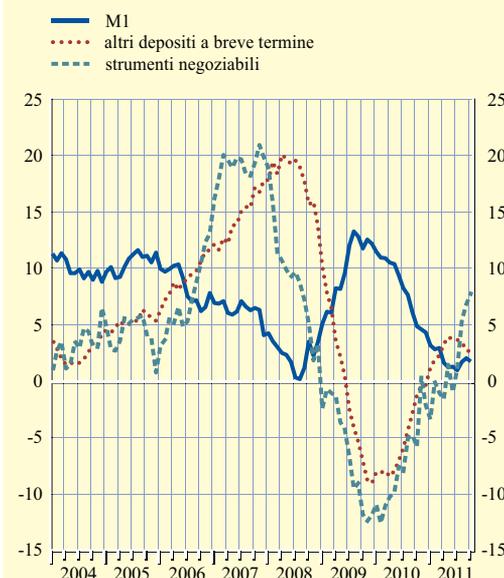
PRINCIPALI COMPONENTI DI M3

L'accelerazione di M3 nel terzo trimestre e in ottobre è imputabile all'ulteriore aumento del tasso di crescita sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili. Nel contempo, la dinamica dell'aggregato monetario ristretto M1 e di altri depositi a breve termine ha subito un'inversione di tendenza nel periodo in rassegna (cfr. figura 11). Il tasso di crescita di M1 sul periodo corrispondente ha registrato un significativo incremento durante il terzo trimestre, mentre quello degli altri depositi a breve termine si è considerevolmente indebolito nei mesi recenti. Di conseguenza, le principali componenti di M3 hanno fornito in ottobre un pari contributo al livello di espansione di M3.

Il tasso di variazione sul periodo corrispondente di M1 è sceso all'1,4 per cento nel terzo trimestre, dall'1,7 del secondo, per poi aumentare all'1,7 per cento in ottobre (cfr. tavola 2). Questi andamenti, tuttavia, celano un rafforzamento significativo della crescita di M1 in agosto e settembre, cui è seguita una lieve moderazione

Figura 11 Principali componenti di M3

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



Fonte: BCE.

Tavola 2 Tavola riepilogativa delle variabili monetarie

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

	Consistenze in essere in percentuale di M3 ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente					
		2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.	2011 set.	2011 ott.
M1	48,8	4,9	3,2	1,7	1,4	2,0	1,7
Banconote e monete in circolazione	8,6	5,6	4,9	4,2	4,5	5,3	6,5
Depositi <i>overnight</i>	40,1	4,7	2,9	1,2	0,8	1,4	0,8
M2 - M1 (= altri depositi a breve termine)	39,0	-1,1	1,3	3,4	3,4	3,1	2,2
Depositi con durata prestabilita fino a due anni	18,9	-8,7	-2,7	2,3	3,2	3,2	1,8
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi	20,1	7,2	5,4	4,5	3,7	3,0	2,7
M2	87,7	2,2	2,4	2,4	2,3	2,5	2,0
M3 - M2 (= strumenti negoziabili)	12,3	-3,0	-1,7	-0,4	3,1	6,8	7,8
M3	100,0	1,5	1,9	2,1	2,4	3,0	2,6
Credito a residenti nell'area dell'euro		3,4	3,7	3,1	2,4	2,3	1,6
Credito alle amministrazioni pubbliche		11,8	10,9	6,5	5,1	5,6	-0,5
Prestiti alle amministrazioni pubbliche		15,5	17,7	10,7	7,0	6,1	-1,2
Credito al settore privato		1,5	2,1	2,3	1,8	1,5	2,1
Prestiti al settore privato		1,7	2,4	2,6	2,5	2,5	2,7
Prestiti al settore privato corretti per le cessioni e la cartolarizzazione ²⁾		2,2	2,8	2,8	2,7	2,7	3,0
Passività finanziarie a lungo termine (esclusi capitale e riserve)		2,7	2,8	3,4	3,6	3,3	3,3

Fonte: BCE.

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

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

in ottobre. I marcati afflussi osservati per M1 in agosto e settembre sono ascrivibili in gran parte ai depositi *overnight*, per effetto delle riallocazioni di portafoglio da attività rischiose ad attività liquide da parte delle famiglie e delle istituzioni finanziarie non monetarie. Pertanto, questi afflussi hanno rispecchiato le accresciute tensioni nei mercati finanziari e l'incertezza economica, evidenziate dalle brusche flessioni dei corsi azionari, obbligazionari e della fiducia dei consumatori. Il calo della crescita di M1 osservato in ottobre è riconducibile prevalentemente al fatto che le istituzioni finanziarie non monetarie hanno ridotto i depositi *overnight* detenuti. Ciò ha rispecchiato probabilmente il trasferimento, da parte dei fondi di investimento e di altri investitori istituzionali, dei capitali investiti temporaneamente che erano stati ricavati da precedenti cessioni di attività, nonché il prelievo di capitali dai fondi di investimento. Anche le famiglie hanno ridotto in ottobre le disponibilità in depositi *overnight*. Questa dinamica tuttavia è ascrivibile a una ricomposizione di portafoglio all'interno di M3: le attività sono state trasferite verso depositi a risparmio a breve termine (depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi) nonché verso depositi a termine a breve scadenza (depositi con durata prestabilita fino a due anni) nel contesto degli aumenti dei differenziali di remunerazione osservati dall'inizio dell'anno tra queste tipologie di deposito e i depositi *overnight*.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* è rimasto invariato al 3,4 per cento nel terzo trimestre, per poi scendere al 2,2 per cento in ottobre. La prima dinamica, tuttavia, ha celato ulteriori afflussi trimestrali significativi sia per i depositi a termine a breve scadenza sia per quelli a risparmio a breve termine. Tali andamenti sono dovuti principalmente al fatto che le famiglie hanno continuato ad aumentare le consistenze detenute in questi strumenti per effetto delle riallocazioni di portafoglio menzionate, nonché degli introiti derivanti dall'eventuale vendita di attività più rischiose o del risparmio destinato a questi

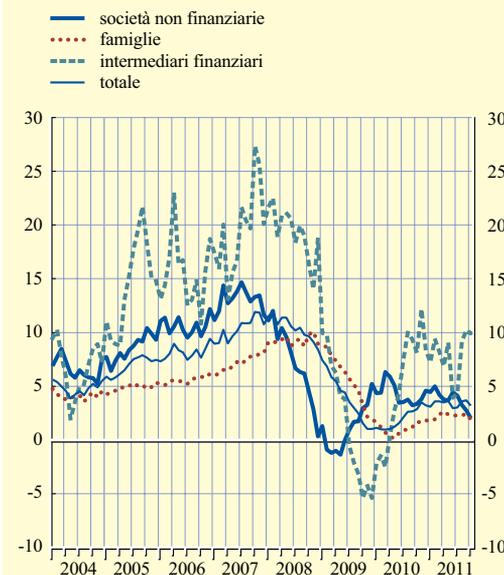
tipi di attività. La moderazione del tasso di incremento sul periodo corrispondente dei depositi a breve termine diversi da quelli *overnight* osservata in ottobre è imputabile in ampia misura alla riduzione dei depositi a termine a breve scadenza detenuti dalle società non finanziarie e dai fondi di investimento. Questa dinamica è probabilmente connessa al trasferimento delle riserve di liquidità verso attività più liquide da parte delle imprese, nonché alla suddetta ricomposizione di portafoglio operata dai fondi di investimento, con riallocazioni a favore di attività esterne all'area dell'euro.

Nel terzo trimestre il tasso di variazione sul periodo corrispondente degli strumenti negoziabili è divenuto significativamente positivo, aumentando al 3,1 per cento dal -0,4 del secondo trimestre; ha poi evidenziato un ulteriore marcato rafforzamento, portandosi al 7,8 per cento in ottobre. L'evoluzione va ricondotta ad andamenti tendenziali sostanzialmente analoghi delle sue varie componenti. Il tasso di crescita dei contratti pronti contro termine ha continuato ad aumentare, per effetto principalmente delle operazioni interbancarie garantite condotte tramite controparti centrali per importi considerevoli. Il fenomeno rispecchia l'attuale preferenza delle banche per i prestiti interbancari garantiti, anziché per i prestiti privi di garanzia, nel contesto dell'accresciuta incertezza riguardante la solidità finanziaria delle controparti. Il flusso annuale dei titoli di debito a breve termine delle IFM è diventato positivo nel terzo trimestre, per la prima volta dal secondo trimestre del 2010, per poi rafforzarsi ulteriormente in ottobre. Tuttavia, tale andamento cela il fatto che i flussi, in termini cumulati, sono stati moderatamente negativi nei mesi recenti, poiché il settore detentore di moneta non reputa attraente l'investimento in questo tipo di attività. Il tasso di espansione delle quote e partecipazioni in fondi comuni monetari è rimasto decisamente negativo, nonostante una moderazione del ritmo di contrazione. In realtà, in agosto e settembre il settore detentore di moneta ha aumentato gli investimenti in quote e partecipazioni in fondi comuni monetari, probabilmente per effetto di riallocazioni temporanee da altre quote e partecipazioni in fondi di investimento, più rischiose. Nel complesso, la perdurante debolezza di questa componente rispecchia il basso rendimento offerto da tali strumenti rispetto ad altre attività con profili di rischio e scadenze simili.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei depositi di M3, che comprendono i depositi a breve termine e i contratti pronti contro termine e che rappresentano l'aggregato monetario più ampio per cui sono disponibili informazioni affidabili per settore, si è collocato al 3,0 per cento in ottobre, con un lieve calo rispetto al terzo trimestre (cfr. figura 12). L'andamento nasconde tuttavia una forte moderazione del tasso di espansione dei depositi di M3 in ottobre, dovuta principalmente alla già menzionata notevole riduzione delle consistenze detenute dagli investitori istituzionali in questi strumenti. Per contro, i depositi di M3 detenuti dalle famiglie sono ulteriormente aumentati sia nel terzo trimestre sia in ottobre, a indicare che per tutto il periodo in rassegna le famiglie hanno incrementato le disponibilità direttamente detenute in passività delle IFM.

Figura 12 Depositi a breve termine e operazioni pronti contro termine

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



Fonte: BCE.
Nota: settore delle IFM escluso l'Eurosistema.

PRINCIPALI CONTROPARTITE DI M3

Con l'acuirsi della crisi del debito sovrano, la situazione della provvista per gli enti creditizi dell'area dell'euro è notevolmente peggiorata nel terzo trimestre del 2011, come dimostrano 1) l'accresciuto ritiro dei depositi detenuti da non residenti nell'area dell'euro e 2) la limitata emissione di titoli di debito a più lungo termine. Di conseguenza, le banche sono state costrette ad aumentare in misura considerevole il ricorso alle operazioni di liquidità condotte dall'Eurosistema. Inoltre, la crisi del debito sovrano e il rallentamento dell'attività economica esercitano pressioni sulla posizione patrimoniale degli istituti. Nel complesso, i dati fino a ottobre non mostrano tuttavia segni di una significativa riduzione del credito delle IFM nell'insieme dell'area dell'euro.

Il tasso di espansione del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è sceso al 2,4 per cento nel terzo trimestre dal 3,1 per cento del periodo precedente. L'andamento è riconducibile a un calo dei tassi di incremento del credito sia alle amministrazioni pubbliche sia al settore privato. Per quanto concerne il credito delle IFM alle amministrazioni pubbliche, gli istituti dell'area dell'euro hanno mostrato la tendenza, in termini aggregati, a ridurre ulteriormente l'esposizione nei confronti dei debitori sovrani all'interno dell'area dell'euro. Mentre i marcati flussi trimestrali verso i titoli diversi da azioni sono interamente imputabili agli acquisti di titoli effettuati nell'ambito del Programma per i mercati dei titoli finanziari della BCE, quelli verso i prestiti sono stati lievemente negativi. Il tasso di crescita del credito alle amministrazioni pubbliche è pertanto diminuito al 5,1 per cento nel terzo trimestre, dal 6,5 del secondo. Da ottobre i dati non comprendono più un effetto base sul credito alle amministrazioni pubbliche (connesso alle attività trasferite un anno prima dalle IFM alle *bad bank* classificate all'interno del settore in esame). Di conseguenza, il tasso di espansione sul periodo corrispondente del credito totale delle IFM ai residenti dell'area dell'euro è ulteriormente diminuito all'1,6 per cento (cfr. tavola 2) e il tasso di variazione del credito alle amministrazioni pubbliche è diventato negativo.

Il tasso di espansione sul periodo corrispondente del credito delle IFM al settore privato è diminuito all'1,8 per cento nel terzo trimestre, dal 2,3 per cento del periodo precedente. L'andamento è imputabile in parte alla riduzione delle attività rischiose (azioni e altre partecipazioni) detenute dalle IFM nel contesto dell'acuirsi delle turbolenze nei mercati finanziari in agosto; tale comportamento è proseguito in ottobre. Allo stesso tempo, in quest'ultimo mese si è osservato il maggiore afflusso mensile per il credito totale delle IFM al settore privato dalla fine del 2010, con un aumento del tasso di espansione al 2,1 per cento. Tuttavia, la dinamica è per lo più riconducibile alle operazioni di liquidità condotte tramite controparti centrali che sono classificate come intermediari finanziari non monetari diversi dalle società di assicurazione e dai fondi pensione (AIF), ossia come soggetti appartenenti al settore detentore di moneta. Ciò rispecchia l'accresciuta riluttanza degli istituti a concedersi reciprocamente prestiti senza garanzie nel contesto dell'accresciuta incertezza sul merito di credito delle controparti.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM al settore privato (corretti per cessioni e cartolarizzazioni), che rappresentano la principale componente del credito a questo settore, si è collocato al 2,7 per cento nel terzo trimestre, rimanendo sostanzialmente invariato dal secondo trimestre, ed è poi salito al 3,0 per cento in ottobre (cfr. tavola 2). L'attività di cartolarizzazione, aumentata solo lievemente nel terzo trimestre, ha evidenziato un'impennata in ottobre, rispecchiando gli sforzi di alcune banche di acquisire garanzie idonee per partecipare alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Nello stesso mese l'aumento dei titoli del settore privato diversi da azioni detenuti dalle banche ha pressoché eguagliato il volume dei prestiti cartolarizzati.

L'erogazione di prestiti al settore privato non finanziario da parte delle IFM dell'area dell'euro è stata relativamente modesta nel terzo trimestre e in ottobre, riflettendo in ampia misura l'indebolimento del contesto economico e il deterioramento delle attese delle imprese. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente ha continuato a essere dominato dai prestiti alle famiglie, che hanno determinato la maggior parte del rallentamento a causa della relativa debolezza dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Se si corregge la dinamica dei prestiti delle IFM per l'impatto delle cessioni e delle cartolarizzazioni dei prestiti, la valutazione resta sostanzialmente invariata, poiché l'attività di cartolarizzazione è rimasta contenuta per i prestiti alle famiglie, nonostante il lieve incremento del terzo trimestre. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle famiglie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è sceso al 2,5 per cento in ottobre, dal 3,0 per cento in giugno. Allo stesso tempo, il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie (corretti per cessioni e cartolarizzazioni) è rimasto al 2,3% in ottobre (invariato da giugno). Per contro, il tasso di incremento dei prestiti agli AIF è aumentato al 4,5 per cento in settembre, dal 3,4 per cento in giugno, e ha poi registrato un ulteriore marcato aumento all'8,7 per cento in ottobre. La dinamica del terzo trimestre è interamente attribuibile alle operazioni condotte tramite controparti centrali, che hanno altresì prevalso nei prestiti agli AIF in ottobre, sulla scorta quindi delle recenti tensioni nei mercati finanziari.

La scomposizione per finalità dei prestiti alle famiglie indica che il rallentamento dei prestiti totali delle IFM alle famiglie riflette principalmente la dinamica dei mutui per acquisto di abitazioni, e solo limitatamente quella del credito al consumo. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei mutui per l'acquisto di abitazioni si è attestato al 3,0% in ottobre, dopo essere già diminuito al 3,9 per cento in settembre dal 4,4 per cento in giugno. Al contempo, il tasso di espansione del credito al consumo è rimasto in territorio negativo collocandosi al -1,9 per cento sia nel terzo trimestre sia in ottobre, sostanzialmente invariato da giugno (per maggiori dettagli, cfr. la sezione 2.7).

Nonostante l'accentuarsi delle tensioni nei mercati finanziari e l'accresciuta apprensione riguardo alle condizioni della provvista bancaria nel terzo trimestre, il flusso trimestrale dei prestiti alle società non finanziarie è stato solo lievemente inferiore al livello osservato nel periodo precedente. In particolare, l'attività di prestito alle società non finanziarie è stata massima in settembre, dopo cioè le significative tensioni di agosto nei mercati. In alcuni paesi, tuttavia, la crescente importanza dei prestiti a breve termine, abbinata ad alcune informazioni sull'utilizzo delle linee di credito, potrebbe indicare potenzialmente che le società non finanziarie si avvalgano delle linee di credito in previsione di una scarsa offerta di credito in futuro. È possibile anche che la domanda di prestiti a breve termine sia volta a finanziare il capitale circolante in presenza di un calo dei flussi di cassa. Tuttavia, per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro il maggiore flusso trimestrale nel terzo trimestre è stato registrato per i prestiti a lungo termine alle società non finanziarie.

Quanto alle altre contropartite di M3, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle passività finanziarie a più lungo termine delle IFM (al netto di capitale e riserve) è diminuito al 3,3 per cento in ottobre, dal 3,6 per cento del terzo trimestre e dal 3,4 per cento del secondo (cfr. figura 13). I depositi a più lungo termine detenuti dal settore detentore di moneta hanno riportato aumenti considerevoli dei rispettivi tassi di espansione, riflettendo in larga misura una sostenuta attività di cartolarizzazione in ottobre. Per contro, i titoli di debito a più lungo termine delle IFM (con scadenza originaria superiore a due anni) hanno registrato una notevole riduzione dei volumi in essere nel mese, con un calo del tasso di incremento al 2,5 per cento dal 4,6 per cento della fine del secondo trimestre.

La posizione netta sull'estero delle IFM dell'area dell'euro (che coglie i flussi di capitali del settore detentore di moneta qualora transitino attraverso le IFM nonché il trasferimento delle atti-

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

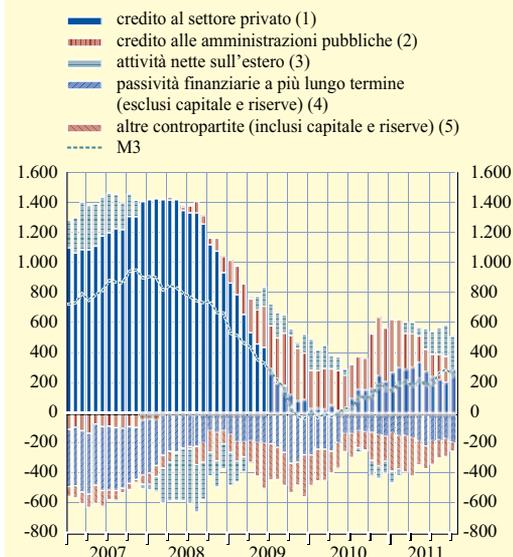
(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati destagionalizzati e corretti per gli effetti di calendario)



Fonte: BCE.

Figura 14 Contropartite di M3

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



Fonte: BCE.

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

vità emesse dal settore detentore di moneta) ha svolto un ruolo fondamentale come contropartita sia per i mercati afflussi osservati per M3 in agosto e settembre sia per i considerevoli deflussi registrati in ottobre. Gli andamenti in agosto e settembre, che hanno ampiamente rispecchiato il rimpatrio di capitali, hanno determinato un ulteriore incremento degli afflussi annui registrati per la posizione netta sull'estero delle IFM (cfr. figura 14). In ottobre, tuttavia, si è assistito a notevoli deflussi mensili sia in relazione alla posizione netta sull'estero delle IFM (per la quale si è registrato un deflusso di 73 miliardi di euro) sia per M3, a indicazione del fatto che gli investitori istituzionali dell'area dell'euro potrebbero aver privilegiato le attività all'esterno dell'area dell'euro (per maggiori dettagli, cfr. il riquadro 3 *Andamenti recenti del conto finanziario nella bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro*).

Riquadro 3

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

Questo riquadro analizza gli andamenti recenti del conto finanziario della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro. Nei dodici mesi fino a settembre tale conto ha registrato un'espansione dei flussi netti in entrata. Ciò va ricondotto in larga parte ai maggiori afflussi netti per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio, che nel periodo considerato sono aumentati notevolmente raggiungendo un massimo storico a 369,4 miliardi di euro (da 30,6 miliardi nell'anno precedente) e che sono stati solo in parte controbilanciati dalla crescita dei deflussi netti per "Altri investi-

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

(miliardi di euro; dati non destagionalizzati)

	ago. 2011	set. 2011	dic. 2010	Saldi cumulati di tre mesi 2011			Saldi cumulati di 12 mesi	
				mar.	giu.	set.	set. 2010	set. 2011
Conto finanziario¹⁾	6,8	2,8	9,5	15,7	20,6	12,2	20,0	58,0
Investimenti diretti e di portafoglio	31,7	13,5	99,0	118,7	127,1	24,7	30,6	369,4
Investimenti diretti netti	-0,3	-7,2	79,5	-9,9	-28,5	-6,8	-127,3	34,3
Investimenti di portafoglio netti	31,9	20,7	19,5	128,5	155,6	31,5	157,9	335,1
Azioni ed altre partecipazioni	19,1	5,8	6,7	89,2	-29,3	31,8	54,0	98,4
Strumenti di debito	12,8	14,9	12,8	39,3	184,9	-0,3	103,9	236,7
Obbligazioni e note	19,2	17,9	42,1	16,8	145,4	11,2	13,6	215,5
Strumenti del mercato monetario	-6,4	-3,0	-29,3	22,5	39,5	-11,5	90,2	21,2
Altri investimenti netti	-27,4	-14,1	-96,8	-89,1	-114,3	-13,0	-9,1	-313,3
di cui: settore detentore di moneta²⁾								
Investimenti diretti netti	0,8	-8,0	83,5	-5,3	-22,3	-8,7	-114,7	47,1
Investimenti di portafoglio netti	-22,8	22,4	-103,1	61,5	79,4	-18,7	-13,3	19,0
Azioni ed altre partecipazioni	-10,6	2,9	17,0	82,3	-20,9	16,3	69,8	94,8
Strumenti di debito	-12,2	19,5	-120,1	-20,8	100,2	-35,0	-83,2	-75,8
Altri investimenti netti	16,8	-0,5	-36,4	31,1	-37,8	35,4	30,8	-7,7

Fonte: BCE.

Nota: eventuali mancate quadrature nei totali possono derivare da arrotondamenti.

1) Saldi (flussi netti). Un segno positivo (negativo) sta a indicare un afflusso (deflusso netto).

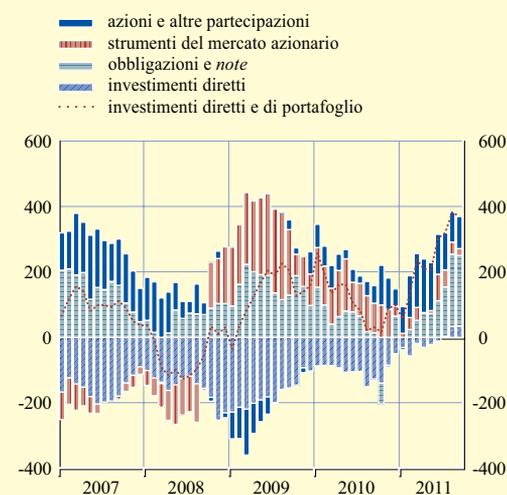
2) Amministrazioni pubbliche e altri settori della bilancia dei pagamenti.

menti" (cfr. tavola e figura). Tuttavia, nel terzo trimestre del 2011 il riacutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari avrebbe provocato delle modifiche nei profili di investimento. I flussi netti di capitale si sono significativamente ridotti e, in particolare, sia gli investitori dell'area sia quelli esteri hanno ridotto le rispettive esposizioni finanziarie transfrontaliere.

I maggiori afflussi per l'insieme degli investimenti diretti e di portafoglio nei dodici mesi terminanti in settembre sono stati sorretti principalmente dalla crescita dei flussi netti in entrata per investimenti di portafoglio, oltre che da minori deflussi per investimenti diretti esteri. L'aumento degli afflussi netti per investimenti di portafoglio ha riguardato soprattutto i titoli di debito, riflettendo sia i sostanziali acquisti esteri di strumenti emessi dalle IFM e dalle imprese diverse dalle IFM dell'area dell'euro nella prima metà del 2011 sia la moderazione degli investimenti dell'area in titoli esteri. Nello specifico, la domanda estera di titoli di debito più liquidi e con rating più elevato emessi dalle imprese diverse dalle IFM nei paesi core dell'area dell'euro è stata particolarmente vigorosa nel

Principali voci del conto finanziario

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



Fonte: BCE.

secondo trimestre dell'anno e questo ha probabilmente rispecchiato flussi di investimenti "rifugio" nel contesto della revisione al ribasso delle aspettative di crescita per le principali economie sviluppate. Questi afflussi per investimenti di portafoglio nel settore delle imprese dell'area dell'euro diverse dalle IFM hanno inoltre contribuito in senso positivo alla liquidità disponibile nell'area e hanno trovato in parte riflesso nell'evoluzione dell'aggregato monetario ampio M3. Come appare evidente dalla presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti, queste transazioni che interessano il settore detentore di moneta costituiscono di fatto un'immagine speculare del graduale aumento della posizione patrimoniale netta sull'estero delle IFM dagli inizi del 2011¹⁾.

Più di recente, tuttavia, il profilo dei flussi per investimenti di portafoglio ha subito modifiche rilevanti. In particolare, nel terzo trimestre del 2011 gli afflussi netti per titoli di debito sono diminuiti notevolmente e il comparto degli investimenti in titoli azionari ha evidenziato un passaggio da deflussi ad afflussi netti. Ciò costituisce la risultante di un processo di liquidazione, nel quale gli investitori dell'area dell'euro hanno rimpatriato fondi precedentemente investiti in titoli esteri e i non residenti hanno venduto titoli dell'area. Mentre nell'area dell'euro sia le IFM sia le imprese diverse dalle IFM hanno liquidato titoli esteri, i disinvestimenti dei non residenti hanno riguardato soprattutto gli strumenti dell'area emessi da soggetti diversi dalle IFM e in particolare dalle Amministrazioni pubbliche. La domanda dei non residenti per i titoli dell'area emessi da imprese private diverse dalle IFM è invece rimasta robusta, come evidenziato dalle attività nette sull'estero delle IFM nel terzo trimestre del 2011. Tali andamenti andrebbero inquadrati nel contesto delle accresciute tensioni nei mercati finanziari, oltre che di valori borsistici volatili e in calo a livello mondiale. L'aumento dei timori per la crisi del debito sovrano e l'incertezza riguardo alle prospettive per l'economia mondiale hanno pesato sul clima di mercato e modificato il comportamento degli investitori. Una maggiore avversione al rischio, in unione con l'apparente intensificarsi della tendenza degli operatori a investire nel proprio paese, sembra aver indotto flussi a favore di investimenti sicuri.

Per ciò che concerne il settore delle IFM, gli afflussi verso titoli di debito dell'area emessi da tali istituzioni hanno rallentato nel terzo trimestre del 2011, sia quelli in obbligazioni e note, sia quelli in strumenti di mercato monetario. Il rallentamento è tuttavia stato particolarmente marcato per questi ultimi e ciò segnala un'inversione di tendenza rispetto al precedente profilo di comportamento degli investitori esteri nel mercato monetario. Al tempo stesso si è intensificato il processo di liquidazione di titoli di debito esteri da parte delle IFM dell'area, in linea con la ristrutturazione dei bilanci. Le IFM dell'area potrebbero altresì avere accresciuto le vendite di titoli esteri per smobilizzare fondi, dato il calo degli afflussi conseguente al ridimensionamento delle esposizioni degli investitori esteri.

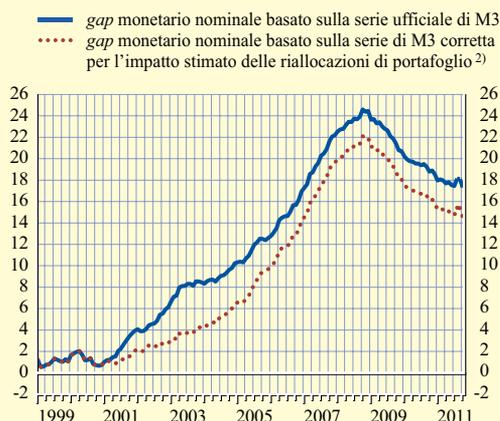
1) Nella misura in cui sono regolate attraverso banche residenti, le transazioni effettuate dal settore detentore di moneta influiscono sulla posizione patrimoniale del settore bancario verso l'estero, che costituisce una delle contropartite di M3. Il settore detentore di moneta include le famiglie,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

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

I considerevoli afflussi registrati per M3 nel terzo trimestre del 2011 hanno arrestato l'assorbimento della liquidità monetaria accumulatasi prima della crisi finanziaria (cfr. figure 15 e 16). Il conseguente aumento dei *gap* monetari ha interrotto il costante assorbimento della liquidità in eccesso osservato dall'inizio del 2009. Questo andamento, tuttavia, è attribuibile a uno shock alla domanda di moneta innescato dall'incertezza nei mercati finanziari e non dovrebbe quindi avere un'incidenza diretta sulle prospettive per la stabilità dei prezzi nel medio termine. In se-

Figura 15 Stime del *gap* monetario nominale ¹⁾

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

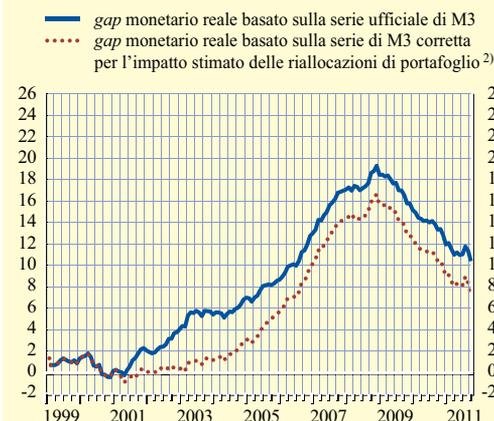


Fonte: BCE.

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

Figura 16 Stime del *gap* monetario reale ¹⁾

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



Fonte: BCE.

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

guito, inoltre, ha subito un'inversione con il deflusso da M3 rilevato in ottobre. Più in generale, occorre ricordare che questo tipo di misura della liquidità va interpretato con cautela, poiché si basa su una stima della quantità di moneta detenuta in equilibrio, caratterizzata da una notevole incertezza.

Nel complesso, il rafforzamento della dinamica monetaria osservato nel terzo trimestre, ancora visibile nel tasso di espansione di ottobre, è stato sospinto dagli shock alla domanda di moneta connessi all'incertezza. Allo stesso tempo, si è stabilizzato il tasso di crescita dei prestiti delle IFM al settore privato non finanziario. Nel loro insieme, questi andamenti indicano che il ritmo dell'espansione monetaria di fondo è rimasto moderato. Al contempo, l'incertezza delle prospettive per i flussi di intermediazione è aumentata nel contesto delle accresciute pressioni per le banche, riguardanti sia la provvista sia la situazione patrimoniale. Dal momento che gli effetti sull'offerta del credito si manifestano in ritardo, sarà necessario tenere la dinamica del credito sotto stretta osservazione.

2.2 INVESTIMENTI FINANZIARI DEL SETTORE NON FINANZIARIO E INVESTITORI ISTITUZIONALI

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari è rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre del 2011, nonostante un'accelerazione degli investimenti in strumenti delle IFM. Il tasso di espansione degli investimenti finanziari da parte delle società di assicurazione e dei fondi pensione è ulteriormente diminuito, rispecchiando

i bassi livelli degli investimenti delle famiglie in riserve tecniche di assicurazione. Le accresciute tensioni sui mercati finanziari nel terzo trimestre hanno indotto considerevoli rimborsi netti per tutti i principali tipi di fondi di investimento.

SETTORI NON FINANZIARI

Nel secondo trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili dati) il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari è rimasto sostanzialmente invariato al 3,3 per cento, stabilizzandosi quindi su un livello relativamente basso in termini storici (cfr. tavola 3). Se non fosse per l'effetto dei trasferimenti di attività dalle IFM alle *bad bank* classificate all'interno del settore delle amministrazioni pubbliche, il tasso di espansione sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari dei settori non finanziari sarebbe ancora molto vicino al livello minimo registrato tra la fine del 2009 e gli inizi del 2010. I moderati andamenti osservati nel secondo trimestre del 2011 celano un'accelerazione della maggior parte degli strumenti, pressoché compensata dal rallentamento degli investimenti in riserve tecniche di assicurazione e altre attività (principalmente prestiti e altri conti attivi). Per la prima volta dalla metà del 2009 il tasso di incremento degli investimenti in strumenti emessi dalle IFM è stato superiore a quello degli investimenti in altri strumenti, a indicazione di una certa ricomposizione di portafoglio a favore delle passività bancarie. Le informazioni desunte dai dati di bilancio delle IFM suggeriscono che questa tendenza si è rafforzata nel terzo trimestre, favorita dai livelli elevati di incertezza nei mercati finanziari.

In un'ottica settoriale, il fatto che il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari complessivi dei settori non finanziari sia rimasto sostanzialmente invariato nel secondo trimestre ha rispecchiato un aumento del contributo delle società non finanziarie, che è stato compensato da investimenti finanziari in qualche misura più contenuti da parte delle famiglie (cfr. fi-

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

	Consistenze in essere in percentuale del totale ¹⁾	Tassi di crescita sul periodo corrispondente									
		2009		2009		2010		2010		2011	
		1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	2° trim.
Investimenti finanziari	100	3,7	3,7	3,5	2,6	2,6	2,6	2,7	3,4	3,2	3,3
Circolante e depositi	24	7,5	6,9	6,0	3,3	1,9	1,5	2,2	3,0	3,4	3,7
Titoli di debito, esclusi											
i prodotti finanziari derivati	6	3,6	1,2	0,0	-2,5	-2,6	-2,6	-2,9	4,8	7,6	8,6
di cui: a breve termine	0	-11,7	-22,3	-32,4	-35,7	-26,9	-22,3	-8,2	-5,8	3,6	2,8
a lungo termine	5	5,9	4,8	5,0	2,6	0,5	-0,3	-2,4	5,7	8,0	9,1
Azioni e altri titoli di capitale, escluse le quote di fondi comuni	30	4,4	4,6	4,3	2,9	2,6	2,2	2,2	2,3	1,9	2,1
di cui: azioni quotate	6	5,3	5,1	5,0	4,6	4,9	3,6	2,5	3,3	1,3	1,4
azioni non quotate e altri titoli di capitale	23	4,2	4,5	4,1	2,5	2,1	1,9	2,1	2,1	2,0	2,3
Quote di fondi comuni	5	-5,4	-3,5	-2,6	0,3	0,2	-1,7	-0,3	-0,1	-1,6	-0,3
Riserve tecniche di assicurazione	15	2,7	3,1	3,5	4,4	5,0	4,8	4,6	4,3	3,6	3,4
Altre attività finanziarie ²⁾	21	1,6	1,8	2,0	2,3	3,8	5,2	4,9	5,3	4,6	3,8
M3 ³⁾		5,2	3,6	1,8	-0,4	-0,1	0,3	1,1	1,7	2,2	2,0

Fonte: BCE.

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

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

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

gura 17). Il più lento accumulo di attività finanziarie da parte di quest'ultimo settore andrebbe considerato nel contesto di un basso saggio di risparmio e di una stagnazione nella crescita del reddito disponibile nominale. L'andamento è riconducibile alla dismissione di quote di fondi comuni di investimento e ai ridotti investimenti in riserve tecniche di assicurazione. L'aumento del ritmo degli investimenti finanziari delle società non finanziarie nel secondo trimestre indica una ripresa del graduale rialzo osservato dagli inizi del 2010, che si era interrotto nel primo trimestre del 2011. L'accumulo più rapido di attività finanziarie da parte delle società non finanziarie nel secondo trimestre è imputabile soprattutto agli acquisti di azioni e altri titoli di capitale. Sebbene questi si siano verificati in parte sotto forma di azioni quotate e non quotate (rispecchiando quindi l'accumulo di utili non distribuiti e potenzialmente l'attività di fusione e acquisizione), a tale andamento hanno contribuito anche le quote di fondi comuni di investimento. Infine, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari del settore delle amministrazioni pubbliche nel secondo trimestre è rimasto invariato su un livello elevato per effetto, come già osservato, del perdurare dell'impatto dei trasferimenti di attività dalle IFM alle *bad bank*. Nel secondo trimestre si è assistito a un'accelerazione delle consistenze in circolante, depositi e altri conti attivi, detenute dal settore delle amministrazioni pubbliche, che ha controbilanciato i cali nell'acquisizione di titoli di debito e nella concessione di prestiti, nonché la dismissione di azioni e altri titoli di capitale. Informazioni più dettagliate sui flussi finanziari e sui bilanci dei settori privati non finanziari sono riportate nelle sezioni 2.6 e 2.7.

INVESTITORI ISTITUZIONALI

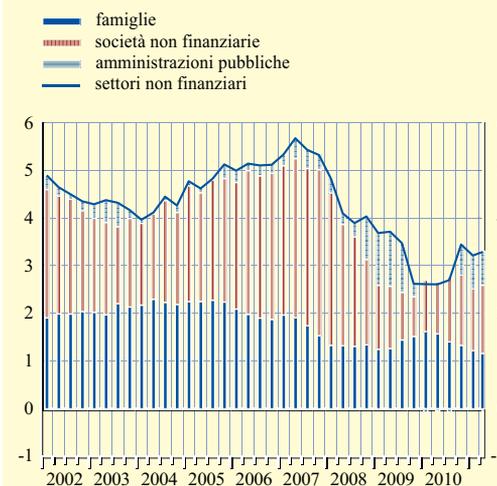
Il ritmo contenuto degli investimenti delle famiglie in riserve tecniche di assicurazione, principale determinante delle disponibilità che possono essere investite dalle società di assicurazione e dai fondi pensione, ha indotto nel secondo trimestre del 2011 un ulteriore calo del tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi. Questo è sceso infatti al 2,5 per cento nel periodo (cfr. figura 18), registrando il livello più basso dal 1999.

Quanto alla scomposizione per strumenti, i titoli di debito hanno continuato a costituire il principale mezzo di investimento finanziario delle società di assicurazione e dei fondi pensione. Gli investimenti in quote di fondi comuni, che in passato hanno rappresentato una parte considerevole degli investimenti finanziari di questo settore, sono stati trascurabili nei trimestri recenti, a indicazione di una preferenza per gli investimenti diretti in titoli. Nel secondo trimestre si è osservato anche un calo dei tassi di variazione dei diritti netti delle famiglie sulle riserve di assicurazione sulla vita e sulle riserve dei fondi pensione.

L'accresciuta incertezza sui mercati finanziari nel terzo trimestre del 2011, rispecchiata nella brusca diminuzione dei prezzi delle attività finanziarie e nelle marcate ricomposizioni di portafoglio, ha avuto un forte impatto sugli afflussi dei fondi di investimento. L'afflusso annuale di quote e parteci-

Figura 17 Investimenti finanziari dei settori non finanziari

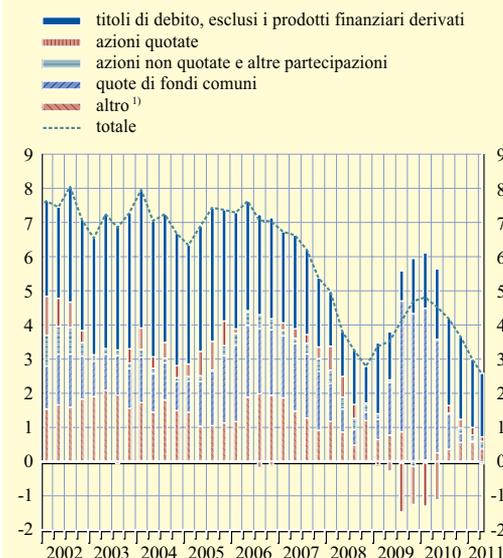
(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonte: BCE.

Figura 18 Investimenti finanziari delle società di assicurazione e dei fondi pensione

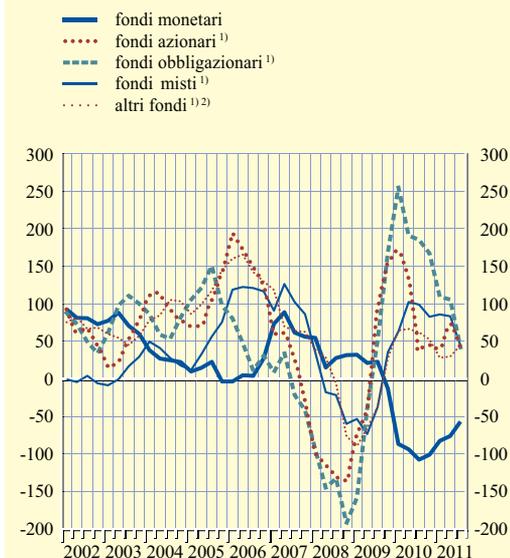
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



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

Figura 19 Flussi netti verso fondi monetari e d'investimento sul periodo corrispondente

(in miliardi di euro)



Fonte: BCE ed EFAMA.
1) Nel periodo precedente al 1° trimestre 2009 le stime dei flussi trimestrali sono ottenute dalle statistiche della BCE sui fondi di investimento non armonizzati, da elaborazioni della BCE basate su dati nazionali forniti dall'EFAMA e da stime della BCE.
2) Include fondi immobiliari, *hedge fund* e fondi non altrove classificati.

pazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari) è sceso nel terzo trimestre a 174 miliardi di euro da 297 miliardi del periodo precedente, portando così il tasso di crescita sul periodo corrispondente al 3,1 per cento dal 5,4 del secondo trimestre. Gli afflussi annuali sono diminuiti per tutte e tre le principali tipologie di fondi di investimento (fondi azionari, obbligazionari e misti) per effetto della generale avversione nei confronti delle attività più rischiose e di una preferenza per le attività che offrono una garanzia sul capitale investito, come gli strumenti monetari (cfr. figura 19). Allo stesso tempo i fondi che, secondo le percezioni degli investitori, offrono livelli più elevati di certezza patrimoniale (come i fondi immobiliari) oppure sono capaci di offrire un rendimento in condizioni di mercato avverse (come gli *hedge fund*) sono ancora riusciti ad attrarre investitori e ad aumentare gli afflussi annuali nel terzo trimestre. Anche i fondi comuni monetari hanno beneficiato del contesto nei mercati finanziari, riportando afflussi nel terzo trimestre, poiché sono spesso utilizzati per il temporaneo collocamento di capitali disinvestiti da altre tipologie di fondi. Allo stesso tempo, questi afflussi non sono riusciti a compensare i deflussi osservati nei trimestri precedenti (probabilmente connessi ai rendimenti relativamente bassi offerti da questi fondi); nel terzo trimestre si è pertanto continuato a osservare deflussi annuali per le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari.

Quanto all'analisi più specifica degli andamenti nel corso del terzo trimestre, quando si sono acuite le tensioni nei mercati finanziari, in base a dati non stagionalizzati si è registrato un deflusso di 42 miliardi di euro per le quote e partecipazioni in fondi di investimento (esclusi i fondi comuni monetari). Si tratta del primo deflusso trimestrale dal primo trimestre del 2009, che però è stato decisamente inferiore a quelli registrati nel periodo successivo al fallimento di Lehman Brothers.

I rimborsi netti, seppur riscontrati per tutte e tre le principali tipologie di fondi di investimento, si sono concentrati in larga misura nei fondi azionari, che hanno rappresentato tre quarti del deflusso totale durante il trimestre. Questi ultimi fondi hanno altresì subito le maggiori diminuzioni in termini di valore: le variazioni dei prezzi delle attività hanno ridotto l'ammontare in essere del 15 per cento circa nel terzo trimestre. Ai rimborsi netti subiti dai fondi di investimento è corrisposta dal lato delle attività del bilancio la cessione generalizzata di azioni e altri titoli di capitale, titoli diversi da azioni e quote di fondi di investimento. Allo stesso tempo, i fondi di investimento (diversi dai fondi comuni monetari) hanno accresciuto i depositi detenuti, in parte come investimento volto a preservare il capitale nel contesto della volatilità presente nei mercati finanziari, ma anche per poter dar corso ai notevoli rimborsi che hanno dovuto sostenere.

2.3 TASSI DI INTERESSE DEL MERCATO MONETARIO

I tassi di interesse del mercato monetario sono generalmente diminuiti fra il 7 settembre e il 7 dicembre 2011, di riflesso alla correzione al ribasso delle aspettative sui tassi di interesse nel breve periodo avvenuta verso la fine di ottobre e in novembre. Inoltre, il 3 novembre il Consiglio direttivo ha deciso di ridurre i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, con effetto dall'operazione di rifinanziamento principale regolata il 9 novembre. Al contempo la volatilità dei tassi di interesse del mercato monetario è aumentata ulteriormente.

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi privi di garanzia sono diminuiti solo lievemente nel periodo in esame. Il 7 dicembre i tassi Euribor a uno, tre, sei e dodici mesi si collocavano rispettivamente all'1,21, 1,47, 1,70 e 2,04 per cento, ossia a 14, 6, 3 e 3 punti base al di sotto dei

Figura 20 Tassi di interesse del mercato monetario

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

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

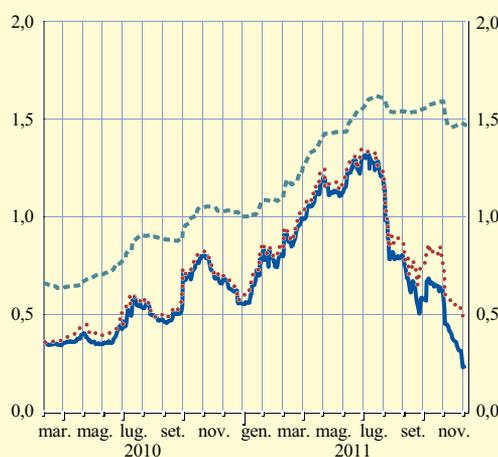


Fonti: BCE e Thomson Reuters.

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

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

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



Fonti: BCE, Bloomberg e Reuters.

livelli osservati il 7 settembre. Il differenziale fra l'Euribor a dodici mesi e quello a un mese, indicatore dell'inclinazione della curva dei rendimenti del mercato monetario, è cresciuto di 11 punti base nell'arco del periodo, collocandosi a 83 punti base il 7 dicembre (cfr. figura 20).

I tassi di interesse del mercato monetario sui depositi con garanzia sono complessivamente diminuiti durante il periodo in esame, invertendo così in parte la generale tendenza al rialzo osservata da gennaio (cfr. figura 21). Il 7 dicembre il tasso *swap* a tre mesi sul tasso *overnight* si situava allo 0,47 per cento, ossia 24 punti base al di sotto del livello del 7 settembre. Il corrispondente tasso Euribor sui depositi privi di garanzia ha segnato una flessione solo lieve, così che il differenziale fra questi due tassi è salito da 77 punti base il 7 settembre a 101 punti base il 7 dicembre. Questi andamenti sono ascrivibili alle rinnovate tensioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro.

Il 7 dicembre i tassi di interesse impliciti nei prezzi dei contratti *future* sull'Euribor a tre mesi con scadenza a dicembre 2011 e a marzo e giugno 2012 si collocavano rispettivamente all'1,28, 1,04 e 0,97 per cento, evidenziando aumenti di 6 e 2 punti base e un calo di 2 punti base rispetto ai livelli osservati il 7 settembre, in parte di riflesso a un ridimensionamento delle aspettative sui tassi di politica monetaria (cfr. figura 22). Negli ultimi tre mesi le volatilità implicite a scadenze costanti di tre, sei, nove e dodici mesi ricavate dai prezzi delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi sono rimaste su livelli storicamente elevati, in particolare per le scadenze più brevi (cfr. figura 23).

Per quanto riguarda la scadenza *overnight*, l'Eonia è rimasto piuttosto volatile durante il periodo in esame. Per effetto delle rinnovate tensioni nei mercati finanziari, il ricorso delle banche alle

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

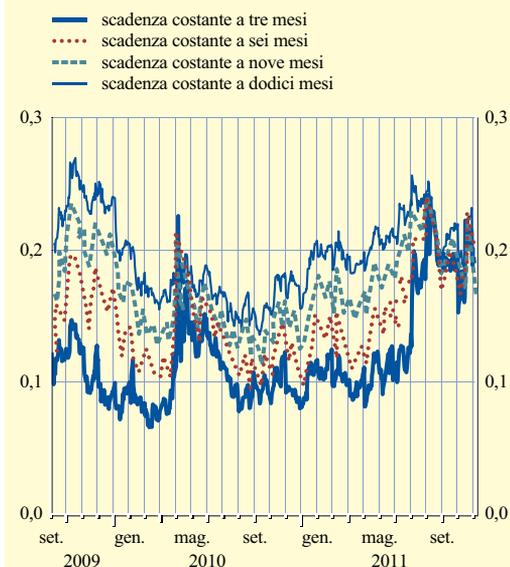
(valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri)



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

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

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



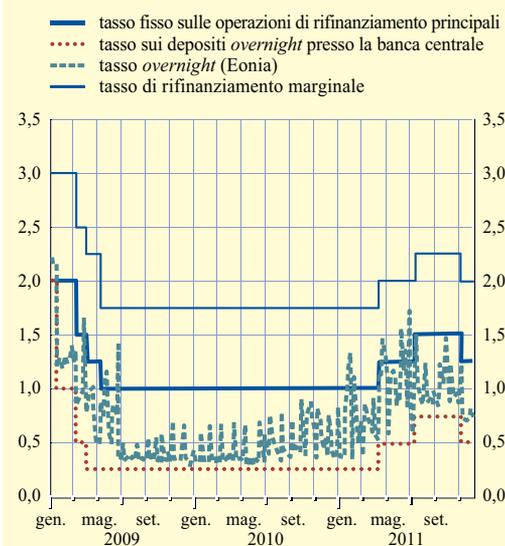
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: la misura della volatilità è ottenuta in due fasi. Innanzitutto, le volatilità implicite delle opzioni sui contratti *future* sull'Euribor a tre mesi vengono convertite in termini di logaritmi di prezzi invece che di logaritmi dei rendimenti. Successivamente,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

operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema è aumentato considerevolmente. Di conseguenza, l'ammontare della liquidità in eccesso nel sistema si è accresciuta, come indicato dal ricorso ai depositi presso la banca centrale. Il differenziale fra l'Eonia e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale è pertanto rimasto negativo nell'arco del periodo in rassegna. Il 3 novembre il Consiglio direttivo ha abbassato di 25 punti base i tassi di riferimento della BCE, portando il tasso sui depositi presso la banca centrale allo 0,50 per cento e i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale rispettivamente all'1,25 e 2,00 per cento. Questa decisione è stata rispecchiata dall'andamento dell'Eonia, che il 7 dicembre si situava allo 0,747 per cento (cfr. figura 24).

Nel periodo in esame la BCE ha continuato a fornire sostegno ai mercati monetari tramite operazioni di immissione di liquidità con scadenze pari a una settimana, a un periodo di mantenimento e a tre mesi. Tutte le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema sono state condotte tramite procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. In considerazione delle tensioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro, la BCE ha inoltre deciso di fornire liquidità mediante due operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine, anch'esse condotte tramite asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi, aventi scadenza di approssimativamente dodici e tredici mesi. La prima di queste due operazioni è stata effettuata il 26 ottobre. La BCE ha inoltre effettuato settimanalmente operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana con procedura a tasso variabile e tassi massimi di offerta pari all'1,50 per cento nel nono e decimo periodo di mantenimento e all'1,25 per cento nell'undicesimo. Tramite queste operazioni la BCE ha offerto di assorbire un importo corrispondente all'entità degli acquisti effettuati nell'ambito del Programma relativo ai mercati dei titoli, che ammontava a 207,6 miliardi il 7 dicembre. Per maggiori informazioni sulle condizioni di liquidità e sulle operazioni di politica monetaria, cfr. il riquadro 4.

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

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



Fonti: BCE e Thomson Reuters.

Riquadro 4

CONDIZIONI DI LIQUIDITÀ E OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA NEL PERIODO DAL 10 AGOSTO ALL'8 NOVEMBRE 2011

Questo riquadro descrive le operazioni di mercato aperto della BCE durante i periodi di mantenimento terminati il 13 settembre, l'11 ottobre e l'8 novembre 2011. Durante questo arco di tempo tutte le operazioni di rifinanziamento in euro hanno continuato a essere condotte mediante procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi.

Il 4 agosto 2011 il Consiglio direttivo ha deciso di effettuare, il 10 agosto 2011, un'operazione supplementare di rifinanziamento a più lungo termine finalizzata all'immissione di liquidità con

una scadenza di circa sei mesi. L'operazione è stata condotta mediante procedura d'asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi richiesti.

In seguito, il 6 ottobre 2011, il Consiglio direttivo ha stabilito che sarebbero state condotte altre due operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine, una in ottobre con scadenza di circa 12 mesi e l'altra in dicembre con scadenza di circa 13 mesi, anch'esse mediante asta a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi.

Lo stesso giorno il Consiglio direttivo ha inoltre annunciato l'attivazione, in novembre, di un secondo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite allo scopo di allentare le condizioni di finanziamento per gli istituti di credito e le imprese e di incoraggiare le banche a mantenere o espandere l'attività di credito alla clientela. Il programma prevede l'acquisto di obbligazioni garantite idonee per un valore nominale totale di 40 milioni di euro, da effettuarsi entro la fine di ottobre del 2012¹⁾.

Fabbisogno di liquidità del sistema bancario

Nel periodo in esame il fabbisogno giornaliero di liquidità aggregato del sistema bancario, definito come la somma di fattori autonomi, riserva obbligatoria e riserve in eccesso (ossia i depositi di conto corrente che eccedono la riserva obbligatoria), è stato pari in media a 452,4 miliardi di euro, un livello inferiore di 30,0 miliardi di euro alla media giornaliera dei tre periodi di mantenimento precedenti (compresi fra l'11 maggio e il 9 agosto 2011).

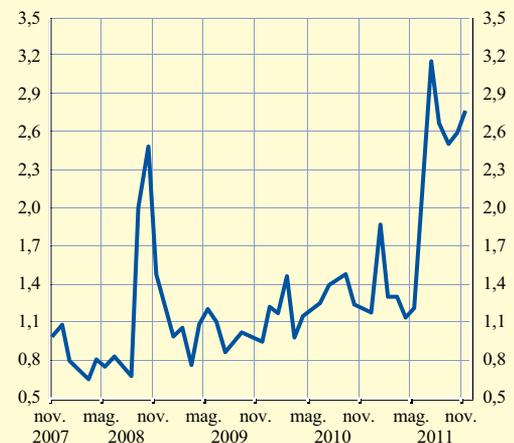
Tale andamento è principalmente riconducibile a un'ulteriore riduzione nel valore medio dei fattori autonomi, scesi di 26,4 miliardi, a 245,9 miliardi di euro. Il livello medio della riserva obbligatoria è stato di 206,4 miliardi di euro, in calo di 1,1 miliardi rispetto ai tre periodi precedenti.

Offerta di liquidità

Nel periodo in esame la liquidità complessivamente offerta mediante operazioni di mercato aperto è stata in media di 615,3 miliardi di euro, in rialzo di 99,1 miliardi rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti. Di questi, 408,5 miliardi in media sono stati forniti tramite operazioni d'asta²⁾ (26,9 miliardi di euro in più rispetto al periodo di mantenimento precedente, soprattutto

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

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



Fonte: BCE.

1) Per maggiori dettagli, cfr. il comunicato stampa della BCE del 3 novembre 2011: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html
2) Le operazioni d'asta comprendono le operazioni di rifinanziamento principali, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine e le operazioni di regolazione puntuale (*fine-tuning*); queste ultime possono essere finalizzate all'immissione o all'assorbimento di liquidità.

per effetto dell'aumento nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine).

Rispetto ai tre periodi di mantenimento precedenti, la liquidità media fornita dalle operazioni di rifinanziamento principali a una settimana è aumentata di 29,7 miliardi di euro a 171,6 miliardi, mentre la liquidità media offerta tramite operazioni di rifinanziamento con scadenza speciale della durata di un periodo di mantenimento è diminuita di 8,5 miliardi di euro a 64,0 miliardi. Parallelamente, la liquidità media fornita dalle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine a tre mesi è cresciuta di 17,1 miliardi di euro a 261,6 miliardi. Ulteriori 49,7 e 56,9 miliardi sono stati offerti nell'ambito delle summenzionate operazioni supplementari di rifinanziamento a più lungo termine, rispettivamente quella a sei mesi regolata l'11 agosto 2011 e quella a 12 mesi regolata il 27 ottobre 2011. Nell'insieme, la liquidità complessivamente fornita mediante operazioni di rifinanziamento a più lungo termine si è attestata in media a 384,0 miliardi di euro, a fronte di 317,0 miliardi del periodo precedente.

Il primo Programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered bond purchase programme*, CBPP) e il Programma per i mercati dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme*, SMP) hanno insieme apportato una media di 206,7 miliardi di euro di liquidità, contro una media di 134,6 miliardi nei tre periodi di mantenimento precedenti.

Il CBPP, per il quale gli acquisti sono terminati il 30 giugno 2010, ha fornito 59,4 miliardi di euro, segnando una diminuzione marginale dai 60,6 miliardi dei tre periodi precedenti, a causa degli importi in scadenza. Il 4 novembre il valore netto degli acquisti regolati nell'ambito dell'SMP era pari a 183,0 miliardi di euro, in notevole aumento rispetto ai 73,9 miliardi osservati il 5 agosto.

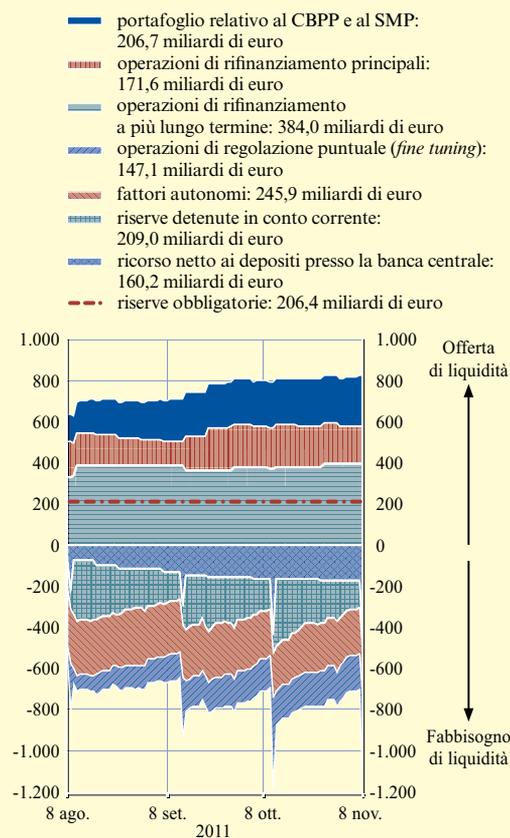
Nel contempo, le operazioni settimanali hanno neutralizzato tutta la liquidità fornita mediante l'SMP, ritirando in media 139,2 miliardi di euro nel periodo in esame. La liquidità assorbita mediante operazioni di regolazione puntuale con scadenza *overnight* condotte l'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento è stata pari in media a 241,6 miliardi di euro (cfr. figura B).

Ricorso alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Nel complesso, l'aumento dell'offerta di liquidità ha implicato un incremento dell'eccesso di liquidità medio a 164,3 miliardi di euro nel periodo in esame (contro 36,2 miliardi nel periodo

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

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



Fonte: BCE.

precedente). Il ricorso alle operazioni di rifinanziamento marginale è cresciuto in media dallo 0,1 miliardo nei tre periodi di mantenimento precedenti a 1,4 miliardi di euro nel periodo in esame. Esso è stato particolarmente pronunciato nel terzo periodo di mantenimento considerato (collocandosi in media a 2,8 miliardi di euro). Nel contempo, il ricorso medio ai depositi presso la banca centrale è aumentato a 161,7 miliardi di euro, in rialzo dai 33,5 miliardi del periodo precedente. Ciò ha comportato un maggiore ricorso netto ai depositi presso la banca centrale³⁾, specie nel secondo e terzo periodo di mantenimento in esame, che è salito in media a 160,2 miliardi, dai 33,5 del periodo precedente.

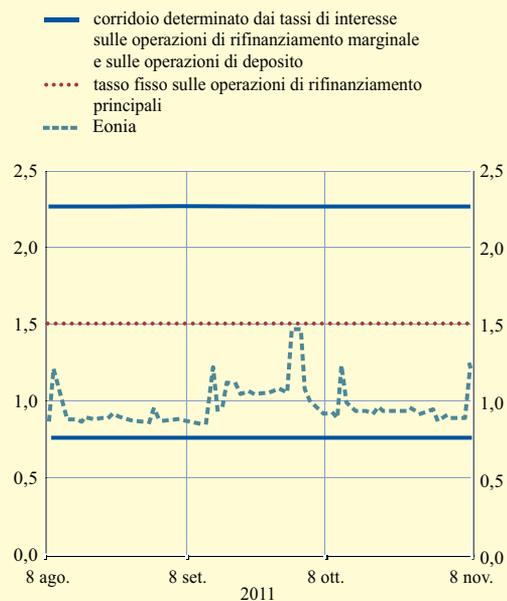
Tassi di interesse

I tassi di interesse di riferimento della BCE sono rimasti invariati nei tre periodi di mantenimento in esame; i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali, sui depositi presso la banca centrale e sulle operazioni di rifinanziamento marginale si sono collocati rispettivamente all'1,50, 0,75 e 2,25 per cento. La decisione del 3 novembre di ridurre i tassi di 25 punti base è stata messa in atto il 9 novembre nell'undicesimo periodo di mantenimento del 2011.

A fronte della liquidità ancora abbondante nel periodo in esame, l'Eonia e altri tassi del mercato monetario a brevissimo termine sono rimasti al di sotto del tasso di rifinanziamento principale, andando a ridursi come di consueto verso la fine del periodo di mantenimento quando l'adempimento dell'obbligo di riserva era prossimo a essere soddisfatto (cfr. figura C). L'Eonia si è collocato in media allo 0,96 per cento, oscillando fra lo 0,85 e l'1,46 per cento. Quest'ultimo valore è stato toccato il 30 settembre, alla fine del trimestre.

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

(tassi di interesse giornalieri in percentuale)



Fonte: BCE.

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

2.4 MERCATI OBBLIGAZIONARI

Tra la fine di agosto e il 7 dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA nell'area dell'euro sono aumentati, mentre quelli sui corrispondenti titoli statunitensi hanno segnato un calo. L'incremento complessivo dei rendimenti nell'area dell'euro riflette principalmente i crescenti timori per la crisi del debito sovrano, che ha interessato anche i paesi con rating AAA. Si è accresciuta l'incertezza circa i futuri andamenti del mercato obbligazionario, misurata dalla volatilità implicita di quest'ultimo, e i differenziali di rendimento fra titoli sovrani dell'area dell'euro si sono ulteriormente ampliati per la maggior parte dei paesi. Al tempo stesso, gli indicatori di mercato mostrano che le attese degli operatori rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

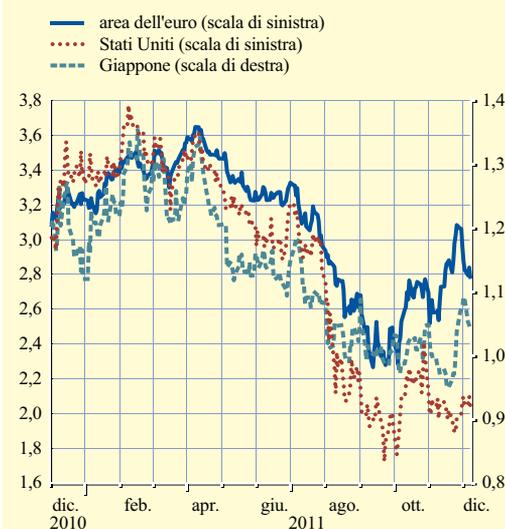
Tra la fine di agosto e il 7 dicembre i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con rating AAA sono aumentati di 10 punti base, portandosi al 2,8 per cento alla fine del periodo in esame. Negli Stati Uniti, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine sono, al contrario, diminuiti di 20 punti base, collocandosi al 2,0 per cento il 7 dicembre (cfr. figura 25). Di conseguenza, il differenziale fra i tassi di interesse nominali sui titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro e quelli degli Stati Uniti si è ampliato di 30 punti base nel periodo. I rendimenti dei titoli di Stato decennali giapponesi sono rimasti sostanzialmente invariati nello stesso periodo, attestandosi sull'1,1 per cento il 7 dicembre.

Nel complesso l'incertezza degli investitori riguardo agli andamenti a breve del mercato obbligazionario nell'area dell'euro, misurata dalla volatilità implicita nelle opzioni, è aumentata nell'arco del periodo. Sia nell'area dell'euro che negli Stati Uniti la volatilità implicita del mercato obbligazionario è visibilmente aumentata in anticipazione dell'incontro dei Capi di Stato e di Governo dell'area dell'euro il 26 ottobre, di riflesso all'incertezza degli investitori circa l'esito del vertice. Dopo l'annuncio a sorpresa del Primo Ministro greco di un voto di fiducia al suo governo e di un referendum nel paese, la volatilità implicita del mercato obbligazionario si è ulteriormente accentuata, raggiungendo nell'area dell'euro livelli comparabili al massimo toccato a metà agosto del 2011. Il successivo annuncio della cancellazione del referendum ha fatto sì che la volatilità implicita diminuisse leggermente, pur rimanendo su livelli elevati, mentre la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro si è ulteriormente estesa, coinvolgendo anche paesi più grandi e con rating più elevato. Durante il periodo in rassegna, il livello della volatilità implicita del mercato obbligazionario è stato significativamente più elevato nell'area dell'euro che negli Stati Uniti.

Gli andamenti dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con rating AAA per area euro e Stati Uniti hanno risentito sia dei timori per la crisi del debito sovrano sia dell'incertezza sulle prospettive dell'economia mondiale. Nella prima parte del periodo in esame l'aspettativa e, successivamente, l'annuncio che la Federal Open Market Committee avrebbe allungato la scadenza media del suo por-

Figura 25 Rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine

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



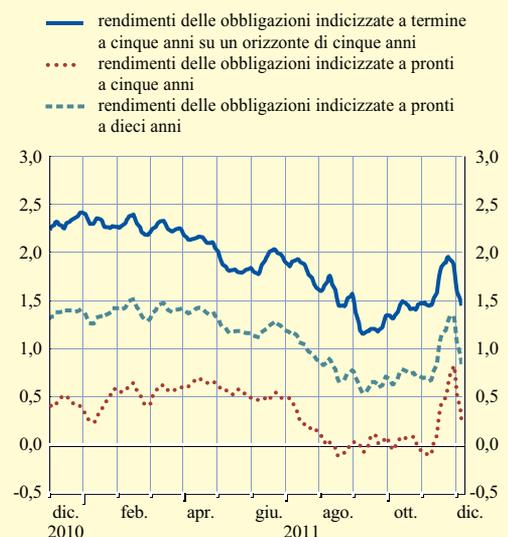
Fonti: Bloomberg e Thomson Reuters.
Note: i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si riferiscono a titoli a dieci anni o alla scadenza disponibile più vicina a dieci anni. Per l'area dell'euro sono considerati soltanto i titoli di Stato con rating AAA.

tafoglio di titoli del Tesoro ha esercitato pressioni al ribasso sui rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti. E' seguito un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, effetto dovuto principalmente all'attesa che l'esito del summit dei Capi di Stato o di Governo dell'area dell'euro del 26 ottobre avrebbe indotto un miglioramento delle condizioni di mercato, giacché ci si aspettavano importanti provvedimenti per affrontare la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro. Inoltre, alcuni dati economici per gli Stati Uniti si sono rivelati migliori delle aspettative, attenuando i timori degli investitori su un rallentamento dell'economia globale e contribuendo alle spinte al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine su entrambe le sponde dell'Atlantico. Dopo l'annuncio delle misure adottate il 26 ottobre, i rendimenti sui rendimenti dei titoli di stato dell'area euro e degli Stati Uniti sono aumentati ulteriormente a fronte di un miglioramento del clima di mercato e di una minore avversione al rischio. Tuttavia, il loro incremento ha subito una parziale inversione quando, a seguito dell'annuncio a sorpresa di un possibile referendum in Grecia, il clima di mercato è bruscamente peggiorato. A novembre, dato che la crisi del debito sovrano dell'area dell'euro colpiva anche paesi con *rating* AAA e che gli operatori accoglievano negativamente la notizia che un'asta di Bund tedeschi decennali non aveva raccolto l'importo programmato, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* AAA sono saliti, mentre quelli statunitensi hanno continuato a diminuire.

Nel periodo in esame i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani dell'area dell'euro e quelli tedeschi si sono ulteriormente ampliati per gran parte dei paesi. Allo stesso tempo, la domanda di titoli di Stato liquidi e con alto *rating* ha continuato a deprimere i rendimenti dei titoli sovrani della Germania. Vari paesi dell'area dell'euro hanno inoltre subito un abbassamento del *rating*. La Spagna e l'Italia sono state entrambe declassate dalle tre le principali agenzie di rating, il Belgio da due e il Portogallo da un'agenzia. In aggiunta, Moody's ha avvertito che le prospettive del rating per la Francia potrebbero essere riviste in negativo e Fitch Ratings ha dichiarato che questo paese potrebbe non essere in grado di assorbire nuovi shock senza compromettere il proprio *rating* AAA. Infine, Standard and Poor's, basandosi sulla propria valutazione che le tensioni sistemiche stavano incidendo sul merito di credito dell'area dell'euro nel suo complesso, ha affermato che i 15 Stati Membri dell'area dell'euro rischiavano tutti di essere declassati. A seguito del vertice dei Capi di Stato o di Governo dell'area dell'euro del 26 ottobre i differenziali di rendimento dei titoli sovrani dell'area rispetto a quello dei titoli tedeschi si sono temporaneamente ristretti in misura significativa. Tale andamento ha tuttavia subito un'inversione allorché i rendimenti si sono bruscamente ampliati per effetto della rinnovata incertezza indotta dall'annuncio a sorpresa sulla possibilità di un referendum in Grecia e dalla situazione politica in Italia. Verso la fine del periodo in rassegna i differenziali di rendimento fra i titoli sovrani decennali dell'area e quelli tedeschi sono tornati a ridursi significativamente, sulla scia dei miglioramenti del clima di mercato che hanno preceduto il vertice dei Capi di Stato o di Governo dell'area dell'euro del 9 dicembre.

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

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



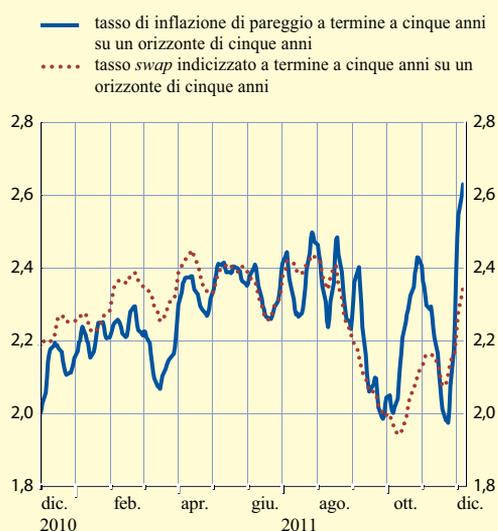
Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: dalla fine di agosto 2011, i tassi reali sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi reali di Francia e Germania. Prima di tale data, il calcolo veniva effettuato sulla base di una stima di una curva congiunta dei rendimenti reali di Francia e Germania.

Per il periodo in esame la metodologia di stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio è stata modificata per evitare distorsioni derivanti dall'aumento dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato francesi e tedeschi (cfr. il riquadro intitolato "La stima dei rendimenti reali e dei tassi di inflazione di pareggio dopo la recente intensificazione della crisi del debito sovrano"). A partire da fine agosto i rendimenti dei titoli di Stato a cinque e dieci anni dell'area dell'euro indicizzati all'inflazione sono aumentati di circa 10 punti base (cfr. figura 26). Il 7 dicembre i rendimenti reali a pronti a cinque e dieci anni si collocavano rispettivamente intorno allo 0,2 e 0,8 per cento. Nell'arco dello stesso periodo i tassi a termine impliciti negli *swap* sull'inflazione (tassi a cinque anni su un orizzonte quinquennale) nell'area dell'euro sono aumentati di 9 punti base, portandosi al 2,3 per cento il 7 dicembre (cfr. figura 27). Alla stessa data, i corrispondenti tassi di inflazione di pareggio sono saliti di 14 punti base, collocandosi al 2,6 per cento. Negli ultimi mesi, i tassi di inflazione di pareggio si sono rivelati piuttosto variabili, riflettendo l'elevata volatilità dei rendimenti obbligazionari nominali e reali, sullo sfondo delle tensioni sui mercati e della presenza di flussi verso investimenti "rifugio". In queste circostanze, le aspettative di inflazione desumibili dal mercato degli *swap* sull'inflazione risultano quindi più affidabili rispetto ai segnali provenienti dai mercati obbligazionari. Nel complesso gli indicatori di mercato fanno ritenere che le aspettative di inflazione a lungo termine degli operatori di mercato rimangono pienamente coerenti con la stabilità dei prezzi.

Il profilo generale dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA può essere scomposto nelle variazioni delle aspettative sui tassi di interesse (e dei connessi pre-

Figura 27 Inflazione di pareggio, ricavata da rendimenti *zero coupon* e tassi *swap* indicizzati all'inflazione nell'area dell'euro

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

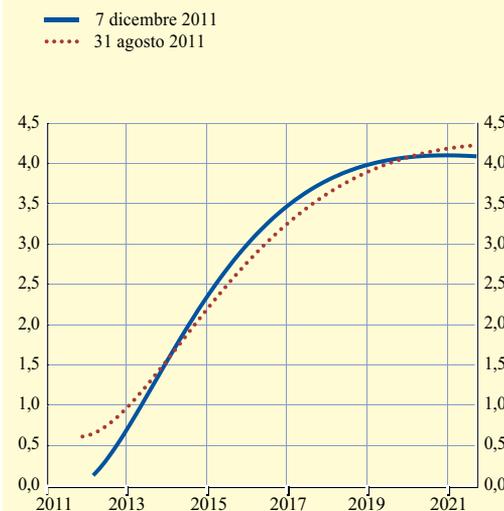


Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nota: dalla fine di agosto 2011, i tassi di inflazione di pareggio sono calcolati come media ponderata al PIL dei tassi di inflazione e di pareggio stimati separatamente per Francia e Germania. Prima di tale data, i tassi venivano calcolati confrontando i rendimenti della curva dei rendimenti nominali dei titoli di Stato con *rating* AAA dell'area dell'euro con una curva dei rendimenti reali congiunta derivata dai titoli di Stato indicizzati di Francia e Germania.

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

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



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

Note: la curva dei tassi a termine impliciti, che è derivata dalla struttura per scadenza dei tassi di interesse di mercato osservati, riflette le aspettative del mercato riguardo ai futuri livelli dei tassi di interesse a breve termine. Il metodo utilizzato per calcolare le curve dei tassi a termine impliciti è descritto nella sezione *Euro area yield curve* del sito Internet della BCE. I dati utilizzati per le stime sono rendimenti di titoli di Stato con *rating* AAA.

mi al rischio) per diversi orizzonti (cfr. figura 28). Rispetto a fine agosto, la struttura per scadenze dei tassi a termine di breve periodo si è spostata verso il basso per gli orizzonti a breve inferiori all'anno e mezzo circa, riflettendo la correzione al ribasso del profilo atteso dei tassi di interesse a breve termine. Per gli orizzonti tra un anno e mezzo e otto anni e mezzo, i tassi a termine di breve periodo si sono spostati verso l'alto. Questi andamenti riflettono principalmente gli aggiustamenti dei premi al rischio intervenuti sullo sfondo dell'intensificazione della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro.

I differenziali di rendimento sulle obbligazioni di qualità più elevata (investment grade) emesse da società non finanziarie sono aumentati per le classi di *rating* inferiori e diminuiti o rimasti sostanzialmente invariati per quelle superiori. Nel periodo in rassegna, i differenziali di rendimento sono risultati volatili, rispecchiando i cambiamenti nell'avversione al rischio degli investitori e gli sviluppi relativi alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro.

Riquadro 5

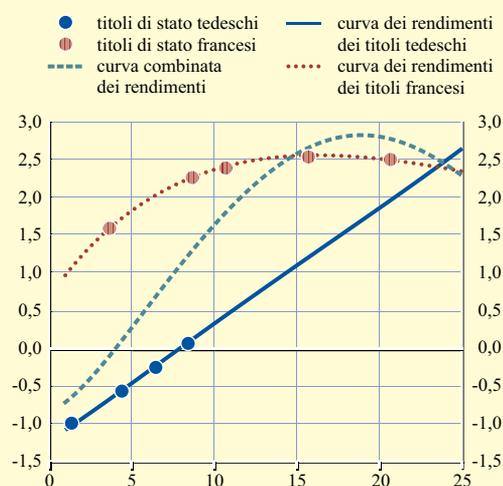
LA STIMA DEI RENDIMENTI REALI E DEI TASSI DI INFLAZIONE DI PAREGGIO DOPO LA RECENTE INTENSIFICAZIONE DELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

L'ampliarsi dei differenziali di rendimento fra i titoli di Stato di Germania e Francia, in particolare nel corso di novembre del 2011, unitamente alle diverse strutture per scadenze dei titoli indicizzati all'inflazione emessi da questi due paesi (le obbligazioni tedesche in essere presentano scadenze relativamente più brevi di quelle francesi), sono all'origine di distorsioni significative sulla stima della curva combinata dei rendimenti nominali. Di conseguenza, i tassi di inflazione di pareggio (TIP) ricavati a partire da tale curva risultano anch'essi distorti. Questo riquadro descrive brevemente i motivi delle distorsioni e propone una metodologia di stima alternativa in grado di ridurre le distorsioni derivanti dall'ampliarsi dei differenziali di rendimento fra i titoli tedeschi e francesi.

Al fine di illustrare le distorsioni nella curva combinata dei rendimenti reali nel contesto di attuale tensione nei mercati dei titoli di Stato, la figura A riporta i rendimenti delle obbligazioni indicizzate all'inflazione tedesche e francesi, unitamente alla stima delle curve dei rendimenti per i titoli di ciascuno dei paesi considerati e una curva combinata dei rendimenti stimata utilizzando i titoli di entrambi i paesi. Dalla figura emerge chiaramente che le scadenze brevi della curva combinata sono influenzate soprattutto dalle obbligazioni tedesche e quelle lunghe da quelle francesi. La pendenza della curva combinata dei rendimenti differisce pertanto da quella delle curve stimate singolarmente per la Germania e la Francia. Di fatto, per le scadenze comprese fra cinque e dieci anni la curva combinata è molto più ripida delle due curve separate e, di conseguenza, le distorsioni nei

Figura A Curve dei rendimenti reali delle obbligazioni indicizzate all'inflazione e delle obbligazioni zero coupon

(valori percentuali in ragione d'anno; dati destagionalizzati; asse delle x: anni)



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati sono relativi al 16 novembre 2011.

tassi a termine risultano particolarmente pronunciati.

La figura B mostra che i tassi a termine reali (tassi a termine a cinque anni sull'orizzonte quinquennale) basati sulla stima della curva combinata sono considerevolmente cresciuti nelle ultime settimane, portandosi temporaneamente su valori prossimi al 3 per cento. Come già affermato, tali livelli dei rendimenti reali a termine sono artificiosamente elevati. Al fine di risolvere questo problema, i rendimenti reali possono essere calcolati come medie ponderate per il PIL delle curve dei rendimenti reali stimate separatamente per Germania e Francia.

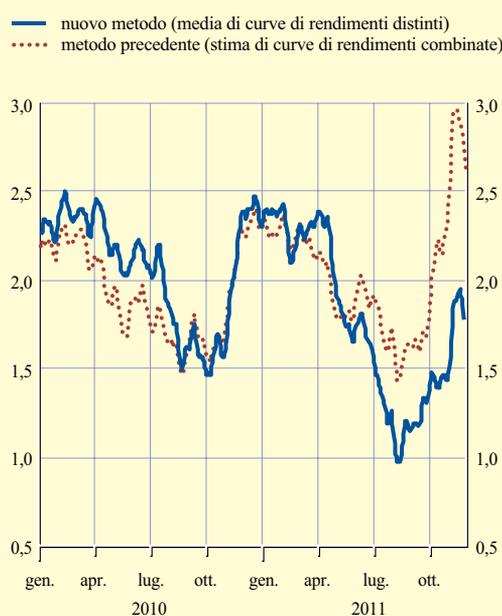
Oltre ai tassi reali, anche i TIP risultano distorti poiché, al fine di calcolare la curva dei TIP, la curva combinata dei rendimenti reali stimata viene sottratta dalla curva dei rendimenti nominali basata sui titoli di Stato con rating AAA¹⁾. Di fatto, i TIP a termine basati sulla curva combinata sono drasticamente diminuiti nelle ultime settimane, raggiungendo livelli inferiori all'1 per cento. Tali livelli contrastano con le informazioni ricavate dal mercato degli swap sull'inflazione, che risente molto meno del rischio di credito e degli effetti di liquidità rispetto alle misure desunte dal mercato obbligazionario.

Per ovviare alle distorsioni nella stima delle curve di pareggio, è possibile calcolare due curve TIP distinte rispettivamente sui dati tedeschi e francesi. Le medie ponderate per il PIL di queste due stime dei TIP possono quindi essere impiegate per valutare le aspettative di inflazione degli operatori di mercato. I TIP ricavati in base a questa metodologia risultano maggiormente in linea con i segnali provenienti dal mercato degli *swap* sull'inflazione rispetto a quelli ricavati dalla curva combinata dei rendimenti reali e indicano attualmente che le aspettative di inflazione a lungo termine si collocano attorno al 2,6 per cento (cfr. figura 27). Tuttavia, nelle attuali condizioni di mercato, mentre le rinnovate tensioni in molti mercati dei titoli di Stato rendono volatili i rendimenti nominali e quelli dei titoli indicizzati all'inflazione, i tassi degli *swap* sull'inflazione risultano più affidabili come indicatori delle aspettative di inflazione degli operatori rispetto ai TIP ricavati dai mercati dei titoli di Stato. Nondimeno, le informazioni fornite dal mercato obbligazionario, opportunamente aggiustate per tener conto di tali tensioni, sono utili per effettuare una controverifica delle informazioni tratte dal mercato degli *swap* sull'inflazione.

1) La curva dei rendimenti nominali dell'area dell'euro calcolata sui titoli di Stato con rating AAA si basa su un ampio numero di titoli emessi da paesi diversi e con scadenza diversa e risente pertanto molto meno, rispetto alla curva dei rendimenti reali, delle distorsioni dovute all'ampliamento dei differenziali di rendimento sovrani.

Figura B Rendimenti a termine a cinque anni su un orizzonte di cinque anni

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



Fonti: Bloomberg, Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

2.5 MERCATI AZIONARI

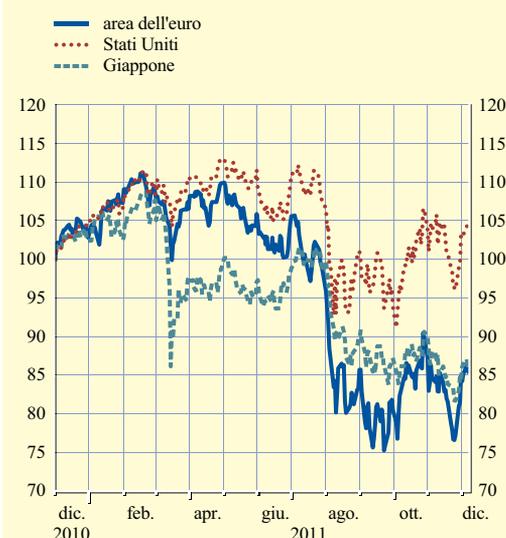
Tra la fine di agosto e il 7 dicembre i corsi azionari sono in generale leggermente diminuiti nell'area dell'euro, mentre sono aumentati negli Stati Uniti. In entrambe queste economie l'incertezza prevalente nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, è rimasta elevata durante tutto il periodo. Le variazioni del clima di fiducia degli investitori collegate alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro hanno continuato a incidere sugli andamenti dei corsi azionari, specie quelli dei titoli del settore finanziario. In aggiunta, i dati economici pubblicati per l'area dell'euro hanno in gran parte seguito a deludere gli operatori, mentre quelli pubblicati per gli Stati Uniti nella seconda parte del periodo sono risultati per lo più superiori alle attese.

Tra la fine di agosto e il 7 dicembre i corsi azionari sono leggermente diminuiti nell'area dell'euro, mentre sono aumentati negli Stati Uniti. Nel complesso, le quotazioni azionarie dell'area, misurate dall'indice Dow Jones Euro Stoxx, sono calate dello 0,6 per cento in questo periodo. Negli Stati Uniti l'indice Standard and Poor's 500 ha guadagnato il 3,5 per cento (cfr. figura 29). Nello stesso periodo le quotazioni azionarie in Giappone, misurate dall'indice Nikkei 225, hanno perso il 2,6 per cento.

Tanto nell'area dell'euro quanto negli Stati Uniti l'incertezza prevalente nei mercati azionari, misurata dalla volatilità implicita, si è mantenuta su livelli elevati durante tutto il periodo in esame (cfr. figura 30). Ciò si deve soprattutto alle tensioni presenti in vari segmenti di mercato in relazione alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro e alla protratta incertezza sulle prospettive dell'economia mondiale. Così come nei mercati obbligazionari, il livello della volatilità implicita nell'area dell'euro è risultato significativamente più elevato di quello negli Stati Uniti.

Figura 29 Indici dei corsi azionari

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

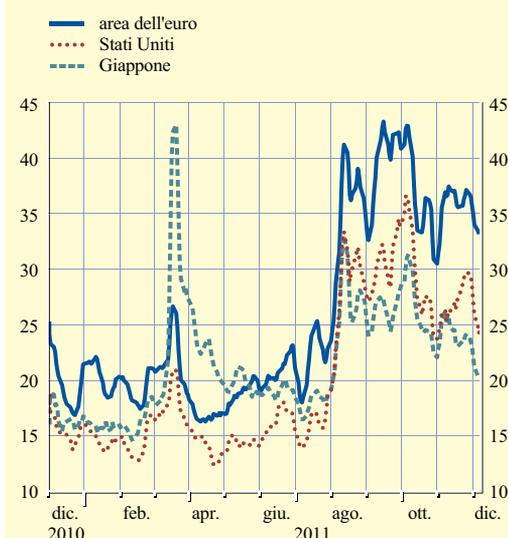


Fonte: Thomson Reuters.

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

Figura 30 Volatilità implicita dei mercati azionari

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



Fonte: Bloomberg.

Note: la serie della volatilità implicita riflette la deviazione standard attesa di variazioni percentuali dei prezzi delle azioni per un periodo fino a tre mesi, come implicito nei prezzi delle opzioni su indici azionari. Gli indici azionari a cui si riferiscono le volatilità implicite sono il Dow Jones Euro Stoxx 50 per l'area dell'euro, lo Standard & Poor's 500 per gli Stati Uniti e il Nikkei 225 per il Giappone.

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

(variazioni percentuali dei prezzi di fine periodo)

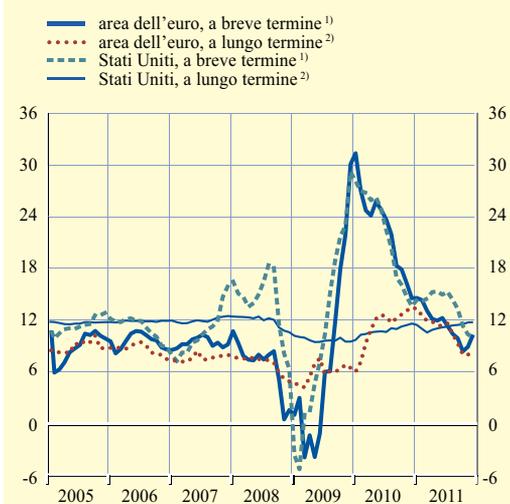
	Euro Stoxx	Materie prime	Servizi di consumo	Beni di consumo	Petrolio e gas naturale	Servizi finanziari	Servizi sanitari	Industriali	Alta tecnologia	Telecomunicazioni	Servizi di pubblica utilità
Quota del settore nella capitalizzazione del mercato											
(dati di fine periodo)	100,0	10,0	6,9	16,5	8,5	19,9	5,4	14,0	4,7	6,6	7,7
Variazioni dei prezzi											
(dati di fine periodo)											
2010 3° trimestre	7,3	9,0	11,1	8,0	5,3	8,2	-0,2	5,6	3,2	12,8	4,9
4° trimestre	3,8	16,3	0,7	9,0	7,9	-7,0	-1,1	13,3	10,2	-4,7	2,9
2011 1° trimestre	3,6	-0,3	-1,8	-3,2	8,4	8,5	4,8	4,4	5,0	6,0	3,5
2° trimestre	-1,7	3,0	-2,9	7,0	-6,2	-5,0	11,5	-1,3	-8,8	-6,5	-6,8
3° trimestre	-23,1	-28,9	-17,4	-20,0	-19,1	-30,9	-9,2	-27,4	-15,9	-14,4	-18,5
ottobre 2011	8,4	12,9	6,7	10,9	15,4	6,2	3,8	9,4	12,1	4,6	1,4
novembre 2011	-2,6	0,2	-0,4	-1,4	0,2	-7,2	0,2	-2,5	-4,4	-4,0	-2,0
31 agosto - 7 dicembre 2011	-0,6	0,0	-0,3	1,2	11,3	-4,8	3,1	-4,0	2,6	-3,4	-0,9

Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

Nel periodo in rassegna le variazioni del clima di fiducia degli investitori collegate alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro hanno continuato a incidere sugli andamenti dei corsi azionari. In aggiunta, i dati economici pubblicati per l'area dell'euro hanno in gran parte seguito a deludere gli operatori, mentre quelli pubblicati per gli Stati Uniti nella seconda parte del periodo sono risultati per lo più superiori alle attese. I corsi azionari sono aumentati in anticipazione e subito dopo il vertice dei Capi di Stato o di Governo dell'area dell'euro del 26 ottobre, parallelamente al nuovo graduale miglioramento del clima di mercato dopo l'annuncio delle decisioni assunte in occasione di tale vertice. I guadagni realizzati sono stati tuttavia annullati allorché il clima di mercato si è nuovamente deteriorato a seguito dell'annuncio a sorpresa da parte del Primo Ministro greco di un voto di fiducia sul governo ellenico e di un referendum nel paese, nonché della propagazione della crisi a paesi più grandi e con *rating* più elevato. Verso la fine del periodo i corsi azionari hanno segnato un forte incremento allorché la Bank of Canada, la Bank of England, la Banca del Giappone, la Banca centrale europea, la Federal Reserve e la Banca nazionale svizzera hanno annunciato azioni coordinate per migliorare la propria capacità di fornire al sistema finanziario globale un sostegno di liquidità al fine di allentare le tensioni nei mercati finanziari. Il clima di mercato è inoltre migliorato in attesa del vertice dei Capi di Stato o di Governo dell'area dell'euro il 9 dicembre.

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

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

A livello settoriale gli andamenti degli indici azionari nell'area dell'euro sono stati eterogenei: il ribasso maggiore è stato registrato dai titoli del comparto finanziario, mentre le quotazioni di altri titoli, specie del settore del petrolio e del gas naturale, sono aumentate (cfr. tavola 4). Il calo dei titoli delle società finanziarie è riconducibile agli sviluppi della crisi del debito sovrano dell'area dell'euro, che ha colpito lo stock di titoli di Stato detenuti dalle banche, al fabbisogno di ricapitalizzazione, al declassamento da parte delle agenzie di *rating* e a un aumento delle tensioni nei mercati della provvista. Anche negli Stati Uniti il comparto finanziario è stato fra quelli che hanno segnato un calo, ma il suo ribasso è stato molto inferiore a quello dell'area dell'euro.

I dati sugli utili societari mostrano che per le società che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx la crescita sui dodici mesi degli utili effettivi per azione è diminuita dal 19 per cento in agosto allo 0 per cento in novembre. Anche la crescita attesa degli utili per azione su un orizzonte di dodici mesi è diminuita lievemente, passando nello stesso periodo dal 10 al 9 per cento (cfr. figura 31). La crescita degli utili per azione attesa nel lungo periodo si è parimenti ridotta, dal 10 per cento di agosto all'8 per cento di novembre.

2.6 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE

Il costo reale del finanziamento delle società non finanziarie dell'area dell'euro è rimasto sostanzialmente invariato tra luglio e ottobre del 2011. Questa stabilità complessiva cela andamenti divergenti fra le sue principali componenti. Quanto ai flussi finanziari, la crescita sul periodo corrispondente dei prestiti alle società non finanziarie è leggermente aumentata, all'1,6 per cento, nel terzo trimestre. La dinamica moderata dei prestiti appare ampiamente in linea con il rallentamento dell'attività economica nell'area dell'euro. L'emissione di titoli di debito delle società non finanziarie è lievemente aumentata nel trimestre.

CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Il costo reale del finanziamento esterno delle società non finanziarie dell'area dell'euro, calcolato ponderando il costo delle diverse fonti di finanziamento sulla base delle rispettive consistenze corrette per le variazioni di valore, è rimasto sostanzialmente invariato tra luglio e ottobre, e a fine periodo si collocava al 3,9 per cento (cfr. figura 32).

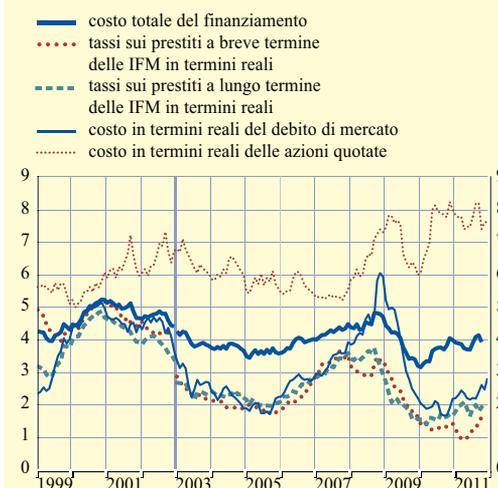
Questa stabilità complessiva cela andamenti divergenti tra le sue varie componenti. Nello specifico, il costo reale delle azioni quotate è diminuito di 38 punti base, collocandosi al 7,4 per cento a ottobre 2011, principalmente per effetto dell'aumento dei corsi azionari in ottobre. Per contro, il costo reale del debito di mercato e i tassi reali sui prestiti a breve termine sono entrambi aumentati di circa 40 punti base, portandosi rispettivamente al 2,6 e 1,6 per cento in ottobre. I tassi reali sui prestiti a lungo termine non hanno subito variazioni di rilievo da luglio a ottobre, rimanendo intorno all'1,9 per cento. I dati più recenti relativi al periodo fino alla prima settimana di dicembre indicano un incremento di circa 20 punti base del costo reale delle azioni, dovuto al ribasso dei corsi azionari e a una minore crescita degli utili attesi. Anche il costo reale del debito di mercato è aumentato di circa 20 punti base nello stesso periodo. In una prospettiva di più lunga termine, il costo reale complessivo del finanziamento per le società non finanziarie nell'area dell'euro in ottobre risultava in linea con la media storica osservata dal 2003. Il costo reale delle azioni quotate rimaneva al di sopra dei livelli storici, mentre i tassi reali di prestito (sia a breve che a lungo termine) e il costo reale del debito di mercato erano inferiori alla rispettiva media di lungo periodo.

Nel periodo compreso tra luglio e ottobre 2011 i tassi di interesse nominali praticati dalle IFM sui nuovi prestiti alle società non finanziarie hanno segnato un aumento per i prestiti a breve termine, ma sono diminuiti per i prestiti a lungo termine (cfr. tavola 5). In particolare, i tassi a breve termine sono cresciuti di 18 punti base per i prestiti di modesta entità (fino a 1 milione di euro) e di 6 punti base per quelli di importo considerevole (oltre a 1 milione di euro). I tassi a lungo termine sono calati di 22 punti base per i prestiti di modesta entità e di 6 punti base per i prestiti di importo considerevole. L'incremento dei tassi a breve termine sui prestiti alle società non finanziarie riflette in certa misura l'innalzamento dei tassi di interesse di riferimento della BCE stabilito in luglio, ma potrebbe anche essere in parte il risultato delle tensioni che interessano la provvista bancaria e il deterioramento del merito di credito delle imprese in alcune giurisdizioni. I rendimenti dei titoli di Stato a sette anni sono calati, nel periodo in esame, di 33 punti base per l'area dell'euro nel suo complesso, ma gli andamenti nei singoli paesi sono stati assai eterogenei.

I differenziali tra i rendimenti delle obbligazioni delle società non finanziarie e quelli sui titoli di Stato sono risultati volatili a partire dall'estate di quest'anno. Di riflesso ai deludenti dati eco-

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

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



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

Note: il costo in termini reali del finanziamento esterno delle società non finanziarie è calcolato come media ponderata del costo dei prestiti bancari, dei titoli di debito e delle azioni, basata sui rispettivi ammontari in essere e deflazionata con le aspettative di inflazione (cfr. il riquadro 4 del numero di marzo 2005 di questo Bollettino). L'introduzione all'inizio del 2003 dei tassi sui prestiti delle IFM armonizzati ha indotto una discontinuità strutturale nella serie. I dati a partire da giugno 2010 potrebbero non essere completamente confrontabili con quelli antecedenti tale data a causa di variazioni metodologiche derivanti dall'attuazione dei Regolamenti BCE/2008/32 e BCE/2009/7 (che modificano il Regolamento BCE/2001/18).

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

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

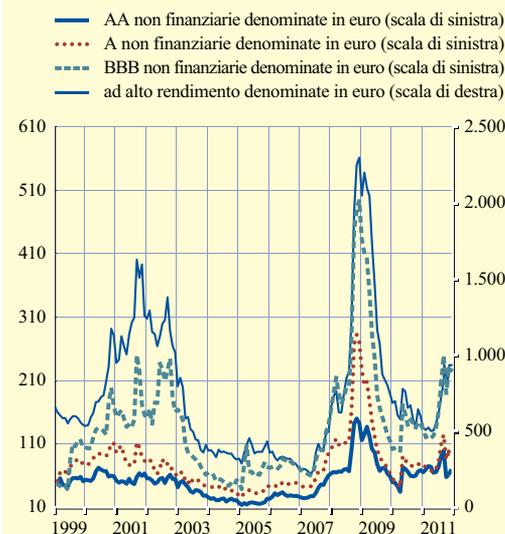
							Variazione in punti base fino a ottobre 2011 ¹⁾		
	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 set.	2011 ott.	2010 lug.	2011 lug.	2011 set.
Tassi di interesse delle IFM sui prestiti									
Conti correnti attivi detenuti dalle società non finanziarie	3,79	3,86	4,01	4,27	4,41	4,46	77	19	5
Prestiti fino a 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	3,35	3,50	3,70	3,94	4,18	4,27	97	18	9
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,79	3,86	4,19	4,39	4,19	4,23	28	-22	4
Prestiti oltre 1 milione di euro a società non finanziarie con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno	2,26	2,59	2,63	2,92	2,92	3,06	81	6	14
con determinazione iniziale del tasso oltre cinque anni	3,51	3,50	3,84	3,29	3,68	3,65	45	-6	-3
Per memoria									
Tasso del mercato monetario a tre mesi	0,89	1,01	1,24	1,55	1,55	1,59	69	-2	4
Rendimenti dei titoli di stato a due anni	1,89	2,25	2,91	3,61	5,47	6,66	489	234	119
Rendimenti dei titoli di stato a sette anni	2,14	2,71	3,19	2,89	1,96	2,17	-21	-33	21

Fonte: BCE.

1) Eventuali mancate quadrature sono da attribuire ad arrotondamenti.

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

(punti base; medie mensili)



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

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

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



Fonti: Thomson Reuters ed elaborazioni della BCE.

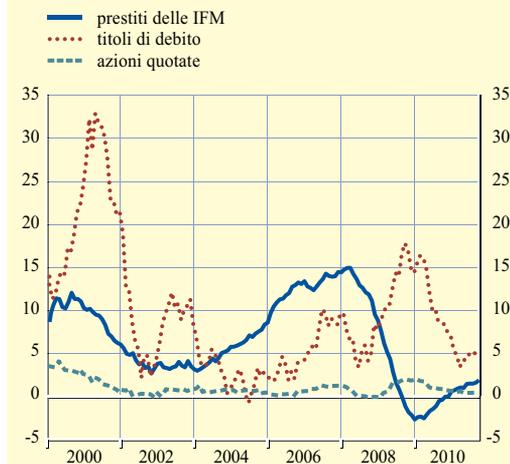
nomici e all'accresciuta incertezza macroeconomica, nel periodo da luglio a settembre i differenziali di rendimento delle obbligazioni con *rating* AA si sono ampliati di 25 punti base, mentre quelli sulle obbligazioni a elevato rendimento sono cresciuti di oltre 340 punti base (cfr. figura 33). Il clima di mercato è leggermente migliorato in ottobre, traducendosi in un calo dei differenziali per tutte le categorie di *rating*. Nel novembre 2011, tuttavia, le rinnovate tensioni collegate alla crisi del debito sovrano dell'area dell'euro e i negativi effetti di contagio sui paesi maggiori e con *rating* più elevato hanno esercitato pressioni al rialzo, soprattutto sui differenziali delle obbligazioni societarie di qualità intermedia e inferiore.

FLUSSI FINANZIARI

Gli indicatori della redditività delle società non finanziarie dell'area dell'euro hanno segnalato un andamento ancora positivo nel terzo trimestre del 2011 e nei primi due mesi del quarto trimestre. Nel contempo, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli utili per azione delle società non finanziarie quotate nell'area si è ridotto dal 40 per cento circa al volgere dello scorso anno al 4 per cento di novembre (cfr. figura 34). In prospettiva, gli operatori di mercato si attendono che la variazione al ribasso si inverta e nei prossimi mesi si assista a un'ordinata ripresa.

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

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



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

Per quanto riguarda il finanziamento esterno, la ripresa dei prestiti delle IFM alle società non finanziarie osservata a partire dal 2010 ha perso slancio nel terzo trimestre. Questa stabilizzazione ha coinciso con un lieve aumento dell'attività di emissione di titoli di debito nello stesso periodo (cfr. figura 35), interamente ascrivibile al collocamento di titoli a tasso fisso e a lunga scadenza, mentre le emissioni di titoli a breve termine e di titoli a lunga scadenza con tasso variabile hanno continuato a calare. Per contro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente delle azioni quotate ha subito una lieve contrazione dovuta all'aumento del costo di tali azioni.

Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti bancari alle società non finanziarie è aumentato in misura lieve, all'1,6 per cento, nel terzo trimestre (cfr. tavola 6), di riflesso al recupero dei prestiti con scadenza superiore a cinque anni che è stato compensato dalla minore espansione dei prestiti a breve termine (con scadenze fino a un anno). Il tasso di riduzione dei prestiti con scadenze intermedie (comprese tra uno e cinque anni) è rimasto sostanzialmente invariato nel terzo trimestre 2011. Fino a oggi, le moderate dinamiche dei prestiti alle società non finanziarie restano in linea con la modesta domanda di prestiti nel contesto di contrazione dell'attività economica.

I risultati dell'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro per il terzo trimestre hanno mostrato per la prima volta dal secondo trimestre 2010 un calo della domanda di prestiti delle società non finanziarie. Ciò fa ritenere che la domanda di prestiti da parte del settore delle imprese abbia subito una contrazione pronunciata durante l'estate, dovuta al rallentamento del ritmo dell'attività economica. Il decremento netto della domanda di prestiti è stato alimentato da un evidente calo del fabbisogno di finanziare investimenti fissi e dal minore contributo del fabbisogno di finanziamento

Tavola 6 Finanziamento delle società non finanziarie

(variazioni percentuali; dati di fine trimestre)

	Tassi di crescita sul periodo corrispondente				
	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.
Prestiti delle IFM	-0,5	-0,1	0,9	1,4	1,6
fino a un anno	-6,0	-3,2	0,1	4,2	4,1
da uno a cinque anni	-2,5	-2,8	-2,3	-3,7	-3,7
oltre cinque anni	2,8	2,4	2,4	2,0	2,3
Emissioni di obbligazioni	8,6	7,4	4,7	4,2	5,0
a breve termine	-12,5	-6,4	-4,9	2,6	19,3
a lungo termine, di cui: ¹⁾	11,1	8,8	5,7	4,3	3,6
a tasso fisso	13,9	11,0	7,3	5,3	4,3
a tasso variabile	-1,5	-0,6	-1,0	-1,9	-3,8
Emissioni di azioni quotate	0,9	0,7	0,5	0,4	0,3
Per memoria ²⁾					
Finanziamento totale	2,0	2,2	2,2	2,4	-
Prestiti a società non finanziarie	1,9	1,9	2,6	3,1	-
Riserve tecniche di assicurazione ³⁾	0,4	1,1	1,0	1,0	-

Fonti: BCE, Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

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

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

3) Include le riserve dei fondi pensione.

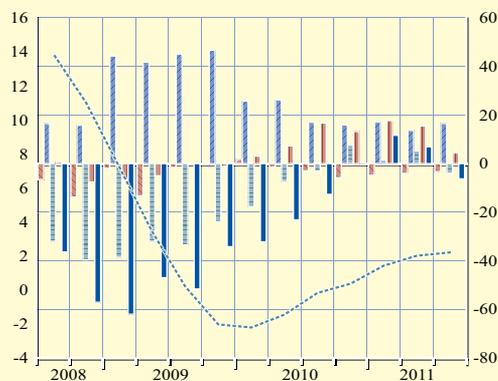
relativo alle scorte e al capitale circolante (cfr. figura 36). Inoltre, le banche dell'area dell'euro hanno irrigidito significativamente i criteri di concessione del credito per i prestiti alle società non finanziarie nel trimestre in rassegna. Tale decisione riflette fattori collegati alle condizioni di finanziamento sul mercato delle banche e il peggioramento del contesto economico complessivo. In prospettiva, le banche si attendono un ulteriore irrigidimento dei criteri di fido e una protratta riduzione della domanda di prestiti da parte delle società non finanziarie. Il riquadro 6 presenta i risultati dell'ultima indagine sull'accesso al finanziamento delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro.

La figura 37 illustra le componenti del risparmio, del finanziamento e degli investimenti delle imprese dell'area dell'euro che figurano nei conti dell'area stessa, per i quali sono disponibili dati fino al secondo trimestre del 2011. Il fabbisogno finanziario (o indebitamento netto) delle società non finanziarie, ossia la differenza fra gli esborsi per investimenti reali e i fondi generati internamente (risparmio lordo), è rimasto sostanzialmente stabile nel secondo trimestre in base a somme mobili di quattro trimestri. Al -1,1 per cento, il fabbisogno finanziario rimane ancora relativamente contenuto in base ai parametri storici, malgrado i segnali di normalizzazione osservati nei trimestri precedenti, e ciò per effetto degli investimenti fissi lordi relativamente modesti e dell'elevato livello dei fondi generati internamente. Come mostra la figura, gli investimenti reali (investimenti fissi lordi) delle imprese sono stati finanziati principalmente mediante fondi interni, perciò sebbene il finanziamento esterno sia lievemente aumentato, esso è rimasto una fonte di finanziamento secondaria per le imprese. Nel contempo, le acquisizioni nette di attività finanziarie, comprese le azioni, hanno evidenziato un moderato aumento nel secondo trimestre del 2011.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; saldi percentuali)

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

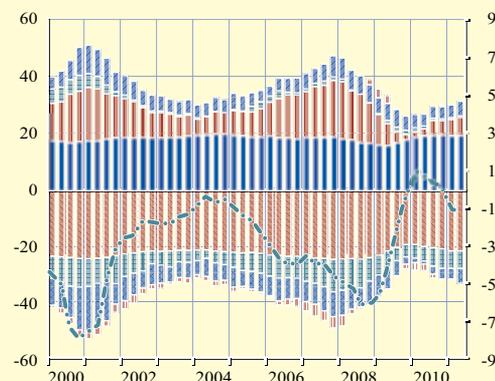


Fonte: BCE.
Note: i saldi percentuali sono ottenuti come differenza tra la percentuale di banche che considerano il fattore in questione un contributo alla crescita della domanda e la percentuale di quelle che lo considerano un contributo alla diminuzione.

Figura 37 Risparmio, finanziamento e investimenti delle società non finanziarie

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

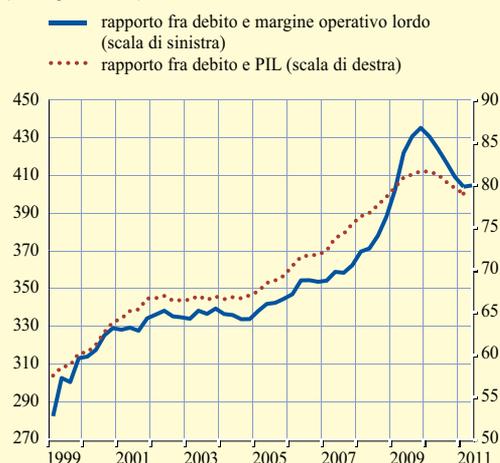
- risparmio lordo e trasferimenti netti in conto capitale
- debiti finanziari
- emissioni di azioni quotate
- emissioni di azioni non quotate
- investimenti lordi
- acquisizione netta di attività finanziarie escluse le azioni
- acquisizione netta di azioni
- altro
- fabbisogno finanziario (scala di destra)



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

Figura 38 Rapporti di indebitamento nel settore delle società non finanziarie

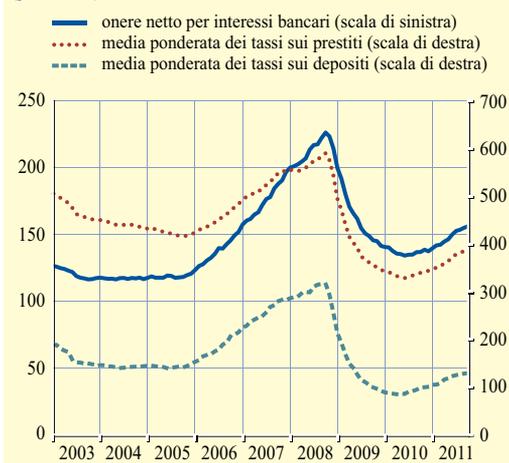
(valori percentuali)



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

Figura 39 Onere netto per interessi bancari delle società non finanziarie

(punti base)



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

POSIZIONE FINANZIARIA

In base ai dati di contabilità dell'area dell'euro, l'indebitamento delle società non finanziarie nel secondo trimestre 2011 è rimasto per lo più invariato al 79 per cento in termini di rapporto fra debito e PIL e al 405 per cento in termini di rapporto fra debito e margine operativo lordo (cfr. figura 38). Dopo la brusca flessione registrata tra la fine del 2008 e il primo semestre del 2010, gli oneri per interessi delle società non finanziarie sono progressivamente aumentati a partire dalla seconda metà del 2010 (cfr. figura 39). L'incremento è proseguito fino al terzo trimestre del 2011, sebbene a un ritmo più moderato, portando gli oneri per interessi a un livello superiore alla loro media di lungo periodo.

Sebbene il processo di riduzione della leva finanziaria osservato a partire dalla fine del 2009 abbia contribuito a migliorare le posizioni finanziarie delle imprese, esso ha perso slancio nel secondo trimestre del 2011, allorché si è avuta una ripresa del finanziamento mediante indebitamento in un contesto di rallentamento della crescita economica.

Riquadro 6

I RISULTATI DELL'INDAGINE SULL'ACCESSO AL CREDITO DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE NELL'AREA DELL'EURO

Questo riquadro presenta i risultati della quinta edizione dell'Indagine sull'accesso al credito delle piccole e medie imprese nell'area dell'euro¹⁾ condotta fra il 22 agosto e il 7 ottobre del 2011 presso 8.316 imprese dell'area dell'euro, di cui 7.690 (ossia il 92%) hanno meno di 250 di-

1) Ulteriori informazioni, nonché tavole statistiche dettagliate e scomposizioni aggiuntive sono disponibili nella sezione sulle statistiche del sito Internet della BCE sotto *Monetary and financial statistics/Surveys/Access to finance of SMEs*.

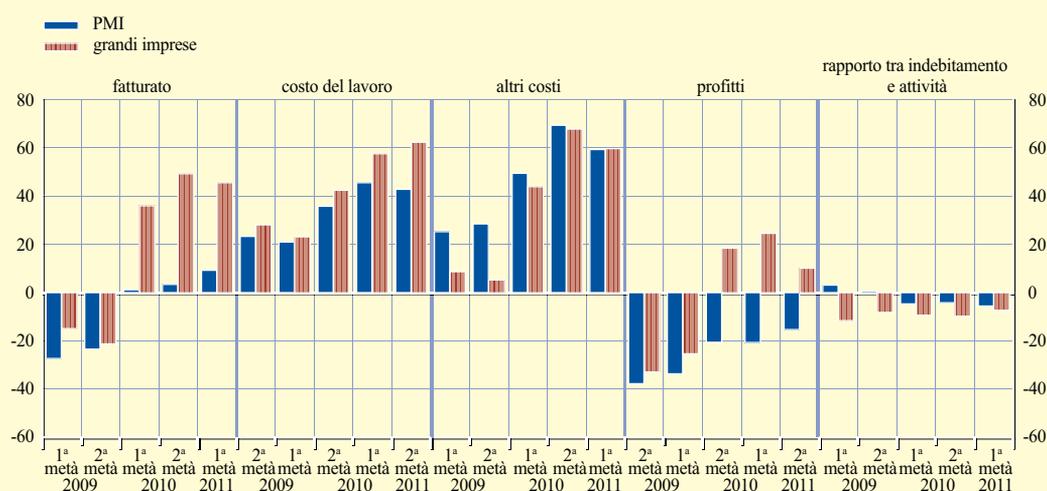
pendenti (e sono pertanto classificate come PMI)²⁾. Il riquadro fornisce informazioni sulla situazione finanziaria, sul fabbisogno di finanziamento e sull'accesso al credito delle PMI dell'area, nonché un confronto con i risultati per le grandi imprese per i sei mesi precedenti (ossia da aprile a settembre del 2011)³⁾.

La situazione finanziaria complessiva delle PMI rimane difficile

La situazione finanziaria delle PMI dell'area dell'euro è rimasta difficile, seppur meno che nel periodo compreso tra settembre del 2010 e febbraio del 2011, mentre ha continuato a essere più favorevole quella delle grandi imprese. La percentuale netta di PMI dell'area segnalanti un aumento del fatturato nei sei mesi precedenti l'indagine ha registrato un ulteriore aumento al 9 per cento, riconducibile principalmente alla maggiore crescita economica nella prima metà del 2011 (cfr. figura A). Nel contempo, le aziende hanno continuato a indicare nel complesso un deterioramento dei profitti, sebbene la percentuale sia diminuita al 15 per cento (dal 21 per cento). Inoltre, le imprese hanno nuovamente segnalato un incremento dei costi del lavoro e degli altri costi (rispettivamente 43 e 59 per cento, in termini netti), anche se l'aumento riportato è stato minore rispetto alla precedente rilevazione. Questa valutazione generale degli incrementi dei costi è stata condivisa dalle grandi imprese, che sembra abbiano risentito maggiormente degli aumenti del costo del lavoro. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, la loro situazione finanziaria complessiva è apparsa migliore di quella delle PMI. Nel complesso le grandi imprese hanno continuato a segnalare aumenti sia dei profitti, seppur di minor entità rispetto alla precedente indagine (10 per cento a fronte del precedente 25 per cento), sia del fatturato (45 per cento, in calo dal 49 per cento).

Figura A Indicatori della situazione finanziaria delle imprese dell'area dell'euro

(variazioni rispetto ai sei mesi precedenti; saldi percentuali di intervistati)



Fonte: BCE e indagine della Commissione europea sull'accesso ai finanziamenti da parte delle piccole e medie imprese.
 Note: i saldi percentuali consistono nella differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento di un determinato fattore e la percentuale di quelle che hanno segnalato una riduzione del medesimo.

- 2) A differenza dalla precedente rilevazione, questa indagine ha ricompreso un piccolo campione dei sei paesi più piccoli dell'area dell'euro. I risultati per l'area dell'euro sono pressoché invariati se non si tiene conto del campione di imprese di tali paesi.
- 3) Il periodo di riferimento della precedente rilevazione era dal settembre 2010 al febbraio del 2011.

La percentuale netta delle PMI dell'area dell'euro segnalanti un'ulteriore lieve riduzione del proprio indebitamento (definito come il rapporto fra debito e attività) è aumentata leggermente al 6 per cento, dal 4 dell'indagine relativa alla seconda metà del 2010. Ciò è ascrivibile alla perdurante necessità delle PMI di ridurre l'indebitamento partendo da livelli nel complesso elevati, in un contesto di accresciuta sensibilità ai rischi di credito e alla sostenibilità complessiva del debito. Nel contempo, la percentuale netta delle grandi imprese segnalanti un calo del proprio indebitamento nei precedenti sei mesi è diminuita al 7 per cento, dal 10 della precedente rilevazione.

Il fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI dell'area dell'euro continua ad aumentare, seppur meno che nella precedente indagine

Rispetto alla precedente indagine, le PMI dell'area dell'euro non hanno segnalato nel complesso nessuna variazione di rilievo del fabbisogno di prestiti bancari (5 per cento rispetto al precedente 6; cfr. figura B). Per quanto riguarda il fabbisogno di scoperti e linee di credito bancarie, le aziende hanno continuato a segnalare un netto aumento, anche se minore rispetto alla precedente rilevazione (10 per cento, in calo dal 12 per cento), mentre il fabbisogno di credito al commercio è rimasto nel complesso pressoché invariato rispetto alla precedente indagine. Per contro, rispetto alle PMI una maggiore percentuale di grandi imprese ha segnalato un incremento del fabbisogno di finanziamento esterno. Tale percentuale è altresì risultata superiore rispetto alla precedente rilevazione. In particolare, il loro fabbisogno è salito al 6 (dall'1) per cento per i prestiti bancari, al 9 (dal 7) per cento per il credito al commercio e al 7 (dal -1) per cento per gli scoperti bancari.

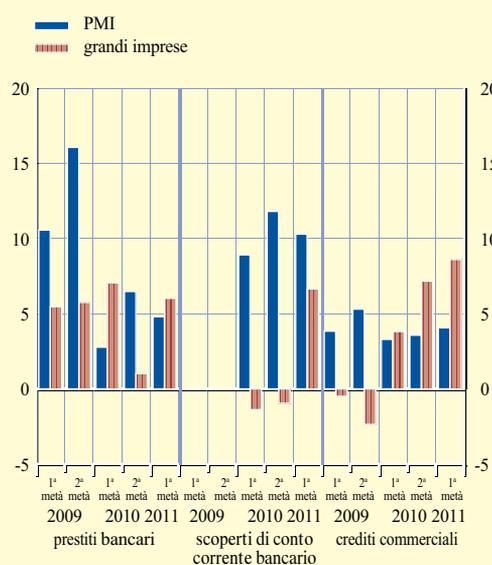
Per quanto riguarda i fattori che incidono sul fabbisogno di finanziamento esterno delle PMI, poco è cambiato rispetto alla precedente indagine: gli investimenti fissi, insieme a scorte e capitale circolante, hanno contribuito a un lieve aumento del fabbisogno di finanziamento. Per contro, l'aumento del fabbisogno di finanziamento delle grandi imprese è attribuibile principalmente a scorte e capitale circolante.

La disponibilità di finanziamento esterno si è deteriorata tra aprile e settembre 2011

I risultati dell'indagine mostrano che l'accesso alle fonti di finanziamento esterno, in particolare ai prestiti bancari, ha continuato a deteriorarsi, con un ulteriore calo della disponibilità netta dei prestiti bancari segnalato dalle PMI (14 per cento contro il 9 della precedente rilevazione;

Figura B Fabbisogno di finanziamento esterno delle imprese dell'area dell'euro

(variazioni sui sei mesi precedenti; saldi percentuali di intervistati)



Fonte: BCE e indagini della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle piccole e medie imprese dell'area dell'euro. Note: i saldi percentuali consistono nella differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento del fabbisogno e la percentuale di quelle che hanno segnalato una riduzione del medesimo. I dati sugli scoperti di conto corrente bancario (che includono le linee di credito e le carte di credito) non sono disponibili per le prime due indagini.

cfr. figura C). Per quanto riguarda le altre fonti di finanziamento esterno, quali il credito al commercio, le PMI non hanno indicato alcun nuovo deterioramento della disponibilità. Per contro, le grandi società dell'area dell'euro hanno segnalato una riduzione più pronunciata della disponibilità di prestiti bancari (dal 6 al -10 per cento in termini netti).

Quanto ai termini e alle condizioni dei prestiti finanziari, le PMI hanno segnalato un incremento dei tassi sui prestiti e "altri costi di finanziamento" e in generale hanno percepito un peggioramento, ma in misura minore, dei termini e delle condizioni diversi dal prezzo (ovvero richieste di garanzie, clausole contrattuali e altre garanzie) rispetto a quelli dei tassi di interesse.

Nel complesso, i problemi collegati all'"accesso ai finanziamenti" sono stati citati dal 16 per cento delle PMI e dall'11 per cento delle grandi società come il problema più pressante, analogamente alla precedente indagine in entrambi i casi. Il 23 per cento delle PMI ha segnalato la "ricerca di clienti" quale problema di gran lunga più pressante e solo circa il 15 per cento ha indicato la "disponibilità di personale competente o dirigenti esperti" o le "pressioni della concorrenza". Per le grandi imprese il problema più pressante è individuabile nella "ricerca di clienti", seguita dalla "disponibilità di personale competente o dirigenti esperti".

Le richieste di prestiti bancari ricevono un'accoglienza leggermente peggiore

Fra aprile e settembre del 2011 il 22 per cento delle PMI ha fatto richiesta di un prestito bancario (in calo dal 25 per cento della seconda metà del 2010 e la quota più bassa dall'inizio della rileva-

Figura C Disponibilità di finanziamento esterno per le imprese dell'area dell'euro

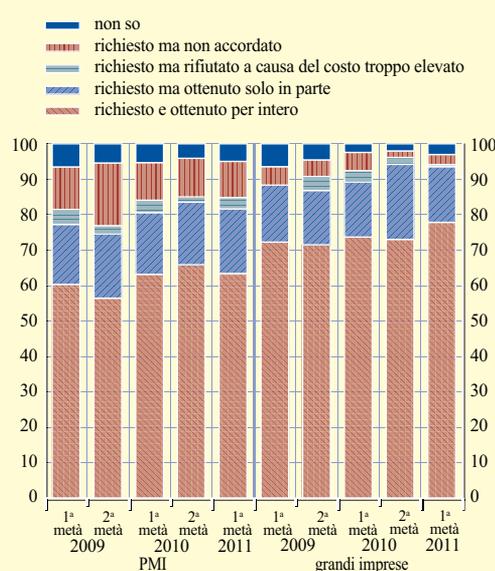
(variazioni sui sei mesi precedenti; saldi percentuali di imprese che hanno richiesto finanziamento esterno)



Fonte: BCE e indagine della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle piccole e medie imprese dell'area dell'euro. Nota: i saldi percentuali consistono nella differenza fra la percentuale di imprese che hanno segnalato un aumento della disponibilità e di quelle che hanno segnalato una riduzione della medesima.

Figura D Esito delle richieste di finanziamento da parte delle imprese dell'area dell'euro

(nei sei mesi precedenti; percentuale di imprese che hanno richiesto prestiti bancari)



Fonte: BCE e indagine della Commissione europea sull'accesso al finanziamento da parte delle piccole e medie imprese dell'area dell'euro.

zione), mentre il 51 per cento (contro il precedente 46 per cento) non ha fatto richiesta poiché ha ritenuto di avere sufficienti fondi interni per coprire il proprio fabbisogno di finanziamento. La percentuale di aziende che non ha richiesto alcun prestito bancario per timore di vederselo rifiutato è rimasta sostanzialmente stabile al 6 per cento. Quanto all'effettivo successo delle loro richieste di prestiti bancari, le PMI hanno indicato che il tasso di rifiuto è rimasto fondamentalmente invariato (al 10 per cento) rispetto alla precedente indagine (cfr. figura D). Inoltre, la quota di PMI dell'area che ha ottenuto l'intero importo richiesto è diminuita leggermente al 63 per cento (dal 66 della precedente rilevazione). Rispetto alle PMI, le grandi imprese hanno continuato a segnalare un minore tasso di rifiuto (al 3 per cento dal 2 della precedente rilevazione) e un maggiore tasso di successo (passato dal 73 al 78 per cento) per le richieste di prestiti bancari. Le fonti di finanziamento alternative, in particolare il credito al commercio, hanno seguito andamenti analoghi.

2.7 FLUSSI FINANZIARI E POSIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE

Nel terzo trimestre del 2011 le condizioni di finanziamento delle famiglie dell'area dell'euro sono lievemente peggiorate. Se da un lato i tassi di interesse sui prestiti al settore sono rimasti in media sostanzialmente invariati, i criteri di concessione del credito per tutte le categorie di prestiti sono stati considerevolmente inaspriti su base netta. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti delle IFM alle famiglie è ulteriormente calato, collocandosi al 2,2 per cento in ottobre, in ampia misura per effetto della minore crescita dei mutui per l'acquisto di abitazioni. Si stima che l'onere per interessi e il rapporto fra debito delle famiglie e reddito lordo disponibile siano rimasti per lo più invariati nel trimestre in esame.

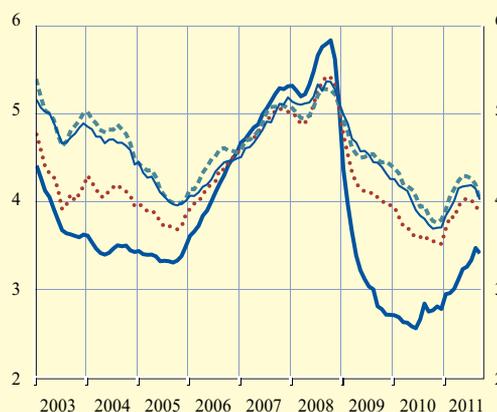
CONDIZIONI DI FINANZIAMENTO

Nel terzo trimestre del 2011, dopo due trimestri di incremento, i costi complessivi di finanziamento per le famiglie dell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati, dal momento che le variazioni dei tassi di interesse applicati alle varie categorie di prestiti si sono complessivamente controbilanciate. Gli andamenti dei tassi sui prestiti delle IFM sono pertanto risultati leggermente diversi da quelli dei tassi di mercato: i tassi sui prestiti non garantiti sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre quelli sui prestiti garantiti sono diminuiti nel terzo trimestre. Dalla scomposizione dei prestiti alle famiglie in base alla loro finalità emerge che i tassi sui nuovi mutui per l'acquisto di abitazioni sono rimasti sostanzialmente invariati in media nel trimestre. Con la sola eccezione dei mutui a tasso variabile o con periodo breve (fino a un anno) di determinazione iniziale del tasso, per i quali si è osservato un marcato incremento, i tassi di interesse su tutti gli altri tipi di mutui per l'acquisto di abitazioni sono risultati inferiori al trimestre precedente (cfr. figura 40). In certa misura i dati per

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

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

- prestiti con tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a un anno
- prestiti con determinazione iniziale del tasso compresa fra uno e cinque anni
- - - prestiti con determinazione iniziale del tasso compresa tra cinque e dieci anni
- prestiti con determinazione iniziale del tasso di oltre dieci anni



Fonte: BCE.

l'area dell'euro, tuttavia, celano considerevoli differenze fra paesi. In ottobre i tassi di interesse sui mutui non hanno subito variazioni di rilievo.

Per contro, nel periodo in esame i tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo sono aumentati per tutte le categorie di determinazione iniziale del tasso per il quarto trimestre consecutivo. In particolare, sono marcatamente cresciuti i tassi di interesse sui nuovi prestiti al consumo a tasso variabile o con periodi brevi di determinazione del tasso, mentre quelli sui prestiti con periodi più lunghi (superiori a cinque anni) di determinazione del tasso sono aumentati in misura più modesta. Tale andamento ha subito una parziale inversione in ottobre, quando i tassi di interesse sui prestiti al consumo sono leggermente calati.

Infine, i tassi di interesse su altre tipologie di prestiti alle famiglie hanno segnato un calo aggregato nel terzo trimestre, dovuto principalmente ai prestiti con periodi lunghi di determinazione iniziale del tasso. Nel contempo gli aumenti dei tassi di interesse sui prestiti con periodi intermedi (compresi fra uno e cinque anni) di determinazione iniziale del tasso sono stati compensati dal calo di quelli sui prestiti con periodi brevi di determinazioni del tasso.

In base ai risultati dell'indagine di ottobre 2011 sul credito bancario, le banche dell'area dell'euro hanno accresciuto il grado di irrigidimento netto dei criteri di concessione del credito alle famiglie, in un contesto di deterioramento delle aspettative riguardo alla congiuntura economica generale, di minore concorrenza fra le banche e di aumento dei costi di provvista e dei vincoli di bilancio. Anche le prospettive più deboli del mercato degli immobili residenziali hanno contribuito all'inasprimento dei criteri di concessione dei mutui per l'acquisto di abitazioni, mentre il calo del merito di credito dei consumatori ha reso necessario l'irrigidimento dei criteri di fido per il credito al consumo e altre tipologie di prestiti. In prospettiva, le banche dell'area dell'euro si attendono per il quarto trimestre un ulteriore irrigidimento dei criteri di fido applicati a tutte le tipologie di prestiti alle famiglie.

FLUSSI FINANZIARI

Nel secondo trimestre del 2011 (il periodo più recente per il quale sono disponibili i dati sui conti dell'area dell'euro) il credito totale alle famiglie dell'area dell'euro è stato relativamente modesto, rispecchiando la moderata attività di prestito sia delle IFM sia delle altre istituzioni finanziarie. Di conseguenza, il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi alle famiglie è leggermente calato al 2,3 per cento, dal 2,5 per cento del primo trimestre. Il tasso di crescita sul periodo corrispondente dei prestiti totali concessi dalle IFM alle famiglie (non corretto per le cessioni e le cartolarizzazioni dei prestiti) si è ridotto al 3,3 per cento alla fine del secondo trimestre, dal 3,4 per cento alla fine del trimestre precedente. Poiché l'attività di cessione e di cartolarizzazione dei prestiti, che spesso si traduce in un trasferimento dei prestiti alle famiglie fra le IFM e le società finanziarie, è stata modesta, essa non ha arrestato il calo della crescita sul periodo corrispondente dei prestiti erogati da istituzioni diverse dalle IFM, passata al -3,1 per cento, dal -2,3 del trimestre precedente. Pertanto, è proseguita la tendenza calante che interessa questi prestiti da metà del 2009. Le stime per il terzo trimestre indicano che i prestiti totali alle famiglie dovrebbero diminuire ulteriormente (cfr. figura 41).

In base ai dati sulle IFM già disponibili per il terzo trimestre e il mese di ottobre, la crescita dei prestiti alle famiglie è rimasta relativamente contenuta. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie è ulteriormente diminuito, collocandosi al 3,0 per cento nel terzo trimestre, di riflesso a una moderazione del flusso trimestrale dei prestiti alle famiglie. Ciò si deve in parte all'attività relativamente elevata di cartolarizzazione dei prestiti alle famiglie in vari paesi, specie

in luglio. Tuttavia, anche al netto dell'impatto di cessioni e cartolarizzazioni il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie risulta diminuito, segnalando la debolezza dell'attività originaria di concessione dei prestiti. In ottobre il tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti concessi alle famiglie dalle IFM dell'area dell'euro (corretto per le cessioni e la cartolarizzazione dei prestiti) si collocava al 2,5 per cento (cfr. la Sezione 2.1 per maggiori dettagli), in calo di 0,5 punti percentuali rispetto alla fine del secondo trimestre.

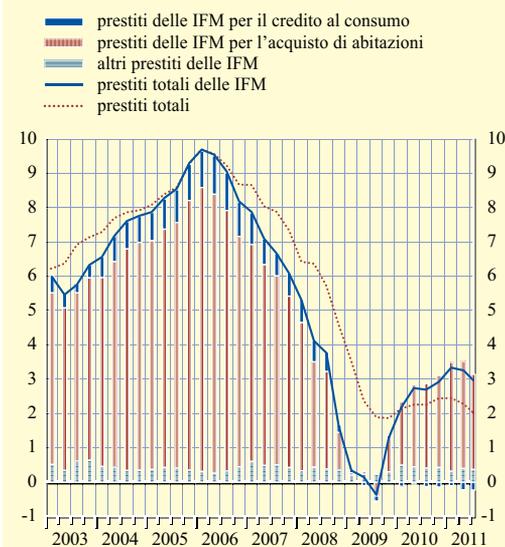
Il calo osservato nel tasso di crescita sui dodici mesi dei prestiti delle IFM alle famiglie nel terzo trimestre è stato provocato principalmente dai minori flussi trimestrali di mutui per l'acquisto di abitazioni, a loro volta probabilmente collegati all'indebolimento della crescita e al deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare. Il tasso di crescita sui dodici mesi dei mutui per l'acquisto di abitazioni erogati dalle IFM (corretti per le cessioni e le cartolarizzazioni dei prestiti) è sceso al 3,4 per cento in settembre (dal 3,9 per cento di giugno), per poi segnare un nuovo calo e portarsi al 3,3 per cento in ottobre. Tuttavia, tali prestiti continuavano a rappresentare la parte maggiore del credito delle IFM alle famiglie. Anche il credito al consumo ha concorso alla diminuzione del tasso di crescita complessivo, facendo registrare flussi sensibilmente negativi nel terzo trimestre e un tasso di crescita sui dodici mesi del -1,9 per cento in settembre, pressoché immutato da giugno. Infine, il tasso di crescita di altri prestiti alle famiglie, che riflette in ampia misura l'andamento dei prestiti a imprese individuali e altre imprese senza personalità giuridica, è anch'esso rimasto sostanzialmente invariato, situandosi al 2,3 per cento in settembre. I tassi di crescita sui dodici mesi del credito al consumo e di altri prestiti alle famiglie risultavano ampiamente invariati in ottobre.

Per quanto riguarda le cause di fondo della relativa debolezza delle dinamiche dei prestiti erogati dalle IFM alle famiglie, l'indagine sul credito bancario di ottobre evidenzia una contrazione significativa della domanda netta delle famiglie per tutte le categorie di credito. Tale aspetto va inquadrato nel contesto di un considerevole peggioramento del clima di fiducia delle famiglie, probabilmente di riflesso ai timori nutriti da queste ultime riguardo alla possibilità che la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro possa propagarsi all'economia reale. In aggiunta, il deterioramento delle prospettive del mercato immobiliare ha inciso sui mutui, mentre la minore spesa delle famiglie in beni durevoli ha contribuito a comprimere la domanda di credito al consumo nel terzo trimestre 2011. In prospettiva, per il quarto trimestre le banche si attendono un'ulteriore flessione della domanda netta sia di mutui per l'acquisto di abitazioni sia di credito al consumo.

Considerando il lato dell'attivo del bilancio delle famiglie dell'area dell'euro, il tasso di crescita sul periodo corrispondente degli investimenti finanziari totali del settore è rimasto sostanzialmente invariato

Figura 41 Prestiti totali concessi alle famiglie

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

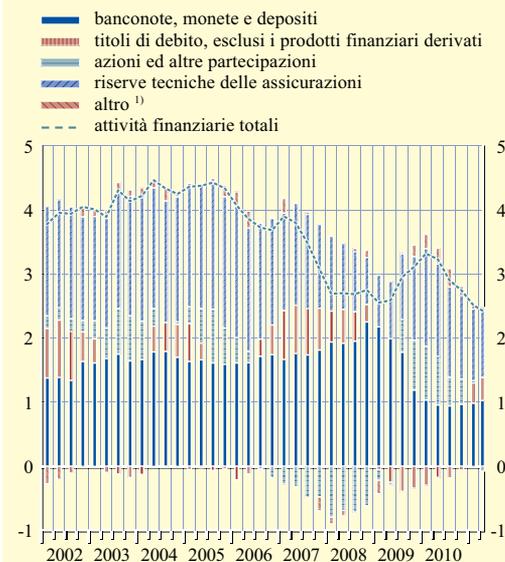


Fonte: BCE.

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

Figura 42 Investimenti finanziari delle famiglie

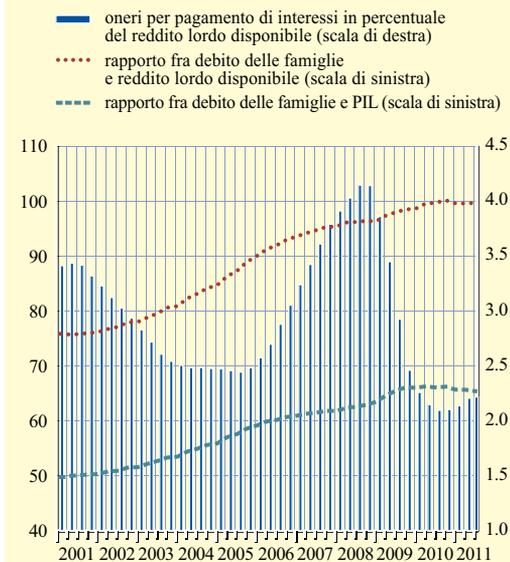
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; contributi in punti percentuali)



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

Figura 43 Debito delle famiglie e pagamenti per interessi

(valori percentuali)



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

al 2,4 per cento nel secondo trimestre, dopo essere calato per tre trimestri consecutivi (cfr. figura 42). Ciò riflette andamenti assai simili delle varie sottocomponenti. La tendenza negativa osservata a partire da metà 2010 per gli investimenti in azioni e altre partecipazioni è proseguita, alimentata dalla riluttanza delle famiglie a detenere attività rischiose nel contesto di acuita incertezza nei mercati finanziari. Il contributo delle riserve tecniche di assicurazione al tasso di crescita degli investimenti finanziari totali delle famiglie è anch'esso diminuito, pur rimanendo significativamente positivo nel periodo in rassegna. Contemporaneamente, i contributi delle consistenze in banconote e monete e in depositi, nonché dei titoli di debito (esclusi i prodotti finanziari derivati) hanno continuato ad aumentare gradualmente, beneficiando della preferenza per la liquidità e per le attività meno rischiose. Ciò nonostante, è probabile che le tensioni osservate nei mercati finanziari nel corso del terzo trimestre 2011 abbiano prodotto un impatto significativo sugli investimenti finanziari delle famiglie, accrescendo ulteriormente la preferenza del settore per prodotti monetari e la loro avversione ai titoli.

POSIZIONE FINANZIARIA

Nel terzo trimestre del 2011 il rapporto tra debito delle famiglie e reddito disponibile lordo delle famiglie si sarebbe collocato al 99,7 per cento (cfr. figura 43), rimanendo sostanzialmente invariato dalla metà del 2010, essendo cresciuti ancora una volta a un ritmo analogo tanto il reddito disponibile lordo quanto l'indebitamento totale delle famiglie. Si stima che gli oneri per interessi del settore si situassero al 2,1 per cento del reddito disponibile, un livello marginalmente superiore ai livelli osservati nell'estate del 2010. Tuttavia gli oneri per interessi delle famiglie rimangono ancora relativamente bassi in base ai parametri storici. Il rapporto fra debito delle famiglie e PIL sarebbe leggermente calato nel trimestre in esame, al 65,4 per cento, dal 65,7 del trimestre precedente.

3 PREZZI E COSTI

La stima preliminare dell'Eurostat indica per l'area dell'euro un tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC al 3,0 per cento in novembre, invariato rispetto ai due mesi precedenti. I tassi di inflazione si sono collocati su 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 al di sopra del 2 per cento per diversi mesi, per poi scendere al di sotto di tale livello. Questa evoluzione riflette l'aspettativa che, in un contesto caratterizzato da un rallentamento della crescita sia nell'area sia a livello mondiale, anche le pressioni su costi sottostanti, salari e prezzi nell'area dell'euro restino, contenute. Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di dicembre 2011, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, incorporano tali considerazioni e prevedono che l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC si collochi tra il 2,6 e il 2,8 per cento nel 2011, tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2012 e tra lo 0,8 e il 2,2 per cento nel 2013. I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi rimangono sostanzialmente bilanciati.

3.1 I PREZZI AL CONSUMO

Secondo la stima preliminare dell'Eurostat a novembre l'inflazione sui dodici mesi misurata sullo IAPC sarebbe rimasta stabile al 3,0 per cento, invariata per il terzo mese consecutivo (cfr. tavola 7). L'inflazione complessiva è su livelli elevati dalla fine del 2010, sospinta principalmente dalla vigorosa dinamica dei prezzi dei beni energetici e alimentari, sulla scia dei precedenti aumenti delle quotazioni mondiali delle materie prime. In alcune economie dell'area dell'euro anche gli incrementi delle imposte indirette e dei prezzi amministrati hanno contribuito all'aumento dell'inflazione complessiva. In luglio e agosto l'inflazione tendenziale è rimasta stabile al 2,5 per cento, prima di salire al 3,0 per cento in settembre. Questo incremento ha rispecchiato non solo l'esaurirsi dell'effetto statistico connesso all'impatto del nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nello IAPC¹⁾, ma anche reali pressioni al rialzo agli stadi successivi della filiera produttiva. Se nei prossimi mesi si materializzeranno ulteriori pressioni all'origine, principalmente sui prezzi

Tavola 7 Andamenti dei prezzi

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

	2009	2010	2011 giu.	2011 lug.	2011 ago.	2011 set.	2011 ott.	2011 nov.
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) e sue componenti								
Indice complessivo ¹⁾	0,3	1,6	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0
Beni energetici	-8,1	7,4	10,9	11,8	11,8	12,4	12,4	.
Alimentari non trasformati	0,2	1,3	2,0	1,3	1,1	1,4	1,8	.
Alimentari trasformati	1,1	0,9	3,1	3,4	3,6	4,0	4,3	.
Beni industriali non energetici	0,6	0,5	0,9	0,0	0,0	1,2	1,3	.
Servizi	2,0	1,4	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	.
Altri indicatori di prezzi								
Prezzi alla produzione nell'industria	-5,1	2,9	5,9	6,1	5,8	5,8	5,5	.
Prezzo del petrolio (euro per barile)	44,6	60,7	79,1	81,7	76,7	79,8	78,9	81,4
Prezzi delle materie prime non energetiche	-18,5	44,6	8,7	7,6	2,5	1,5	1,7	-1,9

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

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

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

dei beni industriali non energetici, dipenderà in larga misura dalle condizioni della domanda. Agli stadi iniziali della filiera produttiva le pressioni sui prezzi hanno continuato ad attenuarsi e ciò dovrebbe contribuire, nel tempo, a una graduale moderazione dell'inflazione complessiva.

A causa delle tensioni nei mercati del debito sovrano, le prospettive economiche per l'area dell'euro sono attualmente caratterizzate da un elevato livello di incertezza. Per quanto riguarda le aspettative, i previsori hanno elaborato dei metodi per tenere conto dell'accresciuto livello di incertezza. Il riquadro 7 pone a confronto le revisioni delle previsioni nell'ultima *Survey of Professional Forecasters* della BCE con quelle del quarto trimestre del 2008.

Riquadro 7

REVISIONI DELLE PREVISIONI NELLA *SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS* DELLA BCE: CONFRONTO TRA FINE 2011 E FINE 2008

A causa delle tensioni nei mercati del debito sovrano, le prospettive economiche per l'area dell'euro sono attualmente caratterizzate da estrema incertezza. Infatti, le misure di disaccordo e di incertezza della *Survey of Professional Forecasters* (SPF) della BCE si collocano al momento su livelli relativamente elevati (cfr. figura A). Tuttavia, indicatori della volatilità implicita dei mercati azionari (ad es. gli indici VSTOXX® e VIX®) ¹⁾ suggeriscono che allo stadio attuale il livello di incertezza è sensibilmente inferiore rispetto alla fine del 2008, quando l'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari provocò una situazione di incertezza particolarmente grave. I previsori possono tenere conto degli elevati livelli di incertezza, incorporandoli direttamente nelle loro prospettive di base o considerandoli nelle valutazioni dei rischi per tali prospettive. In tale contesto, il presente riquadro raffronta le revisioni delle previsioni nell'ultima SPF con quelle relative al quarto trimestre del 2008. Il raffronto è incentrato sulle aspettative di crescita del PIL reale e sull'inflazione nell'anno corrente e quello successivo.

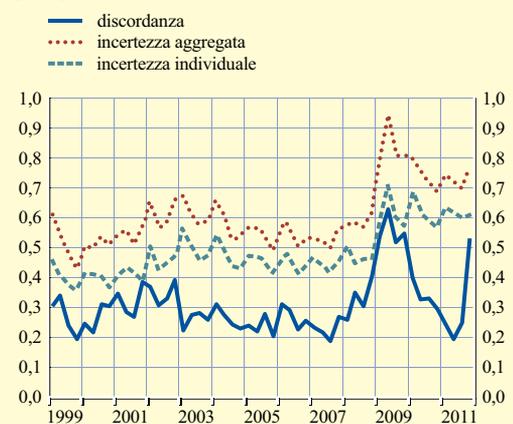
Aspettative di crescita del PIL reale

Nelle due indagini sotto esame il profilo delle revisioni alle prospettive di breve periodo per l'espansione economica è molto simile. In entrambi i casi la crescita del PIL reale sui dodici mesi

1) L'indice di volatilità Euro Stoxx 50 (VSTOXX®) riflette le aspettative di mercato circa la volatilità di breve e lungo periodo dell'indice azionario Euro Stoxx 50, che comprende una selezione di *blue chip* leader di settore nel mercato azionario dell'area dell'euro. L'indice di volatilità CBOE (VIX®) è una misura simile disponibile per diversi orizzonti futuri, basata sull'indice azionario S&P 500®, che comprende le principali società nel mercato azionario statunitense. Queste misure della volatilità implicita sono basate sui prezzi delle opzioni sugli indici sottostanti.

Figura A Discordanza e incertezza nelle previsioni della *Survey of Professional Forecasters* sulla crescita del PIL in termini reali per l'anno seguente

(punti percentuali)



Fonte: elaborazioni della BCE.

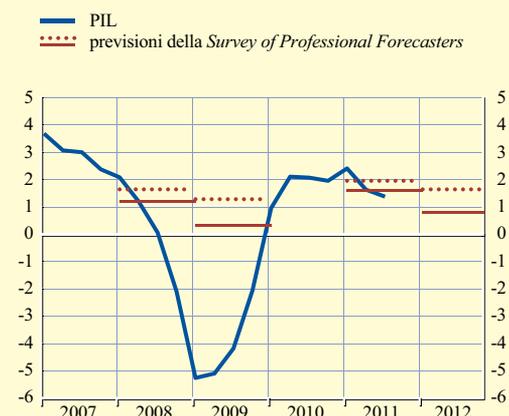
Note: la discordanza è definita come la deviazione standard delle stime puntuali. L'incertezza individuale è definita come la deviazione standard media delle previsioni individuali della funzione di densità di probabilità, mentre l'incertezza aggregata è definita come la deviazione standard della distribuzione di probabilità aggregata.

si è situata intorno all'1½ per cento nel secondo trimestre, in base agli ultimi dati disponibili ²⁾. Nell'indagine di fine 2008 gli intervistati hanno corretto al ribasso le loro previsioni di crescita del PIL reale di 0,4 e 1,0 punti percentuali in media, per l'anno corrente e quello successivo rispettivamente, mentre nell'indagine di fine 2011 le revisioni sono state lievemente inferiori, di 0,3 e 0,8 punti percentuali rispettivamente (cfr. figura B).

Di un certo interesse è l'analisi delle revisioni delle valutazioni dei rischi nelle due indagini in esame. In entrambi i casi la percentuale di intervistati per i quali i rischi sono nel complesso al ribasso nell'anno corrente è diminuita nell'indagine del quarto trimestre rispetto a quella del terzo. Per contro, le revisioni delle valutazioni dei rischi per l'anno successivo sono state di segno opposto: nell'indagine di fine 2008 le valutazioni dei rischi sono passate da un sostanziale equilibrio a una prevalenza delle indicazioni al ribasso (nonostante una significativa revisione al ribasso delle prospettive di base), mentre nell'indagine di fine 2011 le valutazioni sono passate dall'essere prevalentemente al ribasso all'essere sostanzialmente equilibrate (cfr. tavola A). Ciò potrebbe riflettere lo shock da incertezza del 2008, di maggiore portata e storicamente senza precedenti, che gli intervistati hanno fronteggiato inizialmente incorporando i loro timori in misura maggiore nelle valutazioni dei rischi piuttosto che nelle prospettive di base. Inoltre, potrebbe essere che tre anni di tensioni nei mercati finanziari e la lunga fase antecedente l'acuirsi della crisi del debito sovrano abbiano indotto gli intervistati nell'indagine di fine 2011 a ritenere che l'impatto sia più imminente in termini di revisioni di

Figura B Crescita del PIL dell'area dell'euro in termini reali e previsioni della Survey of Professional Forecasters

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: le linee continue rosse per il 2008/2009 e per il 2011/2012 si riferiscono alle previsioni fornite nelle indagini del quarto trimestre del 2008 e del 2011, mentre le linee tratteggiate si riferiscono alle previsioni fornite nelle indagini del terzo trimestre del 2008 e del 2011.

Tavola A Valutazione dei rischi sulle prospettive di crescita del PIL in termini reali

Opinioni sull'orientamento complessivo dei rischi ¹⁾		Indagini				
		3° trim 2008	4° trim 2008	3° trim 2011	4° trim 2011	
Orizzonte previsivo	2008	-26	-14	2011	-13	-9
	2009	1	-19	2012	-6	3
Probabilità di crescita negativa nel corso dell'anno seguente	Orizzonte previsivo	3° trim 2008	4° trim 2008	3° trim 2011	4° trim 2011	
		2009	1%	29%	2012	2%

1) Le cifre indicano la differenza fra a) il numero di intervistati che hanno segnalato una stima puntuale che si colloca al di sotto della media della propria distribuzione di probabilità (che indica rischi orientati verso l'alto) e b) il numero di intervistati che hanno segnalato una stima puntuale che si colloca al di sopra della propria distribuzione di probabilità (che indica rischi orientati verso il basso). L'orientamento dei rischi verso l'alto è indicato nella tavola da un numero positivo, quello verso il basso da un numero negativo.

2) Quando è stata condotta la SPF per il quarto trimestre del 2008, l'ultimo dato disponibile per la crescita del PIL reale nel secondo trimestre era pari all'1,4 per cento, successivamente rivisto al ribasso all'1,2; quando la SPF è stata condotta per il quarto trimestre del 2011, l'ultimo dato disponibile per la crescita del PIL reale nel secondo trimestre era pari all'1,6 per cento.

base. Infine, lo shock da incertezza del 2011 può ricondursi agli esiti futuri, la cui probabilità è difficile da calcolare poiché dipenderanno in ampia misura da come verrà risolta la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro.

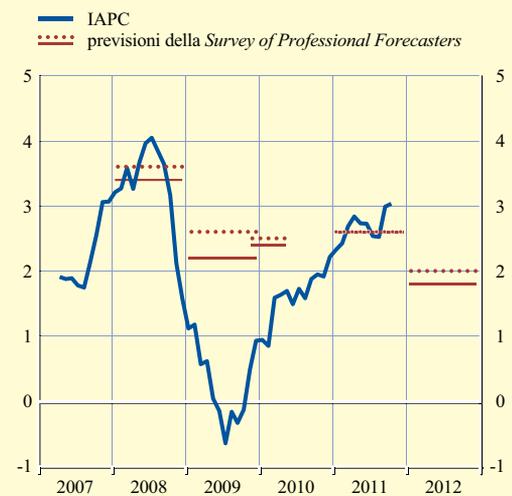
La differenza tra le valutazioni dei rischi è altresì evidente nella probabilità assegnata a quello che può essere percepito ex ante come un evento a bassa probabilità ma a elevato impatto, ossia una crescita negativa del PIL reale nella media dell'anno. Nell'indagine di fine 2008 la probabilità aggregata assegnata a una crescita media negativa nell'anno successivo è stata del 29 per cento, da quasi zero nella precedente indagine, mentre nell'indagine di fine 2011 è stata solo dell'11 per cento, da quasi zero nella precedente indagine.

Aspettative di inflazione

Le revisioni della previsione media per l'inflazione nell'indagine di fine 2011 sono state più contenute rispetto a quelle nell'indagine di fine 2008. In quest'ultima la revisione al ribasso è stata di 0,2 punti percentuali per l'anno corrente e 0,4 per l'anno successivo, mentre nell'indagine di fine 2011 non c'è stata alcuna revisione per l'anno corrente e una al ribasso di soli 0,2 punti percentuali per l'anno successivo (cfr. figura C). La ragione principale di questa differenza è che nell'indagine di fine 2008 la dinamica attesa delle quotazioni petrolifere in dollari ha subito una revisione al ribasso più consistente rispetto all'indagine di fine 2011, e anche l'aspettativa di un deprezzamento dell'euro ha avuto un effetto di segno opposto inferiore rispetto all'indagine di fine 2011. Inoltre, nell'indagine di fine 2008 la crescita attesa dei redditi per occupato ha subito una revisione al ribasso più marcata rispetto all'ultima indagine. Infine, nell'indagine di fine 2011 gli intervistati hanno riferito crescenti pressioni al rialzo sull'inflazione riconducibili alle imposte indirette, un fattore che non era prevalente nel 2008.

Figura C Inflazione dell'area dell'euro misurata dallo IAPC e previsioni della Survey of Professional Forecasters

(variazioni percentuali annue)



Fonti: Eurostat e BCE.

Nota: le linee continue rosse per il 2008/2009 e per il 2011/2012 si riferiscono alle previsioni fornite nelle indagini del quarto trimestre del 2008 e del 2011, mentre le linee tratteggiate si riferiscono alle previsioni fornite nelle indagini del terzo trimestre del 2008 e del 2011.

Tavola B Valutazione dei rischi sulle prospettive per l'inflazione

Opinioni sull'orientamento complessivo dei rischi ¹⁾		Indagini				
		3° trim 2008	4° trim 2008	3° trim 2011	4° trim 2011	
Orizzonte previsivo	2008	-10	-7	2011	-23	7
	2009	-2	-14	2012	-8	-9

1) Le cifre indicano la differenza fra a) il numero di intervistati che hanno segnalato una stima puntuale che si colloca al di sotto della media della propria distribuzione di probabilità (che indica rischi orientati verso l'alto) e b) il numero di intervistati che hanno segnalato una stima puntuale che si colloca al di sopra della propria distribuzione di probabilità (che indica rischi orientati verso il basso). L'orientamento dei rischi verso l'alto è indicato nella tavola da un numero positivo, quello verso il basso da un numero negativo.

Le due indagini in esame si differenziano anche per le revisioni alle valutazioni dei rischi. Nell'indagine di fine 2008 le indicazioni sui rischi per le prospettive di inflazione sono rimaste sostanzialmente invariate (prevalentemente verso il basso) per l'anno corrente e ancor più al ribasso per l'anno successivo. Per contro, nell'indagine di fine 2011 sono passate dall'essere prevalentemente al ribasso all'essere prevalentemente al rialzo per l'anno corrente, mentre sono rimaste sostanzialmente invariate, prevalentemente verso il basso, per l'anno successivo (cfr. tavola B).

Conclusioni

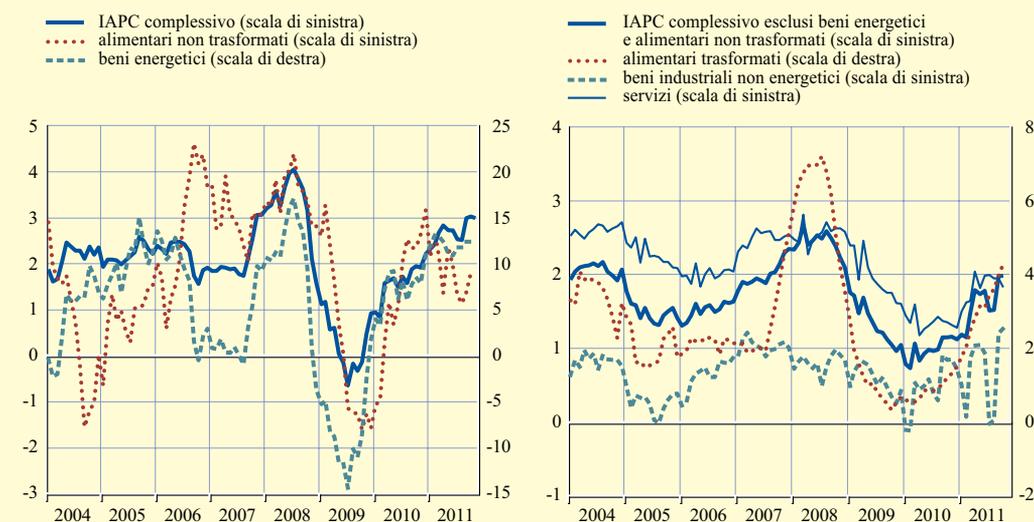
In termini di elevati livelli di incertezza, esistono alcune analogie tra il contesto economico alla fine del 2008 e quello prevalente alla fine del 2011. Tuttavia, i risultati della SPF per gli ultimi trimestri dei due anni considerati, forniscono evidenze quantitative sia di analogie che di differenze nelle revisioni delle previsioni di base e delle valutazioni dei rischi. Mentre per la crescita del PIL reale le revisioni al ribasso delle prospettive di base sono state in media di entità simile nelle due indagini, le revisioni dell'inflazione sono state chiaramente più contenute nell'indagine di fine 2011. Anche le revisioni delle valutazioni dei rischi sono variate, dato che nell'indagine di fine 2008 più intervistati sono passati a indicare una tendenza al ribasso sia per la crescita del PIL reale sia per l'inflazione. Tali differenze potrebbero rispecchiare due fattori. In primo luogo, i previsori potrebbero aver appreso come fronteggiare meglio gli shock da incertezza e tendono a incorporarli direttamente nelle revisioni delle prospettive di base piuttosto che nelle revisioni delle valutazioni dei rischi. In secondo luogo, è possibile che lo shock da incertezza del 2011 non si presti a essere quantificato in termini di rischio probabilistico, dato che l'esito economico dipenderà in ampia misura dalle decisioni politiche assunte per risolvere la crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, che potrebbe prefigurare sia scenari più favorevoli sia meno favorevoli rispetto a quello di base.

In ottobre, l'ultimo mese per cui è disponibile una scomposizione ufficiale dello IAPC, la variazione sui dodici mesi della componente energetica si è collocata al 12,4 per cento, rimanendo quindi a doppia cifra per l'undicesimo mese consecutivo (cfr. figura 44). Questo elevato tasso di variazione è ascrivibile principalmente al brusco rincaro del greggio (pari a oltre il 25 per cento) alla fine del 2010 e all'inizio del 2011. Dall'aprile del 2011 l'inflazione dei beni energetici nell'area dell'euro è aumentata solo di poco meno dell'1 per cento. Inoltre, le quotazioni petrolifere in euro sono rimaste sostanzialmente costanti da marzo, oscillando intorno a un livello appena superiore a 80 euro al barile. I tassi di inflazione più elevati sono stati registrati per le voci più direttamente legate al petrolio, in particolare i carburanti per trasporto e i combustibili per riscaldamento, al 14,1 e al 24,1 per cento, rispettivamente. I prezzi delle altre principali sottocomponenti dell'energia, come il gas e l'elettricità, seguono gli andamenti dei corsi petroliferi con un certo ritardo. Pertanto, nonostante la sostanziale stabilità delle quotazioni petrolifere in euro negli ultimi sei mesi, permangono le pressioni al rialzo sui prezzi di queste voci. In ottobre i prezzi del gas naturale sono aumentati del 10,1 per cento sui dodici mesi. Nell'area dell'euro circa i due terzi delle variazioni dei prezzi del gas naturale si concentrano in quattro mesi dell'anno (gennaio, aprile, luglio e ottobre). Considerando il modo in cui vengono fissati in Europa questi prezzi (quelli all'importazione del gas sono prevalentemente indicizzati con un certo ritardo rispetto alle quotazioni petrolifere), è probabile un ulteriore rincaro del gas naturale nella prima metà del 2012.

Il rapporto tra i corsi petroliferi e i prezzi al consumo dell'elettricità è più prolungato e meno evidente rispetto ad altre sottocomponenti dell'energia. Ciò è dovuto al fatto che l'elettricità può essere generata utilizzando un'ampia gamma di input, solo alcuni dei quali si muovono in parallelo con le quotazioni petrolifere. Comunque, la variazione tendenziale dei prezzi dell'elettricità è au-

Figura 44 Dinamica delle principali componenti dello IAPC

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)



Fonte: Eurostat.

mentata nettamente dalla fine del 2010, dal 2,7 per cento in dicembre al 7,5 nell'ottobre 2011. I dati più recenti suggeriscono che queste componenti potrebbero registrare ulteriori aumenti nella prima metà del 2012, in particolare a gennaio.

Di riflesso agli andamenti dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari (inclusi alcolici e tabacchi) è aumentato costantemente nel corso del 2011, salendo fra gennaio e ottobre dall'1,9 al 3,3 per cento, il livello più elevato dal dicembre 2008. Questa tendenza verso l'alto è imputabile a un insieme di fattori, inclusi gli effetti base al rialzo derivanti dall'evoluzione dei prezzi degli alimentari dell'anno precedente, la trasmissione dei rincari delle materie prime alimentari nei mercati mondiali dalla metà del 2010, le condizioni meteorologiche avverse che hanno influito sui prezzi di alcuni alimentari freschi (in particolare carne e ortofrutticoli) e, più di recente, i rincari dei tabacchi, soprattutto a seguito dell'aumento delle imposte indirette in alcuni paesi. Le pressioni inflazionistiche di fondo derivanti dal rialzo delle quotazioni internazionali delle materie prime alimentari sono rimaste su livelli elevati. Ad esempio, il tasso di inflazione della componente degli alimentari trasformati (esclusi i tabacchi) è ulteriormente aumentato di recente, sospinto dall'andamento dei beni ad alto contenuto di materie prime, come prodotti caseari, oli e grassi e in particolare caffè e tè. Queste ultime voci, pur rappresentando solo lo 0,4 per cento del paniere dello IAPC, sono aumentate in ottobre 2011 del 13,4 per cento sui dodici mesi. Anche l'andamento dei prezzi alla produzione supporta la valutazione secondo cui persistono elevate spinte inflazionistiche nella catena produttiva alimentare. In ottobre i prezzi all'origine dei beni alimentari sono aumentati del 6,0 per cento in termini tendenziali, dal 6,4 del mese precedente, rimanendo ben al di sopra della media storica dell'1,7 per cento dal 1999.

Al netto delle componenti alimentare ed energetica, che costituiscono circa il 30 per cento del paniere dello IAPC, l'inflazione sui dodici mesi è rimasta stabile per gran parte del 2011, collocandosi all'1,6 per cento in ottobre, dopo essere scesa temporaneamente all'1,2 per cento in luglio e agosto.

L'inflazione misurata sullo IAPC al netto di alimentari ed energia è determinata prevalentemente da fattori interni, come la dinamica salariale, i margini di profitto e le imposte indirette, ed è costituita da due voci principali, i beni industriali non energetici e i servizi, le cui dinamiche sono state molto differenti.

Nel 2010 l'inflazione dei beni industriali non energetici ha seguito una tendenza al rialzo dal secondo trimestre fino alla fine dell'anno, causata sia da effetti base al rialzo sia da una serie di incrementi mensili. Questi ultimi sono riconducibili a una parziale trasmissione di passati deprezzamenti del tasso di cambio e rincari delle materie prime, nonché a incrementi delle imposte, benché l'aumento dei prezzi sia stato contenuto dalla debolezza della domanda, seppure in crescita, e dalla moderata dinamica salariale. Nel 2011 l'andamento dei prezzi delle materie prime (in euro) e i moderati incrementi salariali, insieme all'ulteriore miglioramento delle condizioni della domanda e alle variazioni delle imposte, hanno continuato a influire sull'andamento dell'inflazione dei beni industriali non energetici, considerando che i tassi di variazione di questa componente sono stati alquanto volatili dall'inizio dell'anno, per effetto del nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nell'indice. L'inflazione di questa componente è scesa allo 0,5 e allo 0,1 per cento nel gennaio e febbraio 2011, rispettivamente, quindi è risalita intorno all'1 per cento nel periodo tra marzo e giugno, per poi ridiscendere allo 0,0 per cento in luglio e agosto e risalire oltre l'1 per cento in settembre e ottobre. Tale volatilità è riconducibile in ampia misura alla sottocomponente dei beni semidurevoli (materiali per abbigliamento, tessili, libri, ecc.), dato che le altre due voci della componente dei beni industriali non-energetici, ossia i beni durevoli (autovetture, mobili, apparecchiature elettroniche, ecc.) e quelli non durevoli (forniture di acqua, prodotti farmaceutici, giornali, ecc.) sono rimasti più stabili.

Dal settembre 2010 al giugno 2011 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni durevoli ha oscillato intorno 0,3 per cento, prima di calare su livelli prossimi allo zero nel periodo fra luglio e ottobre. La dinamica di questa sottocomponente è ampiamente influenzata dal tasso di variazione tendenziale dei prezzi delle autovetture, che nel luglio 2010 è divenuto positivo per la prima volta dalla primavera del 2009; nel giugno 2011 è salito all'1,3 per cento, oscillando da allora intorno all'1 per cento. L'ulteriore contrazione dei prezzi di alcuni prodotti elettrici ed elettronici di consumo ha compensato l'impatto dei rincari delle autovetture sull'inflazione dei beni durevoli.

Nel 2010 l'inflazione dei beni non durevoli è rimasta prossima all'1 per cento ed è salita all'1,5 per cento nel secondo trimestre del 2011. Successivamente, è scesa al di sotto dell'1 per cento nel periodo tra luglio e ottobre, rispecchiando il rallentamento dei prezzi di varie voci a seguito della moderata crescita della domanda.

Gli andamenti dei prezzi dei beni semidurevoli sono normalmente determinati dai saldi stagionali semestrali (in inverno ed estate). Nel quarto trimestre del 2010 l'inflazione dei beni semidurevoli è salita allo 0,9 per cento, di riflesso ai rincari di alcune voci, come vestiario e calzature, oltre alle parti di ricambio delle autovetture. Nel 2011 i prezzi dei beni semidurevoli sono stati molto volatili, a seguito dell'introduzione del nuovo regolamento sul trattamento dei prodotti stagionali nell'IAPC, che ha determinato una distorsione verso il basso della variazione tendenziale dei prezzi di abbigliamento e calzature sia a gennaio e febbraio, sia a luglio e agosto. In particolare, la dinamica dei prezzi dei beni semidurevoli è diminuita a -1,2 per cento in febbraio, quindi è risalita all'1,5 in maggio per poi ridiscendere al di sotto di -1 per cento in luglio e agosto, e salire a livelli prossimi al 2 per cento in settembre e ottobre. Il recente aumento dell'inflazione di questa sottocomponente è attribuibile sia all'esaurirsi degli effetti della nuova regolamentazione, sia a spinte inflative "effettivamente" più elevate che hanno influito su diverse voci.

Nella prima metà del 2011 l'inflazione dei prezzi dei servizi è aumentata considerevolmente, da un tasso tendenziale dell'1,5 per cento in gennaio a circa il 2,0 per cento nei mesi successivi, prima di scendere all'1,8 per cento in ottobre. Questa tendenza al rialzo seguita da una certa stabilizzazione o persino dal calo dei tassi di variazione sui dodici mesi è evidente in tutte le principali sottocomponenti dei servizi, ad eccezione di quelli relativi alla comunicazione. Nella prima metà dell'anno il maggior contributo all'accelerazione dei prezzi dei servizi è pervenuto dai servizi ricreativi e personali e di trasporto. I bruschi rialzi dei prezzi di vacanze organizzate e servizi alberghieri (a causa, fra l'altro, della diversa collocazione in calendario delle festività di Pasqua e Pentecoste rispetto allo scorso anno) sono stati le cause principali dei rincari dei servizi ricreativi e personali. Nel frattempo, la dinamica di questa sottocomponente si è stabilizzata intorno al 2,2 per cento. Il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei servizi di trasporto ha raggiunto il valore massimo del 3,4 per cento in giugno e luglio, ma è sceso al 2,9 per cento in ottobre, con tutta probabilità perché non ci sono stati ulteriori significativi aumenti dei prezzi petroliferi denominati in euro. Negli ultimi mesi la dinamica dei prezzi dei servizi abitativi, costituiti in gran parte dalle locazioni, è scesa leggermente. In estate si era collocata in prossimità dell'1,9 per cento, ma in ottobre è calata all'1,7 per cento. Anche la variazione tendenziale della sottocomponente servizi vari, che ad esempio include i prezzi di sanità e istruzione, è diminuita leggermente al 2,0 per cento in ottobre. Dopo i forti aumenti all'inizio dell'anno, i tassi di inflazione di queste voci hanno oscillato intorno al 2,1 per cento per gran parte del 2011. Infine, i servizi di comunicazione sono la sola sottocomponente che ha mostrato un andamento nettamente distinto rispetto alle altre voci. A seguito della contrazione dei prezzi delle apparecchiature e dei servizi di telecomunicazione, i prezzi di questi servizi sono calati marcatamente nel 2011, da -0,2 per cento in gennaio a -1,9 in ottobre.

In prospettiva, considerando le attuali quotazioni del greggio, che in novembre hanno oscillato intorno a 82 euro al barile, nonché i prezzi dei contratti *future* sul petrolio, ci si attende che il tasso di crescita sui dodici mesi della componente energetica dello IAPC diminuisca sensibilmente dal novembre 2011, benché siano possibili ulteriori aumenti dei prezzi al consumo di gas naturale ed elettricità. Tale calo dovrebbe rispecchiare il fatto che i precedenti forti incrementi dei prezzi registrati un anno prima cominceranno a essere esclusi dal raffronto sui dodici mesi (effetti base). Comunque, la misura in cui tali effetti base saranno di fatto evidenti nel profilo di tale componente dipenderà da quanto si realizzeranno le aspettative attualmente incorporate nei prezzi dei contratti *future* sul petrolio (ossia un lieve calo delle quotazioni del greggio, o quantomeno l'assenza di ulteriori incrementi significativi).

Sulla base degli attuali prezzi dei contratti *future* per le materie prime alimentari, il tasso di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari dovrebbe rimanere intorno all'attuale elevato livello fino a metà del 2012, per poi iniziare a calare anche a causa di effetti base al ribasso. Esiste tuttavia un forte grado di incertezza in merito alle prospettive dei prezzi delle materie prime. Inoltre, la misura della trasmissione dei loro rincari dipende dalla robustezza della domanda al consumo e dal comportamento di produttori e dettaglianti, che potrebbero reagire ai rialzi dei prezzi modificando i margini di profitto.

Gli indicatori anticipatori disponibili per l'inflazione dei beni industriali non energetici, come gli andamenti dei prezzi alla produzione e di quelli all'importazione dei beni di consumo (al netto degli alimentari e dei tabacchi), segnalano che permangono spinte al rialzo agli stadi successivi della filiera produttiva. Inoltre, è probabile che nel periodo a venire l'inflazione dei beni industriali non energetici risenta degli incrementi delle imposte indirette. Allo stesso tempo, le spinte inflazionistiche agli stadi iniziali della filiera produttiva si sono ulteriormente attenuate, rispecchiando principalmente il recente rallentamento dei prezzi delle materie prime e il relativo impatto sui beni energetici e intermedi. Tuttavia, la misura della trasmissione di questi andamenti dei prezzi all'inflazione dei

beni industriali non energetici è incerta, in quanto potrebbe essere limitata da una quota contenuta di beni importati direttamente e dall'assorbimento nei margini dei dettaglianti. Nel complesso, l'inflazione dei beni industriali non energetici dovrebbe ridursi lievemente nei prossimi mesi.

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

3.2 PREZZI ALLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA

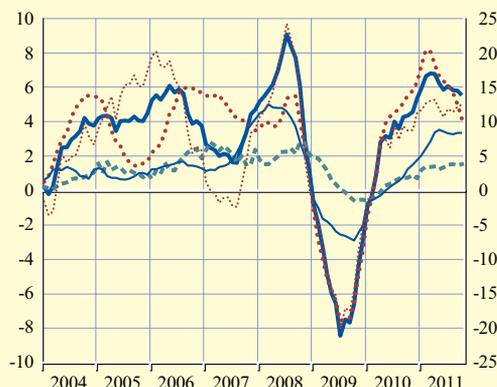
Le pressioni inflazionistiche lungo la filiera produttiva sono aumentate costantemente dal livello minimo nell'estate del 2009 fino ai mesi più recenti (cfr. tavola 7 e figura 45). Nella prima metà del 2011 il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni) ha oscillato intorno al 6 per cento, raggiungendo il valore massimo del 6,8 per cento in marzo per poi moderarsi in seguito. In luglio è risalito lievemente al 6,1 per cento, ma da agosto è rimasto al di sotto del 6 per cento, raggiungendo il 5,5 in ottobre. Nello stesso mese l'inflazione dei prezzi alla produzione nell'industria (al netto delle costruzioni e dell'energia) è diminuita al 3,2 per cento sul periodo corrispondente.

Esaminando più in dettaglio le componenti principali dell'indice complessivo, emerge che la tendenza al ribasso dell'inflazione alla produzione nell'industria è ascrivibile prevalentemente alla componente dei beni intermedi, a causa del contenimento dei prezzi delle materie prime. In altre parole, al momento l'attenuazione delle pressioni all'origine è più evidente ai primi stadi della catena dei prezzi che a quelli successivi (ad esempio, i prezzi alla produzione dei beni di consumo, escluse le derrate alimentari).

Figura 45 Scomposizione dei prezzi alla produzione nell'industria

(variazioni percentuali sui dodici mesi; dati mensili)

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

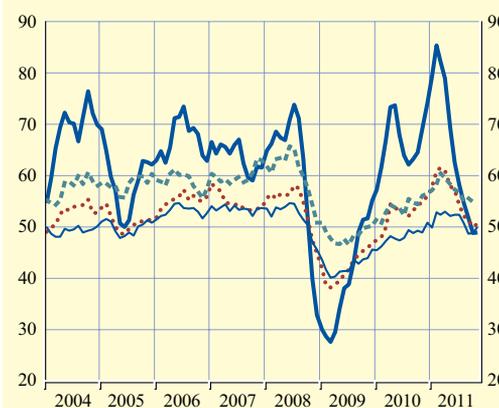


Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 46 Indagini sui prezzi degli input e dell'output

(indici di diffusione; dati mensili)

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



Fonte: Markit.

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

All'interno della componente dei beni di consumo, il tasso di variazione sui dodici mesi dei prezzi dei beni non durevoli è divenuto positivo solo nel maggio 2010 ed è andato aumentando fino all'inizio di quest'anno. La dinamica di questi prezzi, poiché dipende dall'andamento dei prezzi alla produzione dei beni alimentari, ha oscillato tra il 3,3 e il 3,5 per cento dall'aprile 2011. I recenti rincari all'origine dei beni alimentari, pur essendo consistenti, sono risultati meno marcati rispetto a quelli osservati nel 2008. I tassi di crescita dei prezzi alla produzione dei beni di consumo al netto di alimentari e tabacchi sono entrati in territorio positivo nell'autunno 2010 e da allora continuano ad aumentare. Nell'ottobre 2011 il tasso di variazione sui dodici mesi si è situato all'1,5 per cento, invariato rispetto al mese precedente. Si tratta del livello più elevato dal 2001, segno del protrarsi delle pressioni all'origine sulle componenti di fondo dell'inflazione al consumo.

Riguardo alle indagini sull'andamento dell'inflazione all'origine, i dati sui prezzi ricavati dall'indice dei responsabili degli acquisti mostrano che in novembre gran parte degli indici sono aumentati moderatamente, interrompendo la tendenza al ribasso che si era protratta per diversi mesi (cfr. figura 46). Nel settore dei servizi l'indice dei prezzi degli input è salito ancora a 55,4, da 54,9 del mese precedente, mentre nel settore manifatturiero è rimasto sostanzialmente stabile a 48,9. L'indice dei prezzi di vendita è aumentato lievemente in entrambi i settori, da 50,0 a 50,6 in quello manifatturiero e da 48,8 a 50,0 in quello dei servizi. Nonostante questi aumenti, l'inflazione alla produzione nell'industria dovrebbe mantenere la tendenza al ribasso, a causa della moderazione generale della dinamica dei prezzi delle materie prime. I livelli elevati di inflazione alla produzione continuano a riflettere perduranti pressioni all'origine.

3.3 INDICATORI DEL COSTO DEL LAVORO

In linea con il lento miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, l'andamento del costo del lavoro è rimasto contenuto per tutto il 2010. Dall'inizio del 2011, tuttavia, nell'area dell'euro le spinte derivanti dai costi interni sono aumentate gradualmente dal lato del costo del lavoro (cfr. tavola 8 e figura 47).

Nella prima metà del 2011 il tasso di variazione tendenziale dei redditi per occupato nell'area dell'euro è aumentato marcatamente, collocandosi al 2,3 e 2,4 per cento rispettivamente nel primo e secondo trimestre, rispetto all'1,6 per cento nella media del 2010. Tale incremento è stato determinato dall'accelerazione dei redditi per ora lavorata, nonostante il calo delle ore lavorate per occupato. Nel secondo trimestre il tasso di crescita tendenziale del costo orario del lavoro è salito al 3,6 per cento. Tale accelerazione, generalizzata a tutti i settori, (cfr. figura 48), è stata particolarmente

Tavola 8 Indicatori del costo del lavoro

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente, salvo diversa indicazione)

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

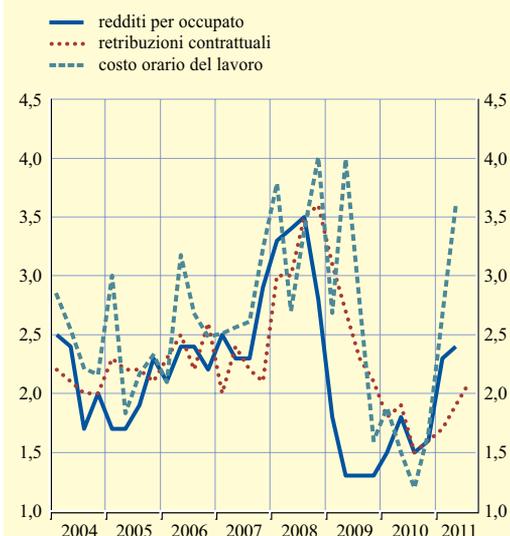
Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

pronunciata nei comparti dell'industria e delle costruzioni. A livello nazionale, la Germania sembra esserne la principale responsabile, 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 continuato ad aumentare a un ritmo più sostenuto rispetto alla componente salariale dei costi orari del lavoro nell'area dell'euro.

Nel terzo trimestre del 2011 la crescita sul periodo corrispondente delle retribuzioni contrattuali nell'area dell'euro, il solo indicatore del costo del lavoro disponibile per tale periodo, è salita al 2,1 per cento, dall'1,9 del trimestre precedente. In prospettiva, è probabile che l'accelerazione dei salari, seppur ancora moderata, continui nel breve periodo. Al momento non è chiaro in che misura gli elevati tassi di inflazione armonizzata registrati negli ultimi mesi possano indurre un'accelerazione salariale, dopo i modesti aumenti negoziati negli scorsi anni. In alcuni paesi i sistemi di indicizzazione che legano le revisioni salariali all'inflazione passata determineranno con tutta probabilità maggiori incrementi salariali. Più in generale, tuttavia, ci sono scarse possibilità di un aumento della crescita dei salari, alla luce della perdurante debolezza del mercato del lavoro.

Figura 47 Indicatori del costo del lavoro

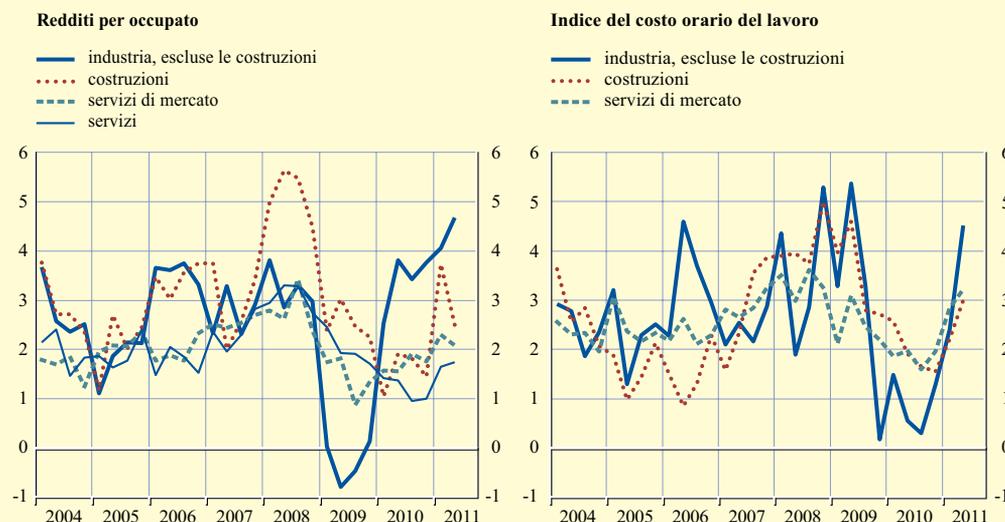
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat, dati nazionali ed elaborazioni della BCE.

Figura 48 Andamenti del costo del lavoro per settore

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Infine, la produttività del lavoro, misurata su base pro capite, è aumentata del 2,2 per cento in media nel 2010. Ciò rappresenta una significativa ripresa dalla media registrata nel 2009, quando era diminuita del 2,3 per cento. La crescita della produttività, dopo un marcato calo alla fine del 2010 dovuto al graduale aumento dell'occupazione, è risalita al 2,1 per cento nel primo trimestre del 2011. Tuttavia, a seguito della decelerazione del PIL in termini reali nel secondo trimestre, la crescita sul periodo corrispondente della produttività del lavoro è scesa ancora all'1,2 per cento, mentre quella dei redditi per addetto è salita ulteriormente. Di conseguenza, nel secondo trimestre la dinamica annuale del costo unitario del lavoro è salita all'1,3 per cento, dallo 0,2 del trimestre precedente, dopo essere rimasta in territorio negativo nel 2010. In prospettiva, i risultati delle ultime indagini indicano un ulteriore rallentamento della produttività nei prossimi trimestri, che potrebbe indurre un'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto.

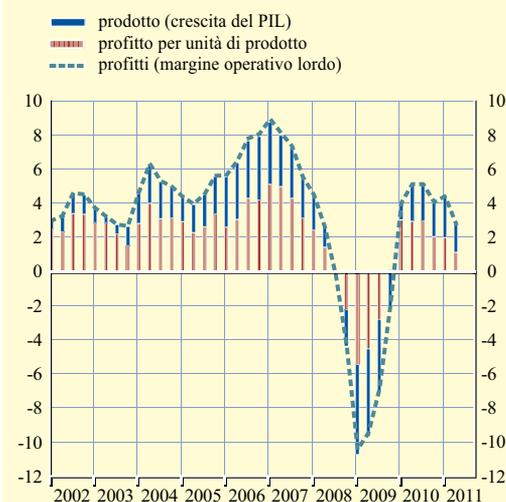
3.4 ANDAMENTI DEI PROFITTI SOCIETARI

Nel secondo trimestre del 2011 la crescita dei profitti societari (misurata in termini di margine operativo lordo) è scesa sensibilmente, al 2,8 per cento sul periodo corrispondente, dopo essersi collocata mediamente su livelli superiori al 4,5 per cento nei trimestri precedenti (cfr. figura 49). Questa marcata contrazione rispecchia la moderata espansione del PIL nel secondo trimestre, nonché il rallentamento dei profitti per unità di prodotto a causa della notevole decelerazione della produttività. Tale andamento, caratterizzato da una crescita dei profitti più contenuta, appare ancora più evidente nella dinamica di breve periodo. Gli utili societari sono saliti solo dello 0,2 per cento nel secondo trimestre del 2011, in linea con la crescita del PIL in termini reali nel trimestre, mentre la crescita dei profitti per unità di prodotto ha ristagnato.

Gli andamenti nei grandi settori economici mostrano un indebolimento della crescita dei profitti societari nel secondo trimestre del 2011. Mentre nel settore dei servizi di mercato la crescita dei

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

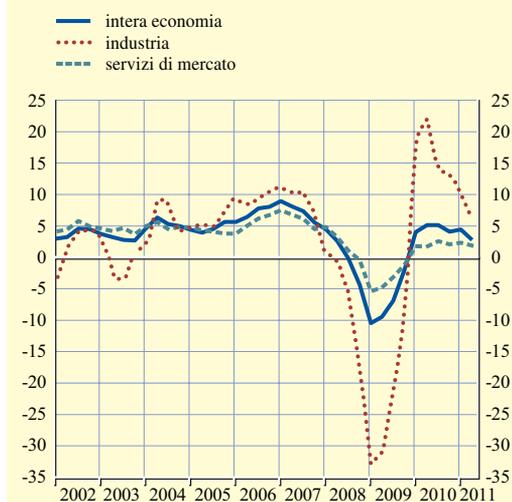
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

profitti societari sul periodo corrispondente è diminuita solo lievemente, all'1,9 per cento dal 2,1 nel trimestre precedente, nel settore industriale si è contratta sensibilmente, al 6,1 per cento, dal 15,8 nel periodo precedente (cfr. figura 50). La crescita sul periodo precedente dei profitti societari è calata leggermente nel settore industriale, ma è rimasta stabile in quello dei servizi di mercato.

In prospettiva, la crescita dei profitti societari dovrebbe moderarsi molto di più, in linea con le attese di debole espansione economica e il rallentamento dei profitti per unità di prodotto, che rispecchiano la debolezza della domanda e dell'andamento della produttività.

3.5 LE PROSPETTIVE PER L'INFLAZIONE

In prospettiva, è probabile che i tassi di inflazione si mantengano al di sopra del 2 per cento per diversi mesi, per poi scendere al di sotto di tale livello. Tale evoluzione riflette l'aspettativa che, in un contesto caratterizzato da un rallentamento della crescita sia nell'area sia a livello mondiale, anche le pressioni su costi sottostanti, salari e prezzi nell'area dell'euro restino contenute.

Le proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro di dicembre 2011, formulate dagli esperti dell'Eurosistema, prevedono che l'inflazione tendenziale misurata sullo IAPC si collochi tra il 2,6 e il 2,8 per cento nel 2011, tra l'1,5 e il 2,5 per cento nel 2012 e tra lo 0,8 e il 2,2 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche di settembre 2011, elaborate dagli esperti della BCE, gli intervalli per il 2011 e 2012 sono stati rivisti lievemente verso l'alto. Ciò è imputabile all'impatto al rialzo dei rincari petroliferi in euro, nonché a un più elevato contributo delle imposte indirette. L'impatto al rialzo di tali fattori dovrebbe più che compensare gli aggiustamenti verso il basso dei margini di profitto e della dinamica salariale connessi alla revisione al ribasso dell'attività.

I rischi per le prospettive a medio termine sull'evoluzione dei prezzi sono sostanzialmente bilanciati. Quelli verso l'alto riguardano in particolare ulteriori 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.

4 LA PRODUZIONE, LA DOMANDA E IL MERCATO DEL LAVORO

Nel terzo trimestre del 2011 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, allo stesso ritmo del secondo trimestre. I risultati delle indagini congiunturali indicano una più debole attività economica nel quarto trimestre di quest'anno. Diversi fattori sembrano frenare la dinamica di fondo della crescita dell'area. Tra questi la moderazione del ritmo di espansione della domanda mondiale e gli effetti avversi sulle condizioni di finanziamento complessive e sulla fiducia provocati dalle perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, nonché il processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe riprendersi, seppur molto gradualmente, nel corso dell'anno prossimo, sostenuta dalla tenuta della domanda globale, dai tassi di interesse molto bassi e da tutte le misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano tassi di espansione del PIL in termini reali compresi tra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011, tra il -0,4 e l'1,0 per cento nel 2012 e tra lo 0,3 e il 2,3 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE del settembre 2011, si registra un restringimento dell'intervallo delle proiezioni della crescita del PIL in termini reali per il 2011 e una significativa revisione al ribasso dell'intervallo per il 2012. Vi sono sostanziali rischi al ribasso per le prospettive economiche dell'area dell'euro, in un contesto di elevata incertezza.

4.1 LE COMPONENTI DEL PIL E DELLA DOMANDA

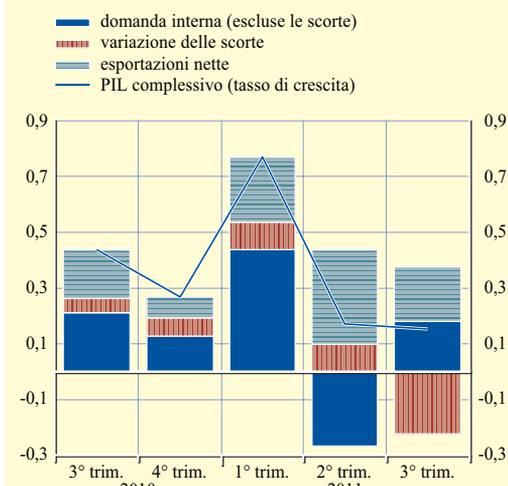
In base alla seconda stima dell'Eurostat, nel terzo trimestre del 2011 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto in termini reali dello 0,2 per cento sul periodo precedente, a fronte di un incremento analogo nel secondo trimestre e dello 0,8 per cento nel primo (cfr. figura 51). Tale risultato, che è in linea con le aspettative, è riconducibile ai contributi positivi della domanda interna e delle esportazioni nette. Sebbene vi sia stata una graduale ripresa del PIL dal secondo trimestre del 2009, nel terzo trimestre del 2011 il livello del prodotto è rimasto ancora inferiore dell'1,7 per cento rispetto all'ultimo massimo, registrato nel primo trimestre del 2008. Gli indicatori disponibili segnalano una crescita del PIL sul trimestre precedente molto moderata, e forse persino negativa, nel quarto trimestre dell'anno. Il riquadro 8, intitolato *Volatilità del prodotto nell'area dell'euro*, confronta il profilo della crescita del prodotto nell'area durante la crisi finanziaria con quello osservato nelle economie avanzate durante precedenti crisi finanziarie.

CONSUMI PRIVATI

Dopo un calo trimestrale dello 0,5 per cento nel secondo trimestre del 2011, i consumi privati sono aumentati dello 0,3 per cento nel terzo trimestre, raggiungendo un livello leggermente inferiore al massimo precedente la recessione osservato nel primo trimestre del 2008. Il risul-

Figura 51 Crescita del PIL in termini reali e contributi

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



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

tato del terzo trimestre è probabilmente ascrivibile alla crescita positiva dei consumi di servizi, in quanto le vendite al dettaglio sono rimaste stazionarie e le immatricolazioni di automobili sono calate. Le informazioni recenti degli indicatori di breve periodo e delle indagini segnalano una spesa per consumi alquanto moderata nell'area dell'euro nel prossimo futuro. Il riquadro 9 presenta un esame più approfondito dell'impatto dell'industria automobilistica sulla produzione, sulle esportazioni e sui consumi in Germania, Francia e Italia.

Riquadro 8

VOLATILITÀ DEL PRODOTTO NELL'AREA DELL'EURO

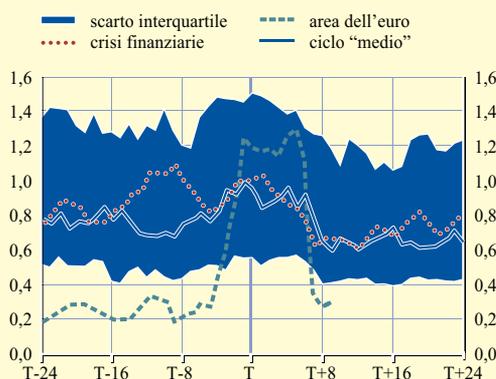
Dal minimo dell'attività nel 2009, l'area dell'euro ha registrato sostanziali variazioni del tasso di crescita del PIL in termini reali da un trimestre all'altro. Ad esempio, una forte crescita del prodotto nel primo trimestre del 2011 è stata seguita da una brusca moderazione del ritmo di espansione nel secondo trimestre. Nel 2010 si sono osservate variazioni analoghe dei tassi di crescita rispetto al trimestre precedente. All'origine di tale volatilità vi sono fattori specifici nazionali e settoriali. Questo riquadro valuta se il profilo della crescita del prodotto sia stato insolito, confrontando la recente crisi con crisi bancarie precedenti nelle economie avanzate.

Volatilità del prodotto dopo le crisi finanziarie

Prima della recente crisi finanziaria c'erano state cinque crisi bancarie sistemiche nelle economie avanzate: in Spagna alla fine degli anni settanta, in Norvegia nei tardi anni ottanta, in Finlandia e Svezia agli inizi degli anni novanta e in Giappone negli anni novanta¹⁾. Le fi-

Figura A Volatilità del PIL nei diversi cicli economici

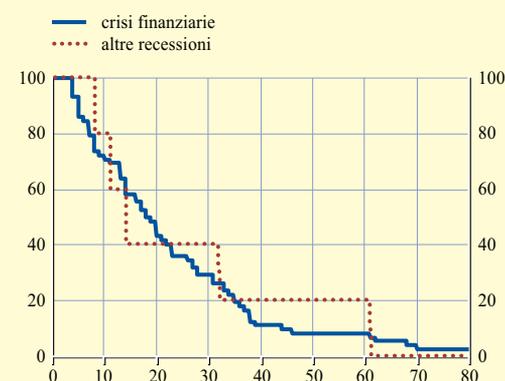
(stime su finestre mobili di otto trimestri della deviazione standard della crescita del PIL sul trimestre precedente¹⁾; T = punto minimo del ciclo)



Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
1) L'asse delle x misura i trimestri antecedenti e susseguenti il punto minimo del ciclo (T).

Figura B Durata delle fasi espansive successive a crisi finanziarie

(valori percentuali)



Fonti: OCSE, Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.
Nota: l'asse delle x misura la durata in trimestri delle fasi espansive. Ciascuna linea mostra la proporzione del campione di cicli le cui fasi espansive durano fino a un determinato numero di trimestri. I cicli economici si riferiscono ad un campione di economie avanzate a partire dal 1970 e sono basati sugli andamenti del PIL in termini reali.

1) Per una definizione di crisi sistemiche, cfr. Laeven, L. e Valencia, F. "Systemic Banking Crises: A New Database", *Working Paper Series*, n. 08/224, FMI, 2008. Cfr. anche Claessens, S., Kose, M.A. e Terrones, M., "What happens during recessions, crunches and busts?", *Working Paper Series*, n. 08/274, FMI, 2008. Cfr. altresì il *World Economic Outlook* dell'FMI dell'aprile 2009.

gure A e B forniscono prospettive diverse dei profili di crescita dopo le crisi. La figura A mostra stime mobili (su un orizzonte di otto trimestri) della deviazione standard dei tassi di crescita del PIL sul trimestre precedente prima e dopo le recessioni che sono seguite alle crisi, allineate attorno al minimo della recessione.²⁾ Per fornire un confronto con i cicli non associati alle crisi finanziarie, mostra inoltre il profilo ciclico medio, ottenuto da una media tra paesi e cicli in un campione di economie avanzate dal 1970. Sono altresì mostrati gli andamenti recenti dell'area dell'euro. La figura B illustra la durata delle espansioni dopo le crisi finanziarie, riportando il numero di trimestri prima di una ricaduta in recessione dell'economia (definita come due periodi di crescita negativa sul trimestre precedente) nel campione dei cicli. Nel complesso, le figure suggeriscono che il profilo di crescita dopo periodi di forti turbolenze finanziarie non è considerevolmente diverso da quello di altre fasi di ripresa: vi sono poche evidenze che il PIL sia stato significativamente più volatile nel seguito dei cinque episodi sistemici e in genere le espansioni che hanno seguito le crisi finanziarie non sono state più brevi di quelle seguite ad altre recessioni.

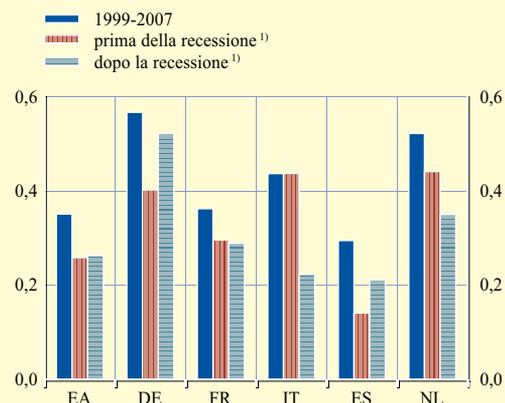
Nel contempo, anche se la durata delle espansioni non è diversa, le economie possono registrare più periodi di crescita negativa dopo una crisi. Ciò sarebbe in linea con la tendenza a un calo del ritmo medio di crescita dopo le crisi bancarie³⁾ – la stessa volatilità attorno a un minore tasso di crescita medio tenderebbe a significare più rilevazioni di crescita negativa sul trimestre precedente. Di fatto, questo sembra verificarsi: nei cinque anni dopo le crisi i paesi hanno registrato un numero leggermente maggiore di cali del PIL sul trimestre precedente rispetto allo stesso periodo prima della recessione.

Recente volatilità nell'area dell'euro

Per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro la recessione non è terminata fino al 2009 e ciò fornisce solo una finestra relativamente ristretta per giudicare la volatilità post-crisi nell'area. In generale, da allora la volatilità della crescita del PIL (misurata dalla deviazione standard dei tassi di crescita trimestrali) non è stata significativamente maggiore nei paesi dell'area dell'euro. La volatilità del PIL è aumentata sostanzialmente nei maggiori paesi dell'area durante la recessione, rispecchiando la forte caduta del prodotto in molti paesi nel punto di minimo del ciclo, ma è successivamente rientrata. Dalla fine della recessione (nel secondo trimestre del 2009) la volatilità del prodotto nell'area dell'euro è stata sostanzialmente

Figura C Volatilità del PIL nei principali paesi dell'area dell'euro

(deviazioni standard dei tassi di crescita sul trimestre precedente)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

1) "Prima della recessione" si riferisce al periodo dal 1° trim. 2006 al 4° trim. 2007; "dopo la recessione" si riferisce al periodo dal 3° trim. 2009 al 2° trim. o 3° trim. 2011 a seconda della disponibilità dei dati.

- 2) Per una discussione più approfondita degli andamenti economici dopo le crisi finanziarie, cfr. l'articolo *La recente recessione nell'area dell'euro in una prospettiva storica* nel numero di novembre 2009 di questo Bollettino. Per ciascun paese, i cicli economici sono definiti sulla base degli andamenti del PIL in termini reali utilizzando un algoritmo sviluppato da Bry, G. e Boschan, C., "Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs", *Technical Paper*, n. 20, NBER, 1971; nonché Harding, D. e Pagan, A., "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, pp. 365-381, 2002.
- 3) Cfr. Furceri, D. e Mourougane, A., "The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries", *Working Paper Series*, n. 699, OCSE, 2009.

analogo al periodo di due anni precedente la recessione e minore alla volatilità media dall'inizio dell'unione monetaria (cfr. figura C). Dalla fine della recessione anche la deviazione standard della volatilità del prodotto è stata più moderata nella maggior parte dei grandi paesi dell'area rispetto al passato. L'eccezione è la Germania, dove il prodotto è stato più volatile. Tuttavia ciò rispecchia principalmente l'impatto dei due inverni molto freddi nel 2010 e 2011, che hanno determinato significative variazioni degli investimenti in costruzioni da un trimestre all'altro. Se si considera il prodotto al netto del settore delle costruzioni, la volatilità in Germania dalla fine della recessione a metà 2009 è stata al di sotto della media osservata tra il 1999 e il 2007.

In sintesi, le precedenti esperienze indicano che in genere la crescita del prodotto non è più volatile dopo le crisi finanziarie, sebbene ci sia stata una tendenza a casi più frequenti di crescita trimestrale negativa durante la fase di ripresa. In generale, dalla fine dell'ultima recessione la volatilità della crescita del PIL non è stata significativamente superiore nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro. Come in precedenti crisi finanziarie, tuttavia, il ritmo della ripresa è variato tra i paesi ed è stato nel complesso relativamente modesto per l'area dell'euro.

La ripresa dei consumi è stata più lenta dell'evoluzione dell'attività complessiva. Ciò è in larga parte imputabile alle variazioni del reddito reale, che sono una delle principali determinanti della tendenza di lungo periodo della spesa per consumi. Il reddito reale aggregato, benché sia stato sorretto da una maggiore crescita dell'occupazione, è stato parallelamente eroso dai rincari dei beni alimentari ed energetici. In prospettiva, tuttavia, questi fattori dovrebbero scambiarsi le loro rispettive influenze, poiché l'inflazione dovrebbe aver toccato il livello massimo (cfr. sezione 3), mentre i miglioramenti delle condizioni del mercato del lavoro sembrano essersi arrestati. Nel secondo trimestre del 2011 il reddito delle famiglie è aumentato leggermente in termini reali rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, registrando il secondo trimestre consecutivo di crescita dopo un periodo di contrazione. Ciò potrebbe spiegare in parte il motivo per cui le famiglie hanno proeso per un'interruzione della revisione al ribasso del risparmio precauzionale, che ha a sua volta determinato un modesto aumento del saggio di risparmio.

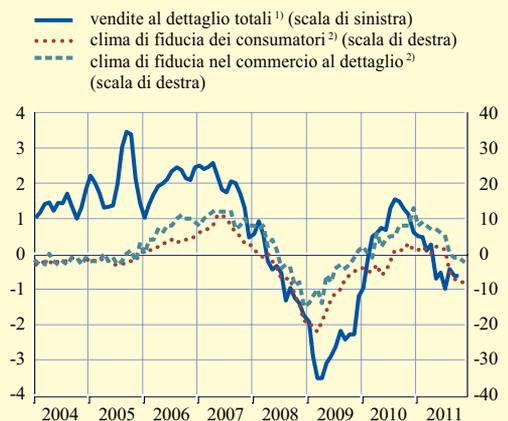
La ripresa relativamente lenta dei consumi privati è in parte riconducibile anche alla netta diminuzione della ricchezza finanziaria e immobiliare nel 2008 e 2009. Col tempo, tuttavia, la ricchezza finanziaria è aumentata e nel secondo trimestre del 2011 è rimasta prossima al livello precedente la crisi in base ai conti finanziari aggregati dell'area dell'euro pubblicati dall'Eurostat e dalla BCE. Inoltre, nel secondo trimestre del 2011 i prezzi degli immobili residenziali nell'area dell'euro sono saliti sul periodo corrispondente per il sesto trimestre consecutivo.

Per quanto riguarda le dinamiche a breve termine, nel quarto trimestre sia i dati pubblicati sia quelli delle indagini segnalano una perdurante debolezza della spesa per consumi. Sebbene in ottobre le vendite al dettaglio siano aumentate dello 0,4 per cento sul mese precedente, il livello è rimasto invariato rispetto al valore medio del terzo trimestre. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le vendite al dettaglio è diminuito da 50,2 in ottobre a 46,0 in novembre, indicando un calo delle vendite in tale periodo. Secondo le indagini della Commissione europea, in questi due mesi il livello medio del clima di fiducia nel commercio al dettaglio è stato inferiore alla media del terzo trimestre e leggermente inferiore alla sua media di lungo periodo. In ottobre le immatricolazioni di nuove autovetture sono scese dello 0,8 per cento sul mese precedente, raggiungendo un livello inferiore dello 0,2 per cento rispetto a quello medio

del terzo trimestre. A titolo di confronto, nel terzo trimestre si è registrata una diminuzione delle immatricolazioni dello 0,7 per cento sul trimestre precedente. Per contro, l'indicatore della Commissione europea delle attese sugli acquisti rilevanti è aumentato tra ottobre e novembre, pur rimanendo su un livello storicamente basso. Tuttavia, l'indicatore relativo al clima di fiducia dei consumatori, che fornisce un'indicazione piuttosto affidabile sulle linee di tendenza dell'andamento dei consumi, è calato in novembre per il quinto mese consecutivo, seppur in minor misura rispetto al mese precedente. L'indice prosegue pertanto la sua tendenza al ribasso iniziata nel giugno 2011 e ha ora raggiunto il livello su cui si collocava nel settembre 2009 (cfr. figura 52). Ciò corrisponde a un valore nettamente inferiore alla sua media storica ed è quindi in linea con i persistenti modesti andamenti della spesa per consumi.

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

(dati mensili)



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

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

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

Riquadro 9

ANDAMENTI RECENTI DEL SETTORE AUTOMOBILISTICO NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

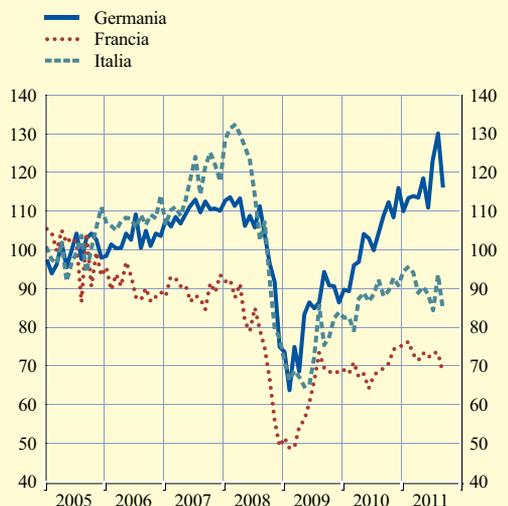
Il presente riquadro esamina gli andamenti recenti del settore automobilistico in Germania, Italia e Francia, descrivendo il lato della produzione, il ruolo delle esportazioni e l'impatto degli acquisti di autovetture sui consumi interni.

Produzione

La produzione di veicoli a motore, rimorchi e semirimorchi (nel prosieguo autovetture o autoveicoli) dei principali costruttori europei ha segnato un recupero, dopo il minimo toccato all'inizio del 2009, sebbene, come mostra la figura A, la ripresa sia stata molto più vigorosa in Germania che in Francia e Italia. Nel terzo trimestre del 2011 la produzione di autovetture in Germania ha raggiunto livelli eccezionalmente elevati, mentre in Francia e Italia si è collocata, rispettivamente, intorno al 15 e al 30 per cento al di sotto dei precedenti massimi. L'impatto sull'economia com-

Figura A Produzione di veicoli a motore, rimorchi e semi rimorchi (inclusi i componenti)

(indice: 2005=100; dati mensili; dati destagionalizzati e corretti per il numero di giornate lavorative)



Fonte: Eurostat.

plessiva del boom della produzione automobilistica dopo il 2009 è stato amplificato dalla rilevanza di tale comparto in Germania. In questo paese la produzione di autoveicoli rappresenta una quota più ampia della produzione manifatturiera totale rispetto a Francia e Italia (nel 2005 è stata pari al 13 per cento in Germania, mentre in Francia e Italia si è collocata all'8 e al 5 per cento, rispettivamente).

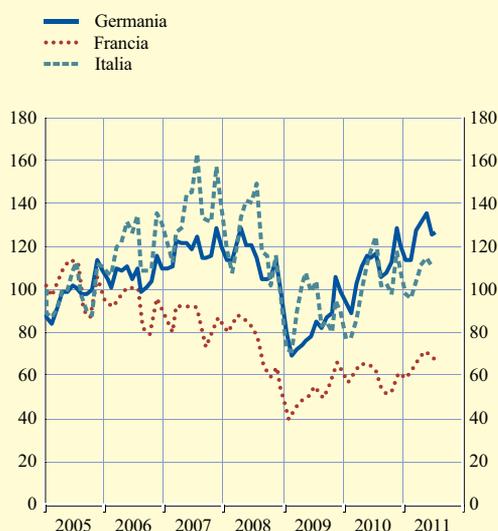
Esportazioni

Esaminando la ripresa delle esportazioni di autovetture dopo il minimo toccato all'inizio del 2009, emerge un quadro simile a quello della produzione automobilistica. Nel 2011 le esportazioni di autoveicoli hanno toccato nuovi livelli massimi in Germania, mentre in Francia e Italia si sono collocate, rispettivamente, intorno al 45 e al 40 per cento al di sotto dei precedenti picchi (cfr figura B). Al vigore delle esportazioni tedesche hanno contribuito in larga misura le vendite all'esterno dell'UE. Nel 2011 infatti le esportazioni della Germania all'esterno dell'UE hanno superato di oltre il 30 per cento il livello massimo raggiunto nel 2007. La tavola fornisce alcune indicazioni sui motivi alla base del volume comparativamente elevato di esportazioni automobilistiche dalla Germania all'esterno dell'UE. Nel 2010 la Germania ha registrato la quota più elevata di esportazioni di autoveicoli all'esterno dell'UE rispetto alle esportazioni totali (quasi il 50 per cento), avendo come principali partner commerciali Stati Uniti e Cina, ciascuno con una quota di circa il 10 per cento. In Francia e Italia le quote di esportazioni automobilistiche all'esterno dell'UE sono state solo del 20 e 30 per cento, rispettivamente.

Quanto alla Cina, un mercato importante e in crescita per le esportazioni di autovetture, la figura C mostra che la Germania ha tratto maggiore vantaggio dalle crescenti esportazioni di autoveicoli verso questo paese. Fra il 2008 e il 2010 il volume di esportazioni automobilistiche (incluse le parti di ricambio) dalla Germania alla Cina è aumentato di oltre il 200 per cento. Nel 2011 la quota tedesca del valore delle importazioni totali di autovetture in Cina è stata pari al 60%, a

Figura B Esportazioni di veicoli a motore, rimorchi e semi rimorchi (inclusi i componenti)

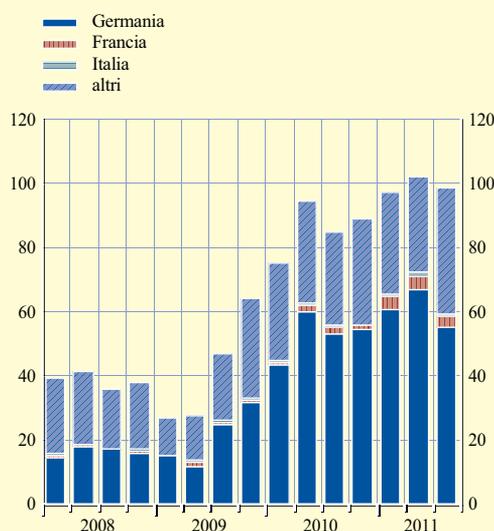
(indice: 2005=100; dati mensili; medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

Figura C Importazioni di veicoli a motore (inclusi i componenti) in Cina per l'assemblaggio finale

(veicoli in migliaia di unità; dati trimestrali non destagionalizzati)



Fonte: CEIC.

fronte del 4 per cento complessivamente per Francia e Italia. Nel 2010 le case costruttrici tedesche, oltre ad esportare autovetture finite, hanno prodotto un numero crescente di autoveicoli all'estero. Per i costruttori tedeschi una delle principali sedi estere di produzione è la Cina, dove nel 2010 hanno realizzato oltre 1,5 milioni di autovetture.

Consumi interni

Nei tre paesi gli acquisti di autovetture in genere non influiscono sui consumi nazionali complessivi. Ciò è dovuto al fatto che tali acquisti rappresentano una quota relativamente contenuta della spesa per consumi complessiva (circa il 5 per cento in Germania, poco meno in Francia e Italia). Tuttavia, dopo l'inizio della ripresa nel 2009 gli acquisti di autovetture hanno influito sull'andamento dei consumi in determinati anni. Ciò è riportato nella figura D, che mostra i volumi di immatricolazioni di autovetture in Germania, Francia e Italia. La cadenza degli acquisti di autoveicoli è stata particolarmente influenzata dall'introduzione e dal ritiro dei vari incentivi alla rottamazione delle autovetture. Ad esempio, in Germania le immatricolazioni di autovetture sono aumentate di oltre il 20 per cento nel 2009, mentre nel 2010 sono diminuite di una percentuale simile dopo il ritiro degli incentivi. Analogamente, in Francia le immatricolazioni sono aumentate del 13 per cento nel 2009, per poi diminuire di quasi il 4 per cento l'anno successivo. Più di recente, nel 2011 (i dati sono disponibili fino a ottobre) le vendite nazionali di autovetture hanno fornito un contributo positivo alla crescita complessiva dei consumi in Germania, mentre sono diminuite in Francia e Italia, contribuendo in senso negativo alla crescita dei consumi nei due paesi.

In sintesi, negli ultimi anni la produzione automobilistica è stata sensibilmente più dinamica in Germania che in Italia e Francia. Tale differenza rispecchia principalmente il maggiore dinamismo delle esportazioni all'esterno dell'UE e, in misura minore, delle vendite nazionali di autovetture in Germania. L'espansione del prodotto in Germania ha tratto vantaggio non solo dal livello molto più sostenuto della produzione automobilistica nazionale rispetto a Francia e Italia, ma anche dal fatto che la produzione di autovetture rappresenta una quota nettamente più ampia della produzione manifatturiera totale.

Scomposizione geografica delle esportazioni di veicoli a motore, rimorchi e semirimorchi (inclusi i componenti)

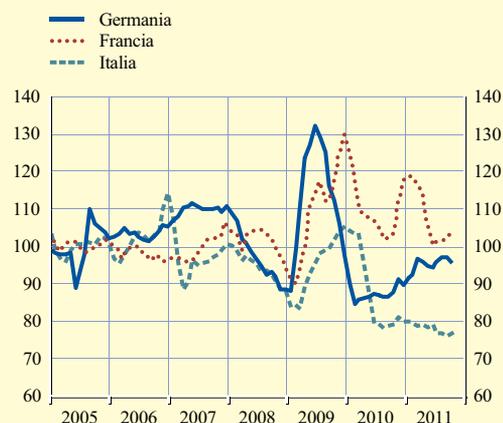
(quote sul valore totale delle esportazioni in punti percentuali, 2010)

	Germania	Francia	Italia
UE27	52,2	81,2	72,4
Stati Uniti	13,3	0,2	7,3
Cina	8,9	0,5	1,7
Svizzera	2,9	2,7	4,5
Turchia	2,0	2,0	2,0
Russia	2,1	1,9	0,3
Giappone	2,7	1,0	2,3
Australia	1,8	0,6	1,1
Norvegia	1,5	0,8	0,3
Canada	1,9	0,1	0,1
Corea del Sud	1,4	0,2	0,2
altri	9,2	8,6	7,8

Fonte: Eurostat.

Figura D Immatricolazioni di nuove autovetture

(indice: 2005=100; dati mensili; medie mobili di tre mesi; dati destagionalizzati)



Fonte: ACEA.

INVESTIMENTI

Il graduale miglioramento degli investimenti fissi lordi registrato negli ultimi due anni si è interrotto a metà 2011 quando la crescita degli investimenti sul trimestre precedente è scesa allo 0,0 e allo 0,1 per cento rispettivamente nel secondo e terzo trimestre.

Per quanto riguarda il terzo trimestre del 2011, non è ancora disponibile una scomposizione dettagliata degli investimenti. Gli indicatori a breve termine degli investimenti in beni diversi dalle costruzioni – che corrispondono alla metà del totale degli investimenti – segnalano un andamento debole. I moderati risultati complessivi dell'economia e dei profitti, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento, un'ulteriore diminuzione del grado di utilizzo della capacità produttiva al di sotto della sua media di lungo periodo e un consistente calo della fiducia delle imprese manifatturiere concorrono a segnalare un terzo trimestre fiacco. I dati aggregati disponibili a livello nazionale confermano tale quadro.

Gli investimenti in costruzioni residenziali e non residenziali si sono probabilmente contratti nel terzo trimestre, come suggerito dal perdurante calo del clima di fiducia nel settore delle costruzioni. Oltre al processo di aggiustamento che l'attività di costruzione sta attraversando in alcuni paesi, è probabile che gli investimenti in costruzioni siano stati frenati dal complessivo inasprimento delle condizioni di finanziamento.

I pochi indicatori anticipatori disponibili per il quarto trimestre del 2011 suggeriscono un ulteriore rallentamento degli investimenti fissi in beni diversi dalle costruzioni nell'area dell'euro. I nuovi ordini di beni d'investimento dall'interno dell'area hanno fatto registrare una contrazione particolarmente pronunciata in settembre. I tassi di utilizzo della capacità produttiva hanno continuato a diminuire, a indicazione di una minore necessità di incrementare la capacità produttiva nel breve termine. Le condizioni di finanziamento si sono deteriorate, seppur in misura diversa nei vari paesi, e ciò frena altresì gli investimenti fissi produttivi. I dati delle indagini sulla fiducia delle imprese, tra cui il PMI per il settore manifatturiero e la sua componente dei nuovi ordini mostrano un forte calo fino al novembre 2011, a livelli non più registrati dalla metà del 2009.

Sebbene le prospettive degli investimenti in costruzioni siano più favorevoli per il quarto trimestre rispetto al terzo, l'attività è ancora attesa su livelli modesti, a causa del protrarsi della correzione in quelle regioni in cui aveva fatto registrare un'espansione eccezionale prima della crisi. Su un orizzonte di più lungo periodo, gli investimenti in beni diversi dalle costruzioni dovrebbero rafforzarsi lievemente nel 2012, in linea con una graduale ripresa dell'attività economica. Per quanto riguarda gli investimenti in costruzioni, si prevede una crescita più contenuta. Ci sono rischi al ribasso per queste prospettive e l'incertezza è molto elevata; secondo la recente indagine della Commissione europea sulla fiducia delle imprese, i dirigenti d'azienda si attendono una crescita negativa dei propri volumi d'investimento nel 2012.

CONSUMI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Di recente la crescita dei consumi delle amministrazioni pubbliche è stata moderata, in conseguenza delle iniziative di risanamento delle finanze pubbliche in atto in vari paesi. Dopo una lieve diminuzione sul periodo precedente nel secondo trimestre del 2011, i consumi pubblici hanno segnato una stazionarietà in termini reali nel terzo trimestre.

Riguardo alle singole voci, il contenimento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici, che contribuiscono per quasi la metà ai consumi totali delle amministrazioni pubbliche, ha esercitato un sostanziale effetto frenante sui consumi nominali totali. Tale contenimento è una conseguenza di

moderati andamenti salariali e riduzioni dell'occupazione in diversi paesi. La spesa per consumi intermedi, pari a poco meno di un quarto della spesa totale, è anch'essa andata calando, per effetto dei perduranti sforzi di risanamento fiscale messi in campo dai governi. I trasferimenti sociali in natura, pari anch'essi a quasi un quarto dei consumi pubblici, sono andati crescendo più in linea con le medie storiche. Ciò è dovuto al fatto che i trasferimenti sociali in natura includono voci come la spesa sanitaria, che ha dinamiche per certi versi autonome.

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

SCORTE

La pronunciata riduzione delle scorte che ha accompagnato la profonda recessione del 2008 e del 2009 e la loro ricostituzione solo parziale durante la successiva ripresa ha lasciato i produttori con livelli di scorte piuttosto bassi. Ciò nondimeno, l'imminente rallentamento dell'attività potrebbe ancora determinare una leggera riduzione del ritmo della ricostituzione netta delle scorte osservata di recente, con significativi contributi negativi delle scorte alla crescita nella seconda metà del 2011 e agli inizi del 2012.

Dopo che il ritmo del decumulo netto delle scorte ha raggiunto un picco dello 0,7 per cento del PIL (in valore) nel secondo trimestre del 2009, sulla scia di prospettive della domanda molto deteriorate nonché di condizioni di finanziamento fortemente inasprite, l'intensità del decumulo si è poi gradualmente attenuata a fronte del miglioramento delle aspettative sulla domanda e di condizioni di finanziamento più favorevoli, diventando infine ricostituzione delle scorte a metà 2010. Dal terzo trimestre del 2009 ciò ha portato a contributi positivi o neutrali delle variazioni delle scorte alla crescita del PIL per otto trimestri consecutivi, che hanno raggiunto un significativo totale cumulato di 1,1 punti percentuali, corrispondente a leggermente meno di un terzo della crescita del PIL in tale periodo.

Dal terzo trimestre del 2010 i conti nazionali hanno segnalato una ricostituzione delle scorte, riconducibile probabilmente alla ripresa dell'attività allora più sostenuta del previsto anziché a deliberati tentativi da parte delle imprese di rilassare le loro attente politiche di gestione delle scorte. Di fatto, i dati delle indagini e l'evidenza aneddotica segnalano una volontà delle imprese di mantenere le scorte basse. Sia nel primo che nel secondo trimestre del 2011 le scorte hanno contribuito per 0,1 punti percentuali alla crescita del PIL sul trimestre precedente.¹⁾

L'effetto combinato di sostanziali aumenti netti di scorte osservati a metà 2011 (0,6 per cento del PIL in valore nel secondo trimestre del 2011) e di un recente, ma pronunciato, deterioramento delle prospettive delle imprese ha indotto queste ultime a una rapida modifica, in solo pochi mesi, della propria valutazione dei livelli di scorte. Secondo le indagini presso le imprese della Commissione europea, tali livelli sono ora considerati prossimi alla normalità. Le indagini PMI segnalano anche un profilo di compressione delle scorte di input e di beni al dettaglio, che determina alcuni involontari aumenti di scorte di prodotti finiti da parte delle imprese manifatturiere.

Questo nuovo quadro spiega l'interruzione della serie di contributi positivi delle scorte alla crescita che si era registrata negli ultimi due anni, con un contributo di -0,2 punti percentuali nel

1) È difficile valutare la misura in cui i risultati recenti siano stati influenzati dal disastro naturale che ha colpito il Giappone a metà marzo del 2011. Inoltre, va usata cautela nell'interpretare gli andamenti trimestrali di tali contributi, in quanto la stima delle scorte nei conti nazionali è caratterizzata da significativa incertezza statistica ed è soggetta a revisioni.

terzo trimestre del 2011. Ciò segnala inoltre il potenziale di alcuni ulteriori contributi negativi nei prossimi trimestri, in particolare qualora il recente inasprimento delle condizioni di finanziamento si dovesse protrarre. Ciò nondimeno, dato che si è partiti da livelli di scorte piuttosto bassi, il margine per una pronunciata riduzione delle scorte analoga a quella osservata dopo il fallimento di Lehman Brothers sembra più limitato a questo stadio, indicando un ciclo delle scorte in generale più mite sulla base delle attuali proiezioni.

COMMERCIO ESTERO

Dopo un rallentamento del commercio dell'area dell'euro nel secondo trimestre del 2011, la crescita sia delle importazioni sia delle esportazioni si è ripresa nel terzo trimestre, portandosi rispettivamente all'1,5 e all'1,1 per cento. La crescita delle esportazioni è stata leggermente superiore a quella delle importazioni, determinando un contributo positivo dell'interscambio netto all'espansione del PIL. Il rallentamento dei volumi di commercio all'interno dell'area dell'euro è stato compensato da una lieve ripresa dell'interscambio con l'esterno dell'area in tale periodo.

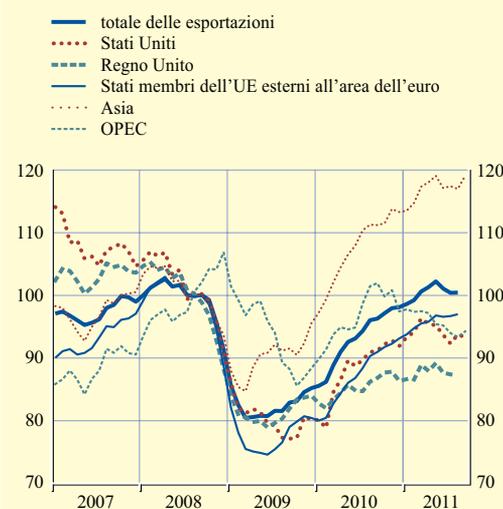
I dati di commercio estero in valore per i beni e servizi, disponibili fino a settembre, indicano che l'interscambio con l'esterno dell'area dell'euro è cresciuto moderatamente nel terzo trimestre dell'anno. In base ai dati di bilancia dei pagamenti, in termini di valore il tasso di crescita sul periodo precedente delle esportazioni di beni e servizi è salito allo 0,8 per cento, mentre quello delle importazioni è rimasto modesto, allo 0,4 per cento, nel terzo trimestre del 2011 (a fronte dello 0,2 e 0,5 per cento rispettivamente nel trimestre precedente). Nel complesso, nel terzo trimestre le esportazioni di beni verso l'esterno dell'area sono state sorrette dalla domanda di importazioni delle economie emergenti, in parte per effetto del venire meno delle turbative lungo le catene produttive (cfr. figura 53). In aggiunta, la domanda delle economie avanzate si è altresì rafforzata, in particolare quella proveniente dal Regno Unito e dagli Stati Uniti. La scomposizione per categorie di prodotti indica un'accelerazione della crescita dei volumi delle esportazioni di beni di consumo verso l'esterno dell'area, mentre i volumi di esportazioni di beni di investimento e intermedi sono cresciuti a un tasso modesto nel terzo trimestre del 2011 analogo a quello del precedente trimestre.

Nel contempo, le importazioni dell'area dell'euro sono cresciute leggermente nel terzo trimestre del 2011. Gli andamenti delle importazioni dall'esterno dell'area in termini di valore sono principalmente riconducibili alla debolezza della domanda interna e sono stati inoltre in linea con una crescita in via di moderazione della produzione industriale nell'area nel corso del terzo trimestre. Tra le principali categorie di prodotti, le importazioni di beni di investimento e di consumo sono aumentate, mentre quelle di beni intermedi sono rallentate.

Passando all'interscambio di servizi, in base ai dati di bilancia dei pagamenti le esportazioni

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

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



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

sono rimaste sostanzialmente invariate in termini di valore, dopo la diminuzione del trimestre precedente, mentre le importazioni sono aumentate del 2,0 per cento nel terzo trimestre rispetto al periodo precedente. La stabilizzazione delle esportazioni di servizi è riconducibile al lieve incremento della domanda di servizi in provenienza dagli Stati Uniti e dal Regno Unito, che sono i maggiori partner commerciali dell'area dell'euro per i servizi.

Infine, nei dodici mesi fino a settembre il disavanzo corrente dell'area dell'euro è aumentato rispetto allo stesso periodo di un anno prima, portandosi a 56,5 miliardi di euro (circa lo 0,6 per cento del PIL dell'area dell'euro). Tale aumento è principalmente ascrivibile a un saldo dei beni meno positivo e, in misura minore, a un deterioramento del saldo dei redditi.

Nel contesto di un rallentamento nell'attività mondiale, di perduranti tensioni sui mercati finanziari e di elevata incertezza, la crescita delle esportazioni dell'area dovrebbe attenuarsi e registrare un tasso attorno a zero nel breve periodo. Le informazioni disponibili provenienti dalle indagini sono in linea con una debolezza dell'interscambio commerciale nell'area dell'euro nell'ultimo trimestre dell'anno. L'indicatore PMI per i nuovi ordini esteri ricevuti dal settore manifatturiero dell'area dell'euro si è indebolito e si è collocato al di sotto della soglia che separa l'espansione dalla contrazione in ottobre e novembre, a indicazione di deboli esportazioni verso l'esterno dell'area nel prossimo futuro.

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

Esaminando il lato dell'offerta nella contabilità nazionale, il valore aggiunto totale è aumentato ulteriormente nel terzo trimestre di quest'anno, proseguendo la tendenza al rialzo osservata dalla fine della recessione nel secondo trimestre del 2009. Tale accelerazione ha tuttavia fatto registrare marcate differenze tra i vari settori. Il rialzo è stato più elevato nel settore industriale (al netto delle costruzioni), benché il valore aggiunto nell'industria sia ancora inferiore di circa l'8 per cento al suo livello precedente la crisi. Il valore aggiunto nei servizi è di fatto tornato su un livello leggermente superiore al massimo di prima della recessione, benché il ritmo di recupero sia stato più modesto rispetto a quello del settore manifatturiero. Nel settore delle costruzioni il valore aggiunto era calato ulteriormente dopo la fine della recessione, si è più o meno stabilizzato dall'inizio del 2010 ed è rimasto inferiore del 13 per cento ai livelli precedenti la recessione nel terzo trimestre di quest'anno. Guardando agli sviluppi più recenti, la crescita del valore aggiunto totale si è stabilizzata allo 0,2 per cento nel terzo trimestre del 2011 e gli indicatori di breve periodo segnalano un'espansione minore, e forse negativa, nel quarto trimestre.

Il miglioramento delle condizioni nel mercato del lavoro registrato fino alla metà dell'anno sembra essersi arrestato (cfr. la seguente sezione sul mercato del lavoro). Il tasso di disoccupazione ha iniziato a salire e le indagini segnalano un marcato rallentamento della crescita dell'occupazione.

PRODOTTO PER SETTORE

Il tasso di espansione del valore aggiunto totale, che è stato relativamente elevato nel primo trimestre di quest'anno – in parte a causa di fattori specifici – è proseguito nel secondo e terzo trimestre dell'anno con tassi di crescita sul trimestre precedente moderati, attorno allo 0,2 per cento.

Per quanto riguarda il settore industriale al netto delle costruzioni, la crescita del valore aggiunto si è ulteriormente attenuata nel terzo trimestre del 2011. Il ritmo di espansione è diminuito da un tasso

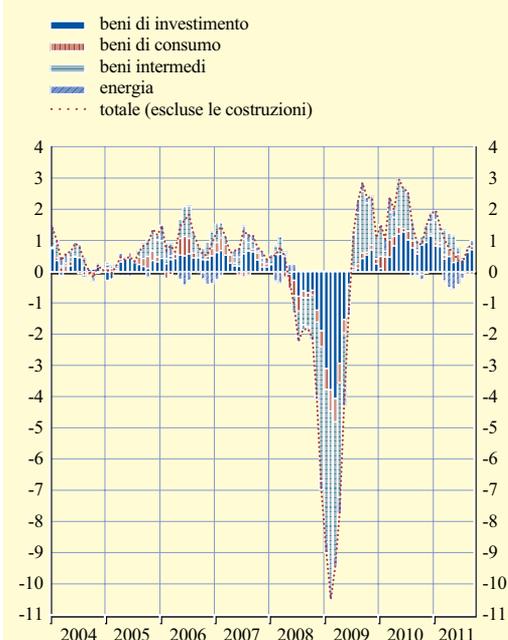
trimestrale dello 0,6 per cento nel secondo trimestre allo 0,2 per cento nel terzo. Dopo una progressione in termini trimestrali dello 0,4 per cento nel secondo trimestre, la produzione industriale (al netto delle costruzioni) ha continuato ad aumentare a un ritmo più rapido nel terzo trimestre (0,9 per cento). Tale accelerazione è stata dovuta a maggiori tassi di crescita della produzione nei settori dei beni di investimento, dei beni intermedi e dell'energia, mentre la crescita della produzione è diminuita ed è diventata negativa nel settore dei beni di consumo (cfr. figura 54).

I dati dell'indagine della Commissione europea indicano che i "vincoli alla produzione" sono aumentati lievemente nei tre mesi fino a ottobre. Tale incremento è stato principalmente connesso all'insufficienza della domanda, mentre i vincoli sul lato dell'offerta sono diminuiti per effetto della minore mancanza di attrezzature, sebbene siano rimasti al di sopra della loro media di lungo periodo.

Gli indicatori di breve periodo suggeriscono che l'espansione nel settore industriale si è interrotta nel quarto trimestre del 2011. L'indicatore della Commissione europea relativo al clima di fiducia nell'industria è ulteriormente diminuito nei primi due mesi del quarto trimestre e in novembre è sceso al di sotto della sua media di lungo periodo (cfr. figura 55). Tale deterioramento si è verificato sulla scia di una minore valutazione della produzione passata e dei portafogli degli ordini dall'estero delle imprese e di crescenti preoccupazioni sulle attese di produzione. L'indice PMI relativo alla produzione manifatturiera è diminuito ulteriormente nei primi due

Figura 54 Crescita della produzione industriale e contributi

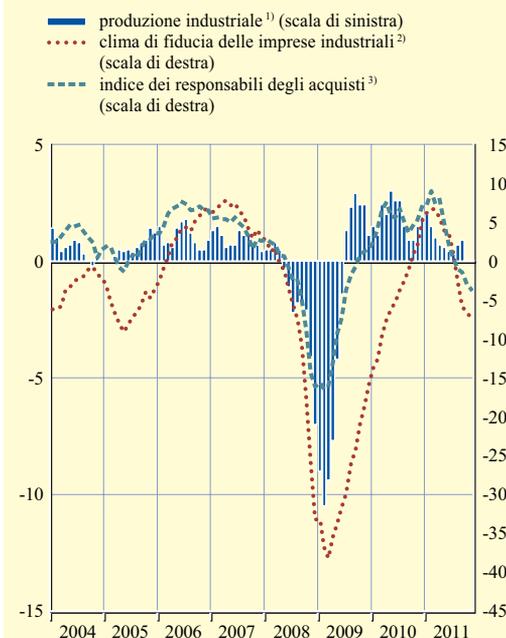
(tasso di crescita e contributi in punti percentuali; dati mensili destagionalizzati)



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

Figura 55 Produzione industriale, clima di fiducia delle imprese industriali e indice dei responsabili degli acquisti

(dati mensili; destagionalizzati)



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

mesi del quarto trimestre, portandosi in media chiaramente al di sotto della soglia teorica di crescita di 50 e indicando pertanto una contrazione della produzione industriale. I nuovi ordini industriali, che in buona parte dovrebbero successivamente essere associati alla produzione, sono diminuiti nettamente in termini congiunturali nel settembre 2011. Tale calo dei nuovi ordini è stato generalizzato tra i comparti industriali, indipendentemente dall'origine degli ordini. La valutazione relativa ai portafogli ordini complessivi e ai nuovi ordini delle imprese, riportata dalla Commissione europea e da Markit, è diminuita ulteriormente in ottobre e novembre. Sebbene i portafogli ordini restino al di sopra della loro media di lungo periodo, il PMI per il settore manifatturiero relativo ai nuovi ordini indica chiaramente ulteriori flessioni mensili di questa componente.

Nel terzo trimestre del 2011 il valore aggiunto nelle costruzioni è diminuito dello 0,6 per cento su base trimestrale, dopo un lieve calo nel secondo trimestre e un forte incremento nel primo trimestre di quest'anno. Malgrado l'elevato grado di volatilità, sembra che il valore aggiunto nelle costruzioni sia andato stabilizzandosi dopo il protratto periodo di rallentamento nel 2008 e 2009. Tuttavia, gli indicatori di breve periodo indicano un'ulteriore crescita negativa del valore aggiunto nelle costruzioni nel quarto trimestre del 2011, poiché l'indice PMI per il settore delle costruzioni è risultato minore nel primo mese del quarto trimestre rispetto al terzo. Le indagini sui nuovi ordini ricevuti dalle imprese di costruzioni nell'area dell'euro hanno altresì registrato un ulteriore calo in ottobre, mentre l'indicatore della Commissione europea sulla fiducia delle imprese nel settore delle costruzioni è stato leggermente inferiore nei primi due mesi del quarto trimestre rispetto al terzo.

Nel terzo trimestre il valore aggiunto nei servizi è aumentato dello 0,2 per cento sul periodo precedente, dopo un'analoga progressione nel secondo trimestre. Tale crescita nei settori dei servizi è stata in larga misura ascrivibile agli andamenti nel settore dei servizi finanziari e assicurativi, nonché in quello della pubblica amministrazione. Tra il terzo trimestre del 2009 e il terzo del 2011, ossia dopo l'inizio della ripresa, la crescita trimestrale nei servizi è stata in media pari allo 0,3 per cento, mentre l'espansione del PIL in termini reali è stata leggermente superiore allo 0,4 per cento.

In prospettiva, le indagini indicano una contrazione nel settore dei servizi nel quarto trimestre del 2011. Secondo l'indice PMI per il settore dei servizi, l'attività delle imprese è stata significativamente minore nei primi due mesi del quarto trimestre rispetto al terzo. L'indice è stato nettamente inferiore alla soglia teorica di crescita di 50, indicando una contrazione del prodotto. Analogamente, anche i risultati dell'indagine della Commissione europea relativa al clima di fiducia delle imprese dei servizi suggeriscono un significativo deterioramento rispetto all'estate.

MERCATO DEL LAVORO

Dopo il rallentamento dell'attività nell'area dell'euro nella seconda metà del 2011, le condizioni del mercato del lavoro si sono indebolite. Questo si riflette nell'aumento del tasso di disoccupazione e nel deterioramento dei risultati delle indagini relative alle prospettive dell'occupazione a breve termine.

Gran parte della correzione dell'occupazione durante la fase di rallentamento congiunturale si è verificata tramite una riduzione delle ore lavorate per occupato, mentre il numero degli occupati ha mostrato una migliore tenuta. Di conseguenza, l'effetto negativo registrato sull'occupazione è stato modesto. In linea con tali andamenti, i primi segnali di miglioramento sul mercato del lavoro si sono manifestati in una ravvivata crescita delle ore lavorate per addetto, gradualmente

aumentate a partire dal secondo trimestre del 2009, mentre la crescita dell'occupazione in termini di persone si è stabilizzata ed è tornata positiva nell'ultimo trimestre del 2010. Tuttavia, i dati delle indagini segnalano un rallentamento della crescita dell'occupazione nel terzo e quarto trimestre del 2011, che è in linea con l'incremento del tasso di disoccupazione nei due mesi fino a ottobre 2011.

Dopo la dinamica positiva del trimestre precedente, nel secondo trimestre del 2011 le ore lavorate complessive sono diminuite rispetto al periodo precedente. A livello settoriale, la variazione delle ore lavorate è divenuta leggermente negativa nel settore delle costruzioni, dopo un incremento nel trimestre precedente, confermando complessivamente la perdurante debolezza di tale settore. Analoghi cali della crescita sono stati registrati nel settore dell'industria (al netto delle costruzioni) e, in misura minore, in quello dei servizi.

Nel secondo trimestre del 2011 l'occupazione è cresciuta dello 0,3 per cento sul periodo precedente, con un'accelerazione rispetto al primo trimestre. Nel secondo trimestre l'occupazione complessiva nel settore dei servizi è aumentata dello 0,4 per cento sul trimestre precedente. Inoltre, la dinamica dell'occupazione nell'industria (al netto delle costruzioni) è diventata leggermente positiva nel secondo trimestre di quest'anno, dopo la crescita negativa registrata nel quarto trimestre del 2010 e nel primo trimestre del 2011 (cfr. tavola 9).

Considerando i risultati delle indagini qualitative disponibili, quelle sulle aspettative di occupazione suggeriscono che, in linea con l'indebolimento dell'attività, la crescita dell'occupazione dovrebbe diminuire nel terzo e quarto trimestre del 2011. In particolare, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per le aspettative di occupazione nel settore manifatturiero e in quello dei servizi nell'area dell'euro hanno iniziato a diminuire a metà 2011 e in novembre si sono collocati in prossimità dei 50 punti, indicando pertanto una crescita dell'occupazione sostanzialmente piatta. Le indagini della Commissione europea sulle imprese hanno fornito un quadro analogo (cfr. figura 56).

Tavola 9 Crescita dell'occupazione

(variazioni percentuali sul periodo precedente; dati destagionalizzati)

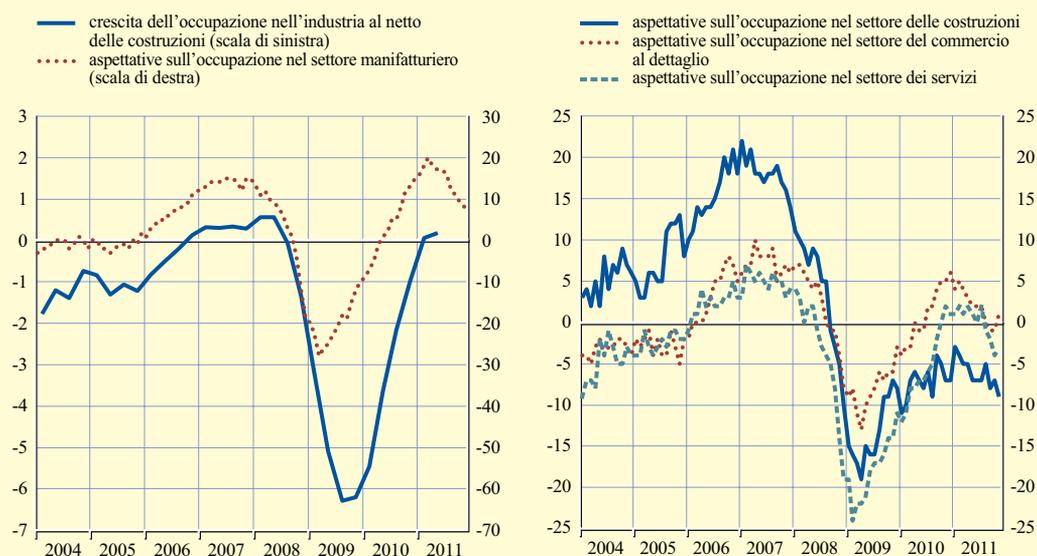
	Persone					Ore				
	Variazioni annuali		Variazioni trimestrali			Variazioni annuali		Variazioni trimestrali		
	2009	2010	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2009	2010	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.
Totale economia	-1,9	-0,5	0,1	0,1	0,3	-3,5	0,4	0,0	0,3	-0,2
<i>di cui:</i>										
Agricoltura e pesca	-2,4	-0,6	0,1	-1,3	-0,7	-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	0,9	1,4	0,1	0,1	0,2

Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

1) Comprende anche istruzione, sanità e altri servizi.

Figura 56 Crescita dell'occupazione e attese sull'occupazione

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

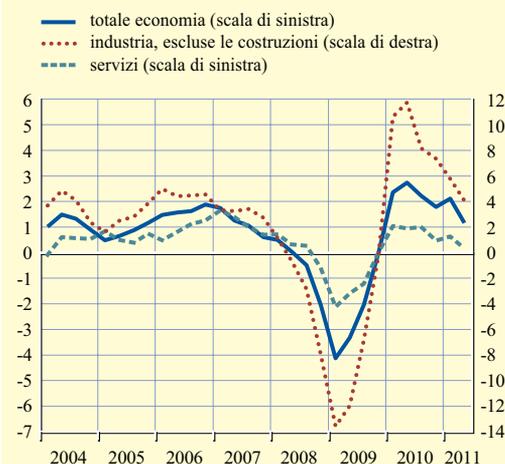


Fonti: Eurostat e indagini congiunturali della Commissione europea presso le famiglie e le imprese.
 Note: I saldi percentuali sono espressi come scarti dalla media.

Il rallentamento della produzione dell'area dell'euro, unitamente a un aumento del numero degli occupati, ha determinato un significativo calo della crescita della produttività. Dal quarto trimestre del 2009 la produttività ha mostrato un profilo positivo in termini di crescita sull'anno precedente, con ritmi di ripresa più rapidi in alcuni settori. Tuttavia, man mano che l'occupazione è aumentata e la

Figura 57 Produttività del lavoro per occupato

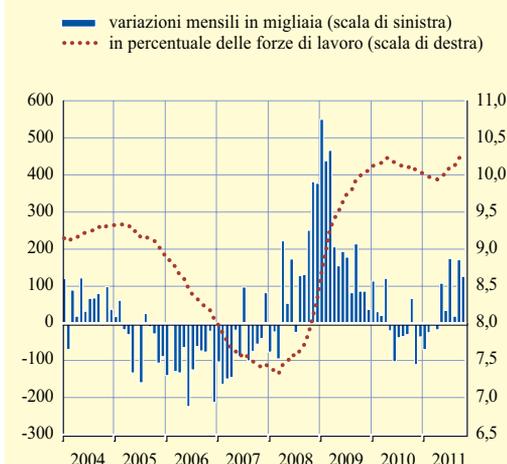
(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Figura 58 Disoccupazione

(dati mensili destagionalizzati)



Fonte: Eurostat.

crescita si è ulteriormente affievolita, la produttività ha rallentato. Gli ultimi dati disponibili indicano un calo della crescita della produttività nel secondo trimestre del 2011 rispetto allo steso periodo dell'anno precedente (cfr. figura 57). Dato che la crescita economica sembra stare diminuendo, si prevede un ulteriore rallentamento della produttività del lavoro. Il riquadro 10 presenta un'analisi dei recenti andamenti della produttività per settore nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti.

Il tasso di disoccupazione è aumentato per il secondo mese consecutivo al 10,3 per cento in ottobre, dal 10,2 di settembre, superando leggermente il suo più recente massimo raggiunto nel secondo trimestre del 2010 (cfr. figura 58). Ciò, insieme al recente deterioramento delle aspettative sull'occupazione, suggerisce che la ripresa del mercato del lavoro nell'area dell'euro si sta arrestando.

Riquadro 10

CONFRONTO TRA GLI ANDAMENTI RECENTI DELLA PRODUTTIVITÀ A LIVELLO SETTORIALE NELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

L'inizio della recessione ha preceduto un brusco calo della crescita della produttività aggregata nell'area dell'euro, dal momento che nel primo trimestre del 2009 la produttività per occupato si è contratta del 4,1 per cento sul periodo corrispondente, secondo i dati di contabilità nazionale. La produttività per ora lavorata è diminuita in maniera meno accentuata, dato che gli accordi sull'orario di lavoro flessibile e le misure anticrisi in diversi paesi dell'area (come l'orario ridotto di lavoro in Germania) hanno consentito alle imprese di ridurre le ore lavorate invece del numero di addetti durante la recessione¹⁾. I dati trimestrali hanno poi mostrato un costante miglioramento della produttività, con tassi di crescita tendenziali positivi dal quarto trimestre del 2009. Tuttavia, il rimbalzo a livello aggregato cela sostanziali differenze fra gli andamenti della produttività a livello settoriale. Questo riquadro esamina i recenti andamenti della produttività a livello settoriale nell'area dell'euro, per poi confrontarli con quelli negli Stati Uniti nell'ultimo decennio.

Recenti andamenti della produzione nell'area dell'euro

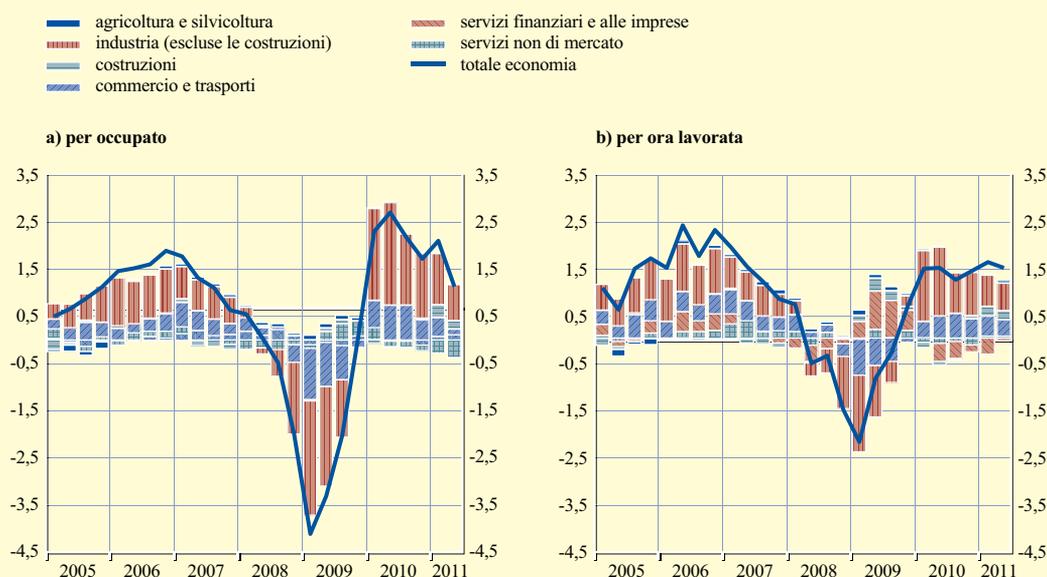
Nel periodo successivo alla recessione i primi settori a mostrare un ritorno alla crescita positiva della produttività sono stati i servizi finanziari e alle imprese (che comprendono quelli di intermediazione finanziaria e assicurazione, immobiliari e di locazione), le costruzioni e l'agricoltura (cfr. figura A). Sia nelle costruzioni sia nei servizi finanziari e alle imprese, la ripresa iniziale è stata determinata in larga misura dalla elevata soppressione di posti di lavoro. Più di recente, il forte incremento occupazionale nei servizi finanziari e alle imprese ha frenato la crescita della produttività nel settore fino a determinare una contrazione della produttività dal secondo trimestre del 2010.

Nel complesso, tuttavia, le determinanti di gran lunga più importanti per la crescita della produttività aggregata nell'area dell'euro sono stati il comparto industriale (al netto delle costruzioni) e, in misura minore, il settore del commercio e dei trasporti (che include il commercio al dettaglio e all'ingrosso, nonché i sottosettori dei trasporti e delle comunicazioni). Entrambi i settori hanno segnato un forte recupero, sulla scia della ripresa della domanda, dopo le brusche

1) Cfr. anche il riquadro *Confronto tra i recenti andamenti della produttività nell'area dell'euro e negli Stati Uniti* nel numero di luglio 2011 di questo Bollettino.

Figura A Crescita della produttività del lavoro nell'area dell'euro e contributi dei diversi settori

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali; dati trimestrali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.
Nota: l'ultima osservazione è relativa al 2° trimestre 2011.

contrazioni del 2009. I miglioramenti della produttività nell'industria, nettamente superiori se misurati su base pro capite piuttosto che per ora lavorata (cfr. i grafici a) e b) nella figura A) sono indubbiamente riconducibili, in gran parte, ai programmi di riduzione dell'orario di lavoro ampiamente adottati in tale settore durante la crisi, e al loro successivo esaurirsi con la ripresa della domanda di produzione. Tali programmi sono stati utilizzati anche nel settore dei trasporti, che ha fortemente risentito del rallentamento del commercio mondiale.

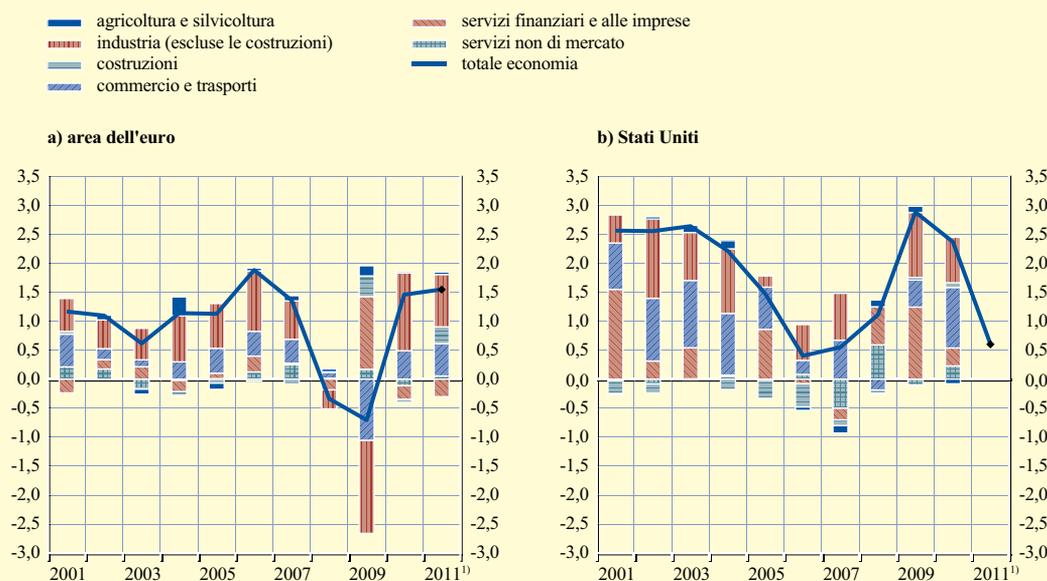
Confronto con gli andamenti a livello settoriale negli Stati Uniti

Gli andamenti trimestrali della produttività non vengono pubblicati con la stessa scomposizione settoriale per gli Stati Uniti, anche se i conti economici nazionali forniscono stime settoriali su base annua fino al 2010. La figura B pertanto raffronta la crescita della produttività aggregata per ora lavorata, e i contributi dei principali settori economici, sulla base delle medie annue nell'area dell'euro e negli Stati Uniti dal 2001 (il primo anno per cui sono disponibili i dati sulle ore lavorate nell'area dell'euro). In una prospettiva a più lungo termine, la figura B delinea chiaramente due caratteristiche marcate e persistenti che distinguono l'area dell'euro dagli Stati Uniti. In primo luogo, la crescita della produttività per ora lavorata negli Stati Uniti è di norma leggermente più elevata rispetto a quella nell'area dell'euro. In secondo luogo, gli andamenti della crescita della produttività negli Stati Uniti sembrano essere nettamente più generalizzati in termini settoriali rispetto all'area dell'euro, dove la crescita appare riconducibile in larga misura al settore industriale.

Passando agli andamenti più recenti, la figura B mostra che durante la recessione la crescita della produttività per ora lavorata ha subito una contrazione molto più marcata nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti, benché l'entità dei cali del PIL dal punto massimo a quello minimo

Figura B Andamenti della produttività settoriale per ora lavorata nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente e contributi in punti percentuali; dati annuali)



Fonti: Eurostat, US Economic Accounts ed elaborazioni della BCE.

1) L'ultima osservazione per l'intero anno si riferisce al 2010; le cifre per il 2011 sono stime basate sui primi due trimestri per l'area dell'euro e per i primi tre trimestri per gli Stati Uniti. Per questi ultimi non è ancora disponibile alcuna scomposizione settoriale.

sia stata simile nelle due economie. Ciò potrebbe essere in parte riconducibile alla più rigorosa legislazione a tutela dell'occupazione in diversi paesi europei, che probabilmente ha contribuito a ritardare gli adeguamenti del mercato del lavoro in un periodo in cui la domanda si è contratta fortemente. Inoltre, potrebbe rispecchiare anche un maggiore ricorso alle politiche di mantenimento dei livelli occupazionali durante la crisi in diversi paesi europei (rispetto agli Stati Uniti), specie in quelli che prima della recessione avevano evidenziato una significativa carenza di forze lavoro in alcune posizioni chiave. Allo stesso tempo, negli Stati Uniti il brusco calo dell'attività ha determinato una rapida e significativa soppressione dei posti di lavoro, che ha contribuito a mantenere la crescita della produttività in territorio positivo durante la crisi.

La figura B dimostra altresì le marcate differenze tra le determinanti settoriali della crescita della produttività nelle due economie. Mentre, almeno fino alla recente recessione, il settore industriale ha contribuito in misura analoga alla crescita della produttività aggregata nelle due economie (con un incremento medio della crescita della produttività aggregata per ora lavorata di 0,7 punti percentuali nell'area dell'euro e di 0,8 negli Stati Uniti tra il 2001 e il 2007), nello stesso periodo una quota molto più consistente della crescita della produttività negli Stati Uniti, nettamente superiore a quella dell'area dell'euro, è stata generata dalla forte espansione sia dei servizi commerciali e di trasporto sia di quelli finanziari e alle imprese. Tra il 2001 e il 2007 il commercio e i trasporti hanno contribuito in media per circa 0,8 punti percentuali l'anno alla crescita della produttività aggregata negli Stati Uniti, rispetto ad appena 0,3 punti percentuali nell'area dell'euro. Allo stesso tempo, il settore dei servizi finanziari e alle imprese ha contribuito per circa 0,4 punti percentuali l'anno alla crescita della produttività aggregata negli Stati Uniti, ma non ha inciso affatto sulla crescita della produttività nell'area dell'euro (sulla base delle medie annue). Queste

differenze potrebbero essere in parte riconducibili al fatto che le nuove tecnologie (in particolare quelle dell'informazione e della comunicazione) si sono diffuse con una certa maggiore lentezza nell'area dell'euro rispetto agli Stati Uniti ²⁾. Tuttavia, è probabile che tali differenze rispecchino anche la liberalizzazione più generalizzata dei servizi finanziari negli Stati Uniti nell'ultimo decennio rispetto all'area dell'euro, che ha determinato sia un forte incremento del valore aggiunto sia un marcato consolidamento del settore (spesso mediante fusioni e acquisizioni).

Allorché gli Stati Uniti sono usciti dalla recessione, questi tre settori ben presto sono tornati a essere, insieme, le principali determinanti della crescita della produttività aggregata, spingendola fino a circa il 2,5 per cento nel 2010. Anche nell'area dell'euro dall'inizio della ripresa il profilo dei contributi è tornato come in precedenza, dato che nel 2010 l'industria (al netto delle costruzioni) e, in misura minore, il commercio e i trasporti insieme hanno determinato la crescita dell'1,5 per cento della produttività per ora lavorata. In netto contrasto con l'andamento negli Stati Uniti, e dopo un inizio abbastanza promettente nella prima fase della ripresa, il contributo dei servizi finanziari e alle imprese alla crescita della produttività aggregata nell'area dell'euro ha ristagnato di nuovo (contribuendo in senso negativo nel 2010 e nella prima metà del 2011).

In sintesi, mentre il settore industriale ha contribuito alla crescita della produttività complessiva in misura analoga nelle due aree economiche, altri settori, in particolare quello dei servizi finanziari e alle imprese, hanno offerto un contributo maggiore negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Dato che la crescita economica sembra rallentare, anche l'incremento della produttività del lavoro nell'area dell'euro dovrebbe rallentare. Ulteriori sforzi per sostenere la produttività nell'area dell'euro dovrebbero includere misure tese a riequilibrare le potenziali determinanti della crescita della produttività, in particolare nei settori dei servizi che hanno registrato risultati peggiori. È probabile che tali sforzi richiedano ulteriori riforme strutturali, per aprire maggiormente i mercati europei e incoraggiare le operazioni transfrontaliere al fine di creare le condizioni necessarie per maggiori economie di scala, nonché politiche tese a stimolare l'innovazione e a promuovere l'adozione di tecnologie che accrescono la produttività.

2) Per saperne di più su questo aspetto, cfr. Gómez-Salvador, R., A. Musso, M. Stocker e J. Turunen (2006), *Labour productivity developments in the euro area*, Occasional Paper della BCE n. 53.

4.3 PROSPETTIVE PER L'ATTIVITÀ ECONOMICA

Nel terzo trimestre del 2011 il PIL in termini reali dell'area dell'euro è cresciuto dello 0,2 per cento sul periodo precedente, allo stesso ritmo del secondo trimestre. I risultati delle indagini congiunturali indicano una più debole attività economica nel quarto trimestre di quest'anno. Diversi fattori sembrano frenare la dinamica di fondo della crescita dell'area. Tra questi la moderazione del ritmo di espansione della domanda mondiale e gli effetti avversi sulle condizioni di finanziamento complessive e sulla fiducia provocati dalle perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano dell'area dell'euro, nonché il processo di aggiustamento dei bilanci nei settori finanziario e non finanziario. Nel contempo, l'attività economica dell'area dovrebbe riprendersi, seppur molto gradualmente, nel corso dell'anno prossimo, sostenuta dalla tenuta della domanda globale, dai tassi di interesse molto bassi e da tutte le misure prese a sostegno del funzionamento del settore finanziario.

Tale valutazione trova riscontro anche nelle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate in dicembre dagli esperti dell'Eurosistema, che indicano tassi di espansione del PIL in ter-

mini reali compresi tra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011, tra il -0,4 e l'1,0 per cento nel 2012 e tra lo 0,3 e il 2,3 per cento nel 2013. Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE del settembre 2011, si registra un restringimento dell'intervallo delle proiezioni della crescita del PIL in termini reali per il 2011 e una significativa revisione al ribasso dell'intervallo per il 2012. Tali revisioni riflettono principalmente l'impatto sulla domanda interna della minore fiducia e del peggioramento delle condizioni di finanziamento, derivanti dall'accresciuta incertezza relativa alla crisi del debito sovrano, nonché delle revisioni al ribasso della domanda estera (cfr. anche la sezione 6).

Vi sono sostanziali rischi al ribasso per le prospettive economiche dell'area dell'euro, in un contesto di elevata incertezza. Tali rischi sono connessi a un'ulteriore intensificazione delle tensioni nei mercati finanziari dell'area dell'euro e al loro potenziale propagarsi all'economia reale dell'area; sono inoltre legati alla dinamica dell'economia mondiale, che potrebbe essere più debole del previsto, nonché alle spinte protezionistiche e alla possibilità di una correzione disordinata degli squilibri internazionali.

5 ANDAMENTO DELLA FINANZA PUBBLICA

Secondo le previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2011, quest'anno il disavanzo aggregato delle amministrazioni pubbliche dell'area dell'euro in rapporto al PIL è notevolmente diminuito, portandosi al 4,1 per cento dal 6,2 per cento del 2010. Ulteriori flessioni sono attese nel 2012 e nel 2013, sebbene a un ritmo decrescente. Il debito pubblico dell'area dell'euro in rapporto al PIL continuerà tuttavia ad aumentare. Per superare la crisi del debito sovrano e per riportare i rapporti debito/PIL dei paesi dell'area dell'euro su un sentiero di riduzione sostenibile, è necessario che le risposte di politica economica siano adeguate e credibili in linea con il Patto di stabilità e crescita rafforzato. Gli accordi raggiunti in seguito alla riunione del Consiglio europeo dell'8 e 9 dicembre 2011 rappresentano un passo importante sulla via della disciplina di bilancio.

ANDAMENTI DEI CONTI PUBBLICI NEL 2011

Secondo le previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2011, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nel complesso dell'area dell'euro in rapporto al PIL scenderà dal 6,2 per cento del 2010 al 4,1 per cento nel 2011. Questo netto miglioramento del saldo di bilancio dell'area dell'euro per l'anno in corso è più marcato di quanto prefigurato nelle previsioni della Commissione della primavera 2011. I risultati dei conti pubblici migliori delle attese sono principalmente riconducibili a interventi di risanamento, considerevoli in alcuni paesi, effettuati in risposta alle accresciute pressioni nei mercati finanziari (cfr. tavola 10). Il risanamento delle finanze pubbliche nel 2011 è in gran parte ascrivibile a un calo della spesa pubblica, che riflette il graduale venir meno delle misure temporanee di stimolo fiscale introdotte nel 2009 e nel 2010 e una riduzione dei consumi collettivi e degli investimenti pubblici. Ne conseguirà un calo del rapporto tra spesa e PIL dell'area dell'euro pari a 1,5 punti percentuali, al 49,4 per cento nel 2011. Al contempo, il rapporto entrate/PIL per l'insieme dell'area dell'euro aumenterà di circa 0,6 punti percentuali, al 45,3 per cento nel 2011, soprattutto per effetto di misure discrezionali e di una crescita economica più vigorosa (cfr. figura 59).

Nonostante i migliori risultati di bilancio nel complesso dell'area dell'euro, gli sforzi di risanamento strutturale sono stati piuttosto eterogenei tra i vari paesi. In molti paesi, gli sforzi non sarebbero sufficienti a correggere i disavanzi eccessivi con tempestività e a colmare il divario con gli impegni

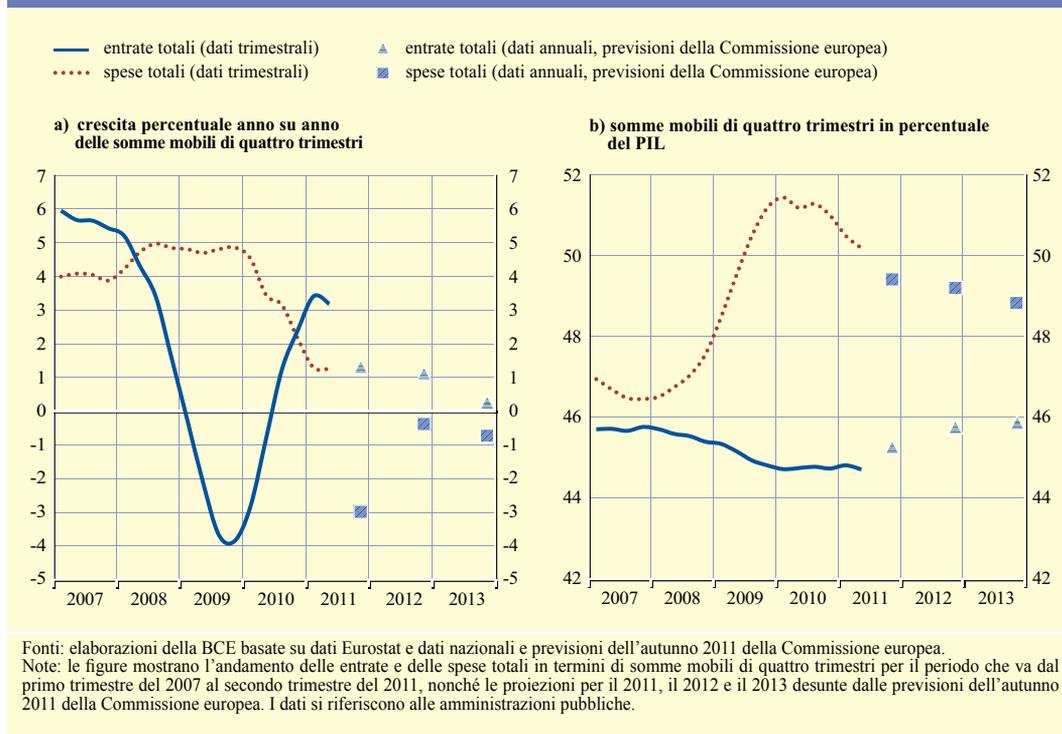
Tavola 10 Evoluzione della finanza pubblica nell'area dell'euro

(in percentuale del PIL)						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
a. Entrate totali	45,0	44,8	44,7	45,3	44,9	45,9
b. Spese totali	47,1	51,2	50,9	49,4	49,2	48,8
di cui:						
c. Spese per interessi	3,0	2,9	2,8	3,0	3,1	3,3
d. Spese primarie (b - c)	44,1	48,3	48,1	46,4	46,1	45,6
Saldo di bilancio (a - b)	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,4	-3,0
Saldo di bilancio primario (a - d)	0,9	-3,5	-3,4	-1,2	-0,3	0,3
Saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo	-2,8	-4,6	-5,0	-3,2	-2,4	-2,1
Debito lordo	70,1	79,8	85,6	88,0	90,4	90,9
Per memoria: PIL in termini reali (variazione percentuale sui dodici mesi)	0,4	-4,2	1,9	1,5	0,5	1,3

Fonti: previsioni economiche della Commissione europea dell'autunno 2011 ed elaborazioni della BCE.

Note: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche. Eventuali discrepanze sono da attribuire ad arrotondamenti.

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



di risanamento concordati. Ad eccezione di Estonia, Lussemburgo e Finlandia, tutti i paesi dell'area dell'euro sono sottoposti a procedure per i disavanzi eccessivi (PDE). In tale contesto, il 4 ottobre il Consiglio Ecofin ha invitato i paesi con significative differenze di aggiustamento ad accrescere gli sforzi di risanamento e a precisare le misure necessarie a colmare il divario quanto prima e al più tardi nelle leggi di bilancio per il 2012.

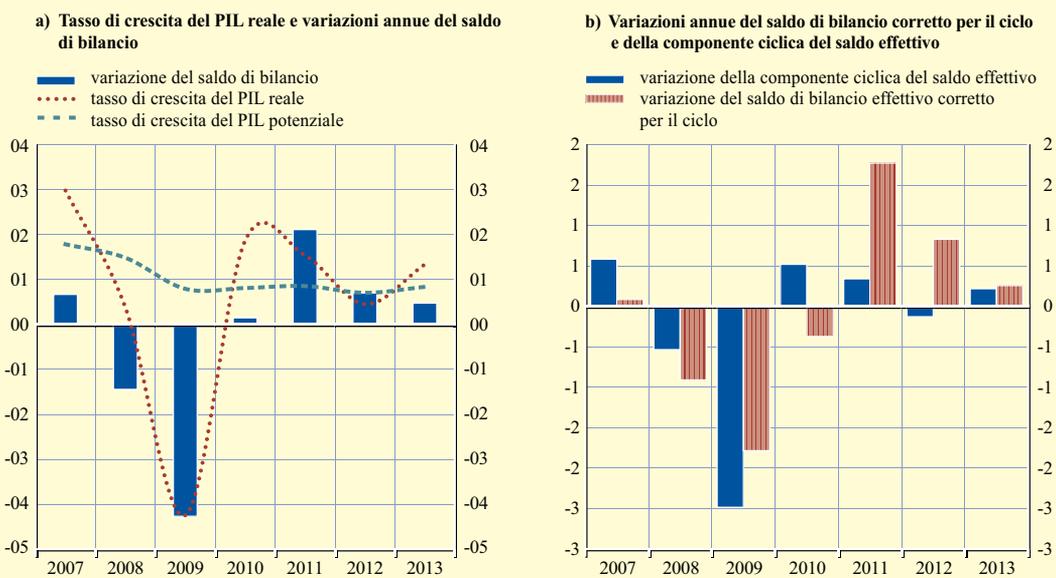
La Commissione europea prevede che il rapporto tra debito lordo e PIL delle amministrazioni pubbliche aumenti per l'area dell'euro dall'85,6 per cento del 2010 all'88,0 per cento nel 2011, valore superiore a quanto prospettato nelle previsioni formulate dalla Commissione stessa nella primavera 2011. Il rapporto debito/PIL è inferiore alla soglia del 60 per cento solo in 5 paesi dell'area dell'euro su 17. L'incremento di tale rapporto nel 2011, pur meno marcato rispetto allo scorso anno, deriva principalmente dai disavanzi primari, mentre le differenze tra variazione del debito e disavanzo connessi con i provvedimenti adottati a sostegno del sistema finanziario e lo *snowball effect*, cioè il differenziale positivo tra il tasso di interesse nominale e il tasso di crescita del PIL nominale, hanno concorso in misura minore all'aumento del rapporto debito/PIL.

PROSPETTIVE PER LA FINANZA PUBBLICA NEL 2012 E 2013

Secondo le previsioni economiche elaborate dalla Commissione europea nell'autunno 2011, il disavanzo delle amministrazioni pubbliche nell'area dell'euro registrerebbe un moderato calo al 3,4 per cento del PIL nel 2012 e, nella consueta ipotesi di politiche invariate, al 3,0 per cento nel 2013. Il miglioramento dei conti pubblici prospettato discende principalmente da una riduzione del disavanzo strutturale, dovuta all'attuazione delle misure di risanamento in numerosi paesi. A seguito del rallentamento economico atteso, con un'espansione del PIL in termini reali che scenderebbe a un livello inferiore alla crescita potenziale nel 2012, le condizioni congiunturali non contribuirebbero ai

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

(in punti percentuali del PIL; variazioni percentuali)



Fonti: Commissione europea (esercizio previsionale dell'autunno 2011) ed elaborazioni della BCE.
Nota: i dati si riferiscono alle amministrazioni pubbliche.

migliori risultati di bilancio (cfr. figura 60). Gran parte delle revisioni al rialzo delle proiezioni per il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL, che raggiungerebbe il 90,4 per cento nel 2012 e quasi il 100 per cento nel 2013, è attribuibile al peggioramento delle prospettive economiche.

In considerazione della crisi del debito sovrano e delle difficili condizioni di mercato, nei mesi recenti molti paesi hanno effettuato ulteriori interventi di risanamento (alcuni dei quali non sono ancora rispecchiati nelle previsioni della Commissione) allo scopo di correggere i disavanzi eccessivi e imprimere ai rispettivi rapporti debito/PIL un andamento decrescente sostenibile. La breve rassegna dei recenti andamenti delle finanze pubbliche riportata di seguito è circoscritta ai paesi dell'area dell'euro più grandi nonché a quelli interessati da un programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI.

In Germania, secondo le proiezioni più recenti del governo, il disavanzo di bilancio delle amministrazioni pubbliche scenderebbe nel 2011 all'1 per cento circa del PIL, valore inferiore di circa 1½ punti percentuali rispetto all'obiettivo fissato nell'aggiornamento del programma di stabilità dello scorso aprile. Il miglioramento dei conti pubblici deriverebbe principalmente da una dinamica delle entrate più favorevole. Il disavanzo in rapporto al PIL rimarrebbe all'1 per cento circa nel 2012 e diminuirebbe al ½ per cento nel 2013. In linea con il limite al debito contemplato dalle norme costituzionali, il saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche sarebbe sostanzialmente in pareggio a partire dal 2014. Il debito pubblico in rapporto al PIL si ridurrebbe gradualmente dall'83,2 per cento del 2010 al 75½ per cento circa nel 2015.

In Francia, il Primo ministro ha annunciato il 7 novembre un nuovo pacchetto di misure di risanamento per assicurare il conseguimento degli obiettivi di disavanzo fissati per il 2012 e il 2013 nel programma di stabilità (pari rispettivamente al 4,6 e al 3,0 per cento del PIL). L'impatto della manovra sui conti pubblici è stimato a 7,0 miliardi di euro (circa lo 0,34 per cento del PIL) nel 2012 e a 4,7 miliardi di

euro (circa lo 0,22 per cento del PIL) nel 2013. Sebbene rimanga prevalentemente basato sulle entrate, il nuovo pacchetto contempla misure significative dal lato della spesa. Tra queste rientrano l'abbassamento del massimale, dal 2,8 al 2,5 per cento, per il tasso di crescita annuale della spesa sanitaria e un abbreviamento del periodo di transizione previsto per l'innalzamento dell'età pensionabile da 60 a 62 anni; quest'ultima misura ora entrerà in vigore a pieno titolo nel 2017 anziché nel 2018. Dal lato delle entrate, le misure più importanti comprendono il congelamento nel 2012 e nel 2013 delle aliquote relative all'imposta sui redditi, all'imposta patrimoniale e alle tasse di donazione e successione, l'introduzione di una nuova aliquota IVA intermedia al 7 per cento¹⁾ nonché l'applicazione temporanea di una addizionale del 5 per cento all'imposta sui redditi versata dalle imprese con un fatturato superiore a 250 milioni di euro. Le nuove misure dal lato delle entrate dovrebbero essere adottate dal Parlamento nell'ambito della quarta legge finanziaria aggiuntiva per il 2011.

In Italia, il nuovo governo ha approvato il 4 dicembre un decreto legge che contiene un nuovo insieme di misure di bilancio e strutturali. Il pacchetto è entrato immediatamente in vigore, ma deve essere ancora confermato dal Parlamento entro 60 giorni. Esso ammonterà a 30 miliardi di euro circa, di cui 20 miliardi saranno destinati alla riduzione del disavanzo e i restanti 10 miliardi saranno impiegati per le misure volte a promuovere la crescita. Tra i principali elementi, il pacchetto comprende consistenti misure di riduzione della spesa pensionistica, la reintroduzione dell'imposta sulle abitazioni principali e aumenti delle aliquote IVA. È attualmente all'esame del Parlamento l'introduzione di una norma sul pareggio di bilancio nella costituzione.

In Spagna, le ultime informazioni disponibili sull'attuazione del bilancio e i dati di contabilità nazionale per il terzo trimestre indicano una contrazione sempre più marcata della spesa pubblica. Ciò nonostante, il rischio di sconfinamenti per quanto riguarda l'obiettivo di ridurre il disavanzo delle amministrazioni pubbliche quest'anno al 6 per cento del PIL è aumentato nei mesi recenti a causa della debolezza del gettito fiscale. La legge di bilancio dello Stato per il 2012 è stata rinviata per le elezioni politiche tenutesi il 20 novembre. Il governo appena insediato dovrà formulare quanto prima una manovra di bilancio convincente per il 2012 in linea con gli obiettivi prefissati (pari al 4,4 per cento del PIL nel 2012). Questo dovrebbe basarsi su previsioni prudenti per la crescita economica e il gettito fiscale, che sono altresì necessarie per assicurare che i bilanci delle amministrazioni regionali per il 2012 poggino su ipotesi realistiche di entrate.

In Grecia, la strategia di bilancio a medio termine adottata in giugno e agosto 2011 è risultata insufficiente a conseguire gli obiettivi definiti nell'ambito del programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI, a causa dell'evoluzione economica peggiore delle attese, della debolezza dei perduranti problemi nella riscossione delle tasse e dell'attuazione ritardata e incompleta di varie misure. In risposta, in ottobre le autorità hanno adottato una serie di nuove misure di risanamento delle finanze pubbliche per un ammontare pari a circa il 3,2 per cento del PIL fino al 2015. È probabile tuttavia che si rendano necessarie ulteriori misure per assicurare che il disavanzo si riduca a un valore inferiore del 3 per cento del PIL entro il 2014. Il 27 ottobre i Capi di Stato o di governo dell'area dell'euro hanno concordato un aggiornamento dei parametri per il secondo programma a favore della Grecia per il periodo fino al 2014. Il nuovo programma dovrebbe godere di un ulteriore finanziamento ufficiale pari fino a 130 miliardi di euro e, in via eccezionale, di uno scambio volontario di titoli di Stato detenuti dal settore privato con un fattore di sconto del 50 per cento sul valore nozionale del debito

1) È stata introdotta l'aliquota intermedia dell'IVA al 7 per cento per alcuni beni e servizi precedentemente sottoposti all'aliquota ridotta del 5,5 per cento (ad esempio libri, servizi di telefonia, servizi di ristorazione e opere edili), mentre per alcuni beni primari (come i prodotti alimentari e i servizi di pubblica utilità) è stata mantenuta l'aliquota ridotta del 5,5 per cento. Questa modifica fiscale genererebbe, secondo le attese, un gettito di 1,8 miliardi di euro all'anno.

greco. Ciò dovrebbe assicurare, nell'ipotesi di una rigorosa attuazione dei programmi, che il debito delle amministrazioni pubbliche in rapporto al PIL diminuisca al 120 per cento circa entro il 2020.

In Portogallo, il Parlamento ha approvato il 30 novembre la legge finanziaria per il 2012, che si prefigge un disavanzo pari al 4,5 per cento del PIL in linea con il programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI. Lo sforzo di risanamento, stimato al 5,4 per cento del PIL, è incentrato prevalentemente dal lato della spesa. Tra le principali misure che incideranno sul bilancio del 2012 si annoverano, oltre a un'estensione della riduzione media del 5 per cento operata nel 2011 sulle retribuzioni del settore pubblico, l'ulteriore sospensione delle tredicesime e quattordicesime mensilità di retribuzione del lavoro dipendente, la riduzione della spesa pensionistica equivalente a una sospensione delle tredicesime e quattordicesime mensilità corrisposte in relazione alle pensioni, misure di risanamento nel settore sanitario, una riduzione degli investimenti pubblici e un maggiore gettito dell'IVA, dal momento che molte voci sono state spostate dall'aliquota ridotta o intermedia a quella ordinaria del 23 per cento.

In Irlanda, la quarta valutazione del programma di assistenza finanziaria dell'UE/FMI ha concluso che il disavanzo delle amministrazioni pubbliche fosse in linea con il conseguimento dell'obiettivo per il 2011 pari al 10,6 per cento del PIL. Per gli anni a venire il governo resta impegnato ad adottare tutte le misure necessarie per raggiungere gli obiettivi di disavanzo fissati dal programma e portare il disavanzo delle amministrazioni pubbliche a un livello inferiore al 3 per cento del PIL entro il 2015, in linea con la PDE. Agli inizi di novembre le autorità irlandesi hanno pubblicato un prospetto per le finanze pubbliche a medio termine, in cui si delineavano per il periodo dal 2012 al 2015 il numero e la composizione delle misure necessarie a rispettare gli impegni previsti dalla PDE. Le dettagliate misure a sostegno del riequilibrio, presentate agli inizi di dicembre insieme al bilancio per il 2012, sono lievemente più incentrate sulla spesa, includendo una riduzione dei consumi collettivi, mentre dal lato delle entrate le nuove misure vertono prevalentemente sull'imposizione indiretta e patrimoniale.

CONSIDERAZIONI SULLE POLITICHE DI BILANCIO

Con l'acuirsi della crisi del debito sovrano nei mesi recenti il clima di fiducia è ulteriormente peggiorato. In particolare, i timori degli operatori di mercato sono notevolmente aumentati per quanto concerne la situazione del debito della Grecia e si sono concentrati in modo crescente sul fabbisogno di finanziamento di Spagna e Italia quali emittenti sovrani. Vari altri paesi dell'area dell'euro hanno risentito in misura crescente di questo clima di mercato negativo. In tale contesto, è essenziale ripristinare la fiducia nella sostenibilità delle finanze pubbliche. I disavanzi eccessivi devono essere corretti e, in caso di inosservanza degli obblighi previsti dalle PDE, occorre attuare le successive fasi procedurali senza ulteriore indugio. Il risanamento dei conti pubblici dovrebbe incentrarsi prevalentemente dal lato della spesa, promuovendo al contempo riforme della spesa favorevoli alla crescita e l'efficienza del sistema tributario.

Per migliorare la sorveglianza sui conti pubblici nell'area dell'euro è essenziale una più forte *governance* di bilancio, sia per l'area dell'euro nel suo insieme sia a livello nazionale. Il pacchetto legislativo recentemente adottato per rafforzare la *governance* economica dell'UE, e in particolare dell'area dell'euro, è un primo passo nella giusta direzione, ma non consente di compiere il "salto di qualità" necessario. Nello specifico, il nuovo quadro di riferimento lascia ancora un ampio margine discrezionale per quanto concerne la conduzione e il rispetto della sorveglianza sulle finanze pubbliche (cfr. anche il riquadro 11 sulla riforma della *governance*). Il nuovo, rafforzato meccanismo esecutivo, entrato in vigore a metà dicembre, deve essere pienamente applicato a tutti i paesi dell'area dell'euro per i quali il Consiglio Ecofin eventualmente decida di proseguire nelle procedure per correggere i disavanzi eccessivi.

In vista di un ulteriore rafforzamento del quadro di riferimento per la *governance* economica, il 27 ottobre i Capi di Stato o di governo dei paesi dell'area dell'euro si sono impegnati a intraprendere ulteriori riforme. In particolare, le proposte concrete prevedono, tra l'altro, che i paesi dell'area dell'euro 1) adottino norme sul pareggio di bilancio (in termini strutturali) nella legislazione nazionale, preferibilmente a livello costituzionale o equivalente; 2) fondino i bilanci nazionali su previsioni di crescita indipendenti e istituiscano consigli di bilancio; 3) consultino la Commissione europea prima di adottare qualsiasi importante riforma della politica economica o di bilancio con potenziali effetti di *spill-over*. Inoltre, il Consiglio Ecofin dovrebbe assicurare un monitoraggio più attento e misure esecutive aggiuntive per i paesi con disavanzo eccessivo. Gli accordi raggiunti in seguito alla riunione del Consiglio europeo dell'8 e 9 dicembre 2011 rappresentano un ulteriore, importante passo verso il conseguimento della disciplina di bilancio. Si è convenuto di avanzare sul cammino dell'unione economica e di istituire un nuovo patto di bilancio (*fiscal compact*). Dal punto di vista delle politiche di bilancio, un elemento fondamentale di tale nuovo accordo è la regola del pareggio di bilancio formulata in termini strutturali (il "freno al debito", *debt brake*) e sancita in un trattato intergovernativo a livello europeo, da recepire nelle legislazioni nazionali, unitamente a un meccanismo di correzione automatica in caso di scostamento. Altri elementi fondamentali sono il consenso all'adozione di sanzioni quasi automatiche se il disavanzo di bilancio supera il 3 per cento del valore di riferimento del PIL, nonché la decisione di recepire nella legislazione primaria il valore di riferimento numerico per la riduzione del debito per quei paesi che presentano un debito pubblico superiore al 60 per cento del PIL.

Il superamento della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro dipende in misura determinante dall'adozione di risposte di politica economica adeguate e credibili, che comprendano misure intese a promuovere il risanamento economico e una crescita sostenibile (cfr. anche il riquadro 12 sulla svalutazione fiscale). Ciò richiede adeguati quadri di bilancio nazionali, forti incentivi ad assicurare politiche di bilancio solide nonché una sorveglianza e un meccanismo esecutivo efficaci a livello dell'UE e dell'area dell'euro.

Riquadro 11

ENTRA IN VIGORE IL QUADRO RAFFORZATO PER LA *GOVERNANCE* ECONOMICA DELL'UE

Dopo intensi negoziati sulla riforma del quadro di *governance* economica dell'UE, nel settembre 2011 il Consiglio dell'UE, il Parlamento europeo e la Commissione europea hanno raggiunto un accordo, adottato formalmente in novembre. Le riforme entrano in vigore a metà dicembre. Il presente riquadro riassume e valuta in sintesi i principali elementi del nuovo quadro di *governance*.

Il pacchetto di riforme è inteso a rafforzare la *governance* economica e delle finanze pubbliche nell'UE e in particolare nell'area dell'euro¹⁾.

I principali nuovi elementi del quadro di *governance* delle finanze pubbliche volti a rafforzare la disciplina di bilancio sono i seguenti: 1) un parametro di spesa nell'ambito del meccanismo preventivo del Patto di stabilità e crescita (PSC) quale parte di una valutazione complessiva dei progressi per il raggiungimento dell'obiettivo a medio termine di un paese considerando come riferimento il saldo strutturale, 2) un *benchmark* numerico per valutare la conformità con il

1) Il pacchetto di riforme della *governance* è costituito da sei atti giuridici. Per ulteriori dettagli cfr. anche l'articolo *La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali* nel numero di marzo 2011 di questo Bollettino.

criterio del debito pubblico nel meccanismo correttivo del PSC, 3) nuove sanzioni finanziarie e misure non finanziarie nei confronti dei paesi dell'area dell'euro inadempienti da applicare in una fase iniziale del processo di sorveglianza, con un'intensità progressiva, 4) una maggiore automaticità delle procedure di sorveglianza sui conti pubblici mediante il ricorso a un meccanismo di voto a maggioranza qualificata inversa (vale a dire, in particolare, che le raccomandazioni della Commissione intese a imporre sanzioni finanziarie sono ritenute adottate a meno che il Consiglio decida, a maggioranza qualificata, di respingerle), 5) requisiti minimi per i quadri di bilancio nazionali degli Stati membri, 6) requisiti minimi di indipendenza delle autorità statistiche nazionali e la possibilità di sanzioni finanziarie in caso di falsificazione dei dati di bilancio.

Il nuovo quadro di sorveglianza macroeconomica mira a individuare e affrontare gli squilibri macroeconomici in una fase iniziale. Il nuovo quadro, che si applica a tutti gli Stati membri dell'UE, è dotato di un sistema preventivo e di uno correttivo, con i seguenti elementi procedurali: 1) un meccanismo di allerta rapida, che comprende un quadro di valutazione (*scoreboard*) con una serie limitata di indicatori macroeconomici e una valutazione economica e finanziaria annuale a carattere qualitativo condotta dalla Commissione europea; 2) un esame ampio e approfondito degli andamenti economici negli Stati membri per i quali la Commissione ha individuato significativi squilibri macroeconomici o rischi che questi ultimi insorgano; 3) raccomandazioni indirizzate agli Stati membri per l'attuazione di politiche economiche specifiche al fine di correggere o prevenire detti squilibri macroeconomici; 4) una Procedura per squilibri eccessivi (PSE) cui possono essere sottoposti gli Stati membri nei quali sono stati individuati gravi squilibri macroeconomici tali da poter mettere a repentaglio il corretto funzionamento dell'UEM; la PSE prevede raccomandazioni più dettagliate e incisive in materia di politica economica e l'obbligo per il paese interessato di presentare un piano di azioni correttive che definisca le politiche economiche per rispondere alle raccomandazioni e alle scadenze decise dal Consiglio; 5) sanzioni finanziarie, che possono essere imposte ai paesi dell'area dell'euro sotto forma di depositi fruttiferi qualora il Consiglio stabilisca che il paese in questione non abbia ottemperato per due volte alla raccomandazione del Consiglio. In caso di una prorata non conformità con la raccomandazione del Consiglio nell'ambito della medesima PSE, tale deposito verrebbe convertito in un'ammenda annuale. Inoltre, un paese che per due volte non sia riuscito a elaborare un piano di azioni correttive in adempimento alla raccomandazione del Consiglio sarebbe di norma passibile di ammenda.

Gli atti giuridici contemplano, inoltre, i nuovi seguenti elementi: 1) disposizioni finalizzate a un "dialogo economico" in base alle quali il Parlamento europeo può invitare il Presidente del Consiglio, la Commissione e, se del caso, il Presidente del Consiglio europeo o dell'Eurogruppo per discutere della sorveglianza multilaterale, 2) un esame periodico dell'applicazione degli atti giuridici e la loro eventuale modifica.

Sebbene questa riforma della *governance* costituisca un importante progresso, il pacchetto legislativo adottato non consente di compiere quel "salto di qualità" che il Consiglio direttivo della BCE aveva invocato²⁾. In particolare, il nuovo assetto lascia ancora ampio margine discrezionale sia alla Commissione sia al Consiglio nel condurre la sorveglianza economica e di bilancio nonché nell'assicurare l'osservanza delle regole, circostanza che potrebbe indebolire seriamente l'efficacia delle riforme. Si espongono di seguito le principali carenze del nuovo quadro di riferimento.

2) Cfr. anche il parere giuridico della BCE, del 16 febbraio 2011, sulla riforma della *governance* economica dell'Unione europea nella sezione dedicata al quadro normativo all'interno del sito Internet della BCE (<http://www.ecb.europa.eu>).

1) Eccezioni e numerosi fattori rilevanti da tenere in considerazione

Il prospettato rafforzamento della sorveglianza sulle finanze pubbliche è considerevolmente ridimensionato sotto vari aspetti. In particolare, l'efficacia del *benchmark* numerico per la crescita della spesa netta è limitata dal fatto che numerose categorie di spesa sono escluse dall'aggregato delle spese. Inoltre, i criteri del disavanzo e del debito sono stati vincolati a un elenco ampliato di fattori rilevanti che devono essere tenuti in considerazione. Di conseguenza, la mancata osservanza di tali criteri non darà necessariamente luogo all'avvio di una procedura per i disavanzi eccessivi (PDE). Quanto alla sorveglianza economica, la nuova PSE può essere efficace solo se sufficientemente imperniata sulla correzione di squilibri macroeconomici perniciosi che minacciano il regolare funzionamento dell'unione monetaria, come ad esempio l'eccessiva perdita di competitività, disavanzi di conto corrente persistenti ed eccessivi, aumenti insostenibili dei prezzi delle attività, ivi comprese le quotazioni immobiliari, e livelli elevati di indebitamento esterno e interno. Tuttavia, l'approccio simmetrico dello *scoreboard*, con riferimento all'individuazione e alla prevenzione di un eccesso di perdita/aumento della competitività nonché i disavanzi/avanzi di conto corrente eccessivi, comporta il rischio che gli sforzi di sorveglianza subiscano una diluizione e siano potenzialmente distolti dalle sfide più pericolose per l'unione monetaria.

2) Insufficiente automaticità delle procedure esecutive

È accolta con favore l'introduzione di sanzioni anticipate, più graduali e differenziate, ma è necessaria una maggiore automaticità nei processi decisionali attraverso il ricorso alla votazione a maggioranza qualificata inversa nella massima misura possibile. Nel meccanismo preventivo del PSC, una regola di voto in qualche misura più rigorosa sotto forma di votazione a maggioranza semplice da parte del Consiglio sarà applicata soltanto dopo un ulteriore passaggio con votazione a maggioranza qualificata normale. Inoltre, vi è ancora un'ampia libertà d'azione dal momento che le sanzioni finanziarie contemplate sia dalla PDE sia dalla PSE possono essere ridotte o annullate in ragione di circostanze economiche eccezionali o a seguito di una richiesta motivata da parte dello Stato membro interessato alla Commissione. Peraltro, le sanzioni associate alla violazione del criterio del debito pubblico sono sottoposte a un periodo di transizione di tre anni a decorrere dalla correzione degli attuali disavanzi eccessivi.

3) Rischi di attuazione

L'efficacia delle nuove regole di bilancio dipenderà dalla loro piena attuazione da parte della Commissione e del Consiglio. Rispetto al precedente PSC, la Commissione dovrebbe svolgere un ruolo più importante nelle procedure, anche per quanto concerne i più rigorosi meccanismi esecutivi in caso di inosservanza, poiché è stata limitata la discrezionalità del Consiglio di respingere le raccomandazioni della Commissione. Per un'attuazione credibile delle misure di sorveglianza economica e sui conti pubblici occorre che la Commissione adotti un approccio rigoroso e che il Consiglio applichi fino in fondo la *peer pressure* e imponga sanzioni ai paesi dell'area dell'euro inadempienti.

4) Maggiore complessità

Il nuovo quadro di riferimento per la *governance* delle finanze pubbliche è estremamente complesso rispetto al precedente PSC. Gli Stati membri dovranno adempiere a maggiori obblighi di informazione. Da parte della Commissione, occorrono analisi aggiuntive e ampia capacità tecnica; inoltre, potrebbe rivelarsi difficile ottenere e verificare tutti i dati necessari per tempo.

Si prevede che l'accresciuta complessità riduca la trasparenza e quindi la responsabilità per il proprio operato in relazione al nuovo quadro di riferimento per la *governance* delle finanze pubbliche, ponendo sfide quanto meno in termini di comunicazione.

5) Rafforzamento insufficiente dei quadri di bilancio nazionali

È apprezzabile l'introduzione di requisiti minimi per i quadri di bilancio a livello nazionale. Tuttavia, i requisiti concordati non sono sufficienti e il rafforzamento dei quadri di bilancio nazionali dipenderà in larga misura dalla volontà politica dei paesi. Al contempo, alcuni Stati membri si sono di recente impegnati nel Patto euro plus al fine di recepire negli ordinamenti nazionali le regole di bilancio ai sensi del PSC. Alcuni paesi hanno già adottato iniziative al riguardo, mentre altri dovrebbero seguire tale esempio.

Come ha dimostrato la crisi del debito sovrano, l'efficacia della sorveglianza economica e sui conti pubblici nonché del meccanismo esecutivo riveste un'importanza cruciale per assicurare il regolare funzionamento dell'UEM. Sebbene la riforma del quadro di *governance* dell'UE compia un passo nella giusta direzione, sono indispensabili e in corso ulteriori iniziative.

Riquadro 12

LA SVALUTAZIONE FISCALE: UNO STRUMENTO DI AGGIUSTAMENTO ECONOMICO

Oltre alle difficoltà di bilancio, alcuni paesi dell'area dell'euro si confrontano anche con problemi di competitività, che comportano persistenti disavanzi di conto corrente. Poiché la svalutazione nominale non è possibile per i paesi che partecipano a un'area valutaria, la competitività deve essere riacquisita entro i confini nazionali. A tal fine sono necessarie riforme strutturali volte ad aumentare la produttività e l'adeguamento dei prezzi relativi, soprattutto mediante una moderazione salariale in termini reali. Il presente riquadro esamina, in una prospettiva analitica, l'opzione di politica economica costituita da una "svalutazione fiscale" (*fiscal devaluation*), proposta in letteratura come un ulteriore strumento atto a concorrere al processo di aggiustamento economico.

La svalutazione fiscale consiste nell'impiego del sistema tributario per riprodurre una svalutazione nominale del tasso di cambio, in particolare aumentando le imposte sulle importazioni e riducendole sulle esportazioni, modificando così il prezzo relativo dei beni nazionali ed esteri. Nella pratica, questo obiettivo può essere conseguito indirettamente mediante una riduzione delle imposte che gravano sui costi di produzione, come quelle sul lavoro dipendente o sui redditi delle imprese, e che quindi incidono anche sul costo delle esportazioni; tale sgravio verrebbe finanziato con un aumento dell'IVA (in considerazione del fatto che le esportazioni non sono soggette a tale imposta) o delle tasse sulla proprietà. Tuttavia, anche nel caso di una riforma fiscale a impatto neutro sul bilancio, le differenze nella tempistica degli introiti e nella velocità delle reazioni comportamentali potrebbero generare perdite delle entrate nel breve periodo e costituire un ostacolo per i paesi con vincoli di bilancio nel breve termine. Inoltre, l'analogia con una variazione del tasso di cambio nominale non è perfetta, poiché la svalutazione fiscale non è accompagnata da un aumento dell'offerta di moneta a livello nazionale.

L'analisi teorica suffraga la tesi secondo cui una svalutazione fiscale può aiutare a riacquistare competitività. La transizione da un'imposizione basata sull'origine a una basata sulla destina-

zione, come ad esempio da un'imposta sui redditi da lavoro delle imprese all'IVA o a un'imposta sulle vendite, comporta un deprezzamento fiscale immediato. In genere, questo non avrebbe alcun impatto nel lungo termine¹⁾, poiché in ultima istanza il tasso di cambio effettivo reale si adegua, attraverso un apprezzamento (per i paesi con un tasso di cambio flessibile) o l'inflazione (per i paesi con tasso di cambio fisso, fra cui quelli appartenenti a un'area valutaria). Per alcuni paesi dell'area dell'euro, tuttavia, il punto di partenza è costituito da uno squilibrio contraddistinto da un tasso di cambio effettivo reale sopravvalutato. In questo caso, una svalutazione fiscale accelererebbe semplicemente un processo correttivo inevitabile e non ci si può attendere che sostituisca le necessarie riforme strutturali.

Inoltre, secondo le simulazioni effettuate utilizzando modelli di equilibrio dinamico, una svalutazione fiscale dovrebbe essere considerevole per generare un impatto significativo sulla competitività e sul commercio. Questa tesi è avvalorata dalle simulazioni effettuate dagli esperti della BCE impiegando il modello dell'economia dell'area dell'euro e mondiale (Euro Area and Global Economy, EAGLE), nonché da altre ricerche recenti²⁾. L'evidenza empirica tende a riscontrare peraltro che variazioni contenute nelle imposte nazionali hanno scarso impatto sugli scambi commerciali³⁾. Allo stesso tempo, non è stato ancora intrapreso alcuno studio che consideri il caso particolare dei paesi di un'area valutaria che partano da una posizione non concorrenziale.

Nondimeno, è probabile che le riforme che spostano l'imposizione dai fattori produttivi ai consumi presentino vantaggi in una prospettiva economica più ampia. La transizione da tasse sui redditi da lavoro o sui profitti verso un'imposizione sui consumi o sulla proprietà potrebbe favorire la crescita sul piano strutturale in aggiunta all'effetto (forse modesto) di esportazioni nette più elevate. Tale riforma ridurrebbe la distorsione dell'imposizione fiscale a scapito del risparmio e promuoverebbe l'offerta di lavoro. Inoltre, un regime tributario più attraente potrebbe incoraggiare gli investimenti, anche favorendo quelli diretti esteri. Esistono forti evidenze empiriche che uno spostamento verso la tassazione dei consumi o degli immobili ha un impatto positivo sulla crescita⁴⁾. Per tutelare i miglioramenti di competitività conseguiti in seguito a una svalutazione fiscale, è importante prevenire un aumento delle attese di inflazione. Da un lato, se si riducono le imposte sui redditi delle imprese o sui salari a carico del datore di lavoro, i costi di produzione diminuiscono immediatamente, circostanza che consentirà anche una contrazione dei prezzi al netto dell'IVA; è probabile quindi che l'inflazione al netto dell'effetto di questa imposta sia inferiore, sebbene l'impatto sia incerto e possano crescere anche i margini di profitto. Dall'altro lato, l'au-

- 1) Cfr. Grossman, G. (1980), "Border Tax Adjustments: Do They Distort Trade?", *Journal of International Economics*, vol. 10 (1), pp. 117-128. Cfr. anche Feldstein, M. e P. Krugman (1990), "International Trade Effects of Value-Added Taxation" in Razin, A. e J. Slemrod (a cura di), *Taxation in the Global Economy*, University of Chicago Press, in cui si sostiene fra l'altro che l'IVA può incidere sugli scambi commerciali se sostituisce un'imposta con effetto distorsivo oppure se le aliquote d'imposta applicate al settore dei beni commerciabili differiscono di fatto da quelle vigenti per il resto dell'economia.
- 2) Cfr. Franco, F. (2010), "Improving competitiveness through devaluation, the case of Portugal", mimeo, Nuova Università di Lisbona; Lipińska, A. e L. von Thadden, *Monetary and fiscal policy aspects of indirect tax changes in a monetary union*, Working Paper della BCE, n. 1097, Francoforte sul Meno, ottobre 2009.
- 3) Cfr. Desai, M.A. e J.R. Hines (2002), "Value-Added Taxes and International Trade: The Evidence", mimeo, University of Michigan, nonché Keen, M. e M. Syed (2006), M., *Domestic Taxes and International Trade: Some Evidence*, Working Paper dell'FMI, WP/06/47.
- 4) Cfr., ad esempio, Johansson, Å. et al. (2008), *Taxation and Economic Growth*, Economics Department Working Paper dell'OCSE, n. 620, in cui si rileva che l'IVA e le imposte sugli immobili sono le tasse meno nocive alla crescita, mentre quelle sui redditi da lavoro e delle imprese sono le più dannose. Per il caso specifico di un piccolo paese dell'area dell'euro, nella pubblicazione Almeida, V. et al., *Fiscal consolidation in a small euro area economy*, Working Paper del Banco de Portugal, maggio 2011, si utilizza un modello di equilibrio generale neo-keynesiano per esaminare diverse opzioni di risanamento dei conti pubblici. Si riscontra che un aumento dell'IVA è più favorevole alla crescita e all'occupazione rispetto a un aumento dell'imposizione sul lavoro, benché una riduzione della spesa sia migliore rispetto a entrambe le opzioni.

mento contestuale dell'IVA avrà un impatto immediato *una tantum* sull'inflazione, con il rischio che gli eventuali effetti di secondo impatto su prezzi e salari contrastino l'impatto benefico sulla competitività. Nei paesi con regole automatiche di adeguamento all'inflazione, l'incremento di competitività sarebbe necessariamente di breve durata.

Nel complesso, una svalutazione fiscale mediante la quale le imposte sui redditi da lavoro o delle imprese sono in qualche misura sostituite dall'IVA o da imposte sugli immobili può fornire un contributo positivo, ancorché contenuto, all'aggiustamento economico necessario in alcuni paesi dell'area dell'euro con problemi di competitività. Allo stesso tempo, una svalutazione fiscale non può sostituire, ma solo integrare, le riforme strutturali necessarie. Al di là di queste considerazioni, un regime impositivo più efficiente che agevoli il risparmio e gli investimenti è in grado, più in generale, di favorire una maggiore crescita reale.

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

Sulla base delle informazioni disponibili al 25 novembre 2011, gli esperti dell'Eurosistema hanno elaborato le proiezioni relative agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro¹⁾. L'attività economica nell'area si è indebolita nella seconda metà del 2011: ciò ha riflesso la moderazione della domanda mondiale e il notevole deterioramento del clima di fiducia sia delle imprese sia dei consumatori nei mesi recenti, in un contesto di maggiore incertezza derivante dall'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari in presenza di un calo significativo dei corsi azionari e di un peggioramento delle condizioni di finanziamento in un numero crescente di paesi dell'area. Nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi, l'espansione del PIL in termini reali dovrebbe rafforzarsi nel corso del 2012 e registrare un ulteriore lieve miglioramento nel 2013. La ripresa sarebbe tuttavia frenata dal processo di ristrutturazione dei bilanci in atto in numerosi settori e dalle condizioni finanziarie sfavorevoli in molte parti dell'area dell'euro nell'orizzonte temporale di proiezione. Al tempo stesso trarrebbe vigore dal rafforzamento della domanda mondiale e dal sostegno ai redditi reali proveniente dal calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, oltre che dall'impatto positivo sulla domanda interna del livello molto contenuto dei tassi di interesse a breve termine e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. L'espansione del PIL in termini reali dovrebbe collocarsi, in media d'anno, in un intervallo compreso fra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011, fra il -0,4 e l'1,0 nel 2012 e fra lo 0,3 e il 2,3 nel 2013. L'inflazione misurata sullo IAPC si manterrebbe elevata nel breve periodo, ma successivamente subirebbe un calo pronunciato. Il tasso di incremento dello IAPC complessivo si porterebbe in media al 2,6-2,8 per cento nel 2011, all'1,5-2,5 nel 2012 e allo 0,8-2,2 nel 2013. Tale profilo rispecchia in larga parte effetti base al ribasso sui prezzi dei beni energetici e alimentari nel 2012, oltre che ipotesi di corsi stabili o calanti delle materie prime. L'inflazione armonizzata al netto della componente energetica e alimentare dovrebbe registrare un aumento solo lieve nel periodo considerato, riflettendo una domanda interna relativamente modesta e costi del lavoro contenuti.

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

Riquadro 13

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

Le ipotesi tecniche concernenti i tassi di interesse e le quotazioni delle materie prime sono basate sulle aspettative di mercato al 17 novembre 2011¹⁾. I tassi di interesse a breve termine, per i quali viene formulata un'ipotesi puramente tecnica, sono misurati dall'Euribor a tre mesi; le aspettative di mercato sono rilevate sui tassi *future*. Da questa metodologia deriva un livello medio dei tassi a breve dell'1,4 per cento nel 2011, dell'1,2 nel 2012 e dell'1,4 nel 2013. Le aspettative di mercato sui rendimenti nominali dei titoli di Stato a dieci anni dell'area dell'euro comportano

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

una media del 4,4 per cento nel 2011, del 5,3 nel 2012 e del 5,6 nel 2013. Riflettendo il profilo dei tassi di interesse di mercato a termine e la graduale trasmissione delle variazioni dei tassi di mercato a quelli sui prestiti, i tassi sui prestiti bancari sia a breve sia a lungo termine dovrebbero registrare un ulteriore graduale incremento nell'intero arco di tempo considerato. I criteri di erogazione del credito nell'insieme dell'area dell'euro dovrebbero esercitare un'influenza complessivamente negativa sull'attività economica. Per quanto concerne le materie prime, sulla base del profilo dei prezzi impliciti nei contratti *future* nelle due settimane fino al 17 novembre, si assume che le quotazioni del greggio di qualità Brent siano pari in media a 111,5 dollari al barile nel 2011, 109,4 nel 2012 e 104,0 nel 2013. I corsi delle materie prime non energetiche, espressi in dollari, dovrebbero aumentare del 17,8 per cento nel 2011, scendere del 7,3 per cento nel 2012 e tornare a salire del 4,3 per cento nel 2013.

Quanto ai tassi di cambio bilaterali, si assume che restino immutati nell'orizzonte temporale di proiezione sui livelli medi osservati nelle due settimane fino al 17 novembre. Ciò implica che il cambio dollaro/euro si collochi a 1,40 nel 2011 e a 1,36 nel 2012 e 2013. Il tasso di cambio effettivo dell'euro, in media, resterebbe invariato nel 2011 e si deprezzerebbe dello 0,9 per cento nel 2012.

Le ipotesi relative alle politiche di bilancio si fondano sui programmi di finanza pubblica dei singoli paesi dell'area dell'euro disponibili al 25 novembre e includono tutte le misure già approvate dai parlamenti nazionali, o che sono state definite in dettaglio dai governi e supereranno probabilmente l'iter legislativo.

IL CONTESTO INTERNAZIONALE

La crescita mondiale ha perso slancio nel corso del 2011. Nella seconda metà dell'anno l'impulso favorevole proveniente dal venir meno delle turbative lungo la filiera produttiva conseguenti alle calamità naturali in Giappone è stato vanificato dal riacutizzarsi delle tensioni nei mercati finanziari internazionali, riconducibile in larga parte all'aggravamento della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e all'aumento dei timori per la sostenibilità fiscale delle altre economie avanzate principali. Ciò ha minato la fiducia dei consumatori e delle imprese in tutto il mondo. Si prevede in prospettiva una ripresa graduale, anche se problemi quali la perdurante esigenza di risanare i bilanci e la debolezza del mercato immobiliare e di quello del lavoro in alcune delle principali economie avanzate implicano un periodo prolungato di debole espansione – soprattutto nei paesi avanzati – che agirà da freno sul ritmo di recupero a livello mondiale. Nelle economie emergenti la crescita rimane piuttosto sostenuta; si prevede tuttavia che perda slancio a causa delle misure di inasprimento adottate in precedenza con lo scopo di mitigare gli squilibri finanziari e le pressioni sui prezzi, oltre che per le previsioni di indebolimento della domanda estera e di effetti di propagazione avversi provocati dalle turbolenze finanziarie su scala internazionale. Le proiezioni indicano che la crescita del PIL mondiale in termini reali all'esterno dell'area dell'euro, pari al 5,7 per cento nel 2010, scenderà al 4,1 nel 2011 e al 3,9 nel 2012, per poi salire al 4,5 nel 2013. Si stima che l'incremento della domanda estera dell'area subisca una flessione, dall'11,8 per cento del 2010 al 6,4 nel 2011 e al 4,8 nel 2012, e che successivamente si risollevi portandosi al 6,9 nel 2013.

PROIEZIONI SULLA CRESCITA DEL PIL

Nel terzo trimestre del 2011 la crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si è portata su un livello solo modesto, dello 0,2 per cento sul periodo precedente al pari del secondo trimestre. Se nel secondo trimestre l'attività ha risentito di una serie di fattori temporanei sia mondiali sia interni, negli ultimi mesi la debole dinamica di fondo ha riflesso in misura sempre maggiore l'impatto della

crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e il connesso inasprimento fiscale in alcuni dei paesi che ne fanno parte. Dal lato interno, gli effetti sfavorevoli dell'accresciuta incertezza collegata all'acuirsi delle tensioni nei mercati finanziari dell'area si sono tradotti in un forte deterioramento del clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, in un netto calo dei corsi azionari in tutta l'area e in peggiori condizioni di finanziamento per le famiglie e le società non finanziarie di svariati paesi. Poiché nel 2011 si è indebolita anche la domanda estera, non si prevede che fattori esterni possano nel breve periodo controbilanciare l'impatto avverso di quelli interni menzionati. In prospettiva, nell'ipotesi che la crisi finanziaria non si aggravi, la crescita del PIL in termini reali dovrebbe rafforzarsi nel corso del 2012 e registrare un ulteriore lieve miglioramento nel 2013. La ripresa sarebbe tuttavia frenata, nel periodo in rassegna, dal processo di ristrutturazione dei bilanci in atto in numerosi settori e dalle condizioni finanziarie sfavorevoli in molte parti dell'area dell'euro. Al tempo stesso trarrebbe vigore dal rafforzamento della domanda mondiale e dal sostegno ai redditi reali proveniente dal calo dell'inflazione dei beni energetici e alimentari, oltre che dall'impatto positivo sulla domanda interna del livello molto contenuto dei tassi di interesse a breve termine e delle misure adottate per ripristinare il funzionamento del sistema finanziario. Si prevede nell'insieme che la ripresa proceda con lentezza. L'espansione del PIL in termini reali si collocherebbe, in media d'anno, in un intervallo compreso fra l'1,5 e l'1,7 per cento nel 2011, fra il -0,4 e l'1,0 nel 2012 e fra lo 0,3 e il 2,3 nel 2013.

Più precisamente, l'espansione dei consumi privati nell'area dell'euro dovrebbe essere piuttosto contenuta fino alla metà del 2012, soprattutto a causa della debole dinamica del reddito disponibile reale, per poi registrare un lieve rafforzamento nel periodo successivo. La crescita del reddito disponibile nominale sarebbe frenata dall'effetto congiunto dell'aumento modesto dell'occupazione e della progressione moderata dei salari e dei redditi da trasferimenti, che risentirebbero entrambi delle misure di inasprimento fiscale attuate in diversi paesi dell'area. Il reddito disponibile reale ha subito l'impatto avverso dei precedenti rincari delle materie prime, ma dovrebbe essere progressivamente sorretto dalla prevista attenuazione delle spinte sui prezzi di tali prodotti. Il tasso di risparmio dell'area dell'euro rimarrebbe sostanzialmente invariato rispetto al livello attuale per il resto dell'orizzonte temporale di proiezione, poiché l'effetto al rialzo derivante dall'aumento dell'incertezza e dal peggioramento del clima di fiducia sarebbe generalmente compensato dall'esigenza di ridurre il risparmio per stabilizzare i consumi, considerata la debole dinamica del reddito reale. Di riflesso al miglioramento solo graduale dell'occupazione, il tasso di disoccupazione dell'area dell'euro dovrebbe aumentare in certa misura nel corso del 2012 e diminuire solo lentamente in seguito.

Gli investimenti privati in settori diversi dall'edilizia residenziale nell'area dell'euro dovrebbero essere frenati dal persistere di condizioni di finanziamento avverse in alcuni paesi dell'area, in un contesto di incertezza elevata. Si prevede che rimangano stagnanti nel breve periodo e che registrino una ripresa solo graduale nel resto dell'orizzonte temporale di proiezione, sorretti dal rafforzamento della crescita delle esportazioni, dal moderato recupero della domanda interna e dalla dinamica relativamente sostenuta della redditività. Gli investimenti in edilizia residenziale evidenzerebbero un andamento ancora più debole, per effetto della correzione in atto nei mercati delle abitazioni di alcuni paesi che trova anche riflesso nella dinamica piuttosto modesta delle quotazioni immobiliari. Si presume che gli investimenti pubblici scendano considerevolmente nel 2011 e 2012 per poi stabilizzarsi nel 2013, a causa delle misure di risanamento fiscale annunciate in diversi paesi dell'area.

In linea con il profilo della domanda estera, il ritmo di crescita delle esportazioni dovrebbe moderarsi nel breve periodo e riprendere gradualmente slancio nel corso del 2012; per le importazioni si prospetta un andamento analogo. Nel complesso, riflettendo la lieve accelerazione delle esportazioni a partire dagli inizi del 2012, l'interscambio netto fornirebbe un contributo positivo all'espansione del PIL sul trimestre precedente nel periodo in esame.

Tavola II Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro

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

	2010	2011	2012	2013
IAPC	1,6	2,6-2,8	1,5-2,5	0,8-2,2
PIL in termini reali	1,8	1,5-1,7	-0,4-1,0	0,3-2,3
Consumi privati	0,8	0,3-0,5	-0,4-0,6	0,0-1,8
Consumi collettivi	0,5	-0,3-0,5	-0,5-0,7	-0,3-1,3
Investimenti fissi lordi	-0,6	1,6-2,4	-1,6-1,8	-0,5-4,3
Esportazioni (beni e servizi)	10,8	5,4-7,2	0,3-6,1	2,1-8,9
Importazioni (beni e servizi)	9,2	4,0-5,4	-0,5-5,1	1,7-8,1

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

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

Si ritiene che la crisi abbia esercitato sulla crescita potenziale un impatto negativo, la cui entità esatta rimane però estremamente dubbia. È probabile che la perdurante debolezza dell'attività riduca ulteriormente l'incremento del prodotto potenziale. Ciò nonostante, date le prospettive sfavorevoli per la crescita, l'output gap negativo dovrebbe ampliarsi nel 2012 prima di registrare un certo ridimensionamento nel 2013.

PROIEZIONI RELATIVE ALL'EVOLUZIONE DEI PREZZI E DEI COSTI

Per effetto dei precedenti rincari delle materie prime e – in qualche misura – dell'aumento delle imposte indirette, l'inflazione complessiva dell'area dell'euro misurata sullo IAPC dovrebbe mantenersi superiore al 2 per cento nel primo trimestre del 2012. In seguito, se ne prevede una considerevole moderazione. Tale profilo rispecchia in larga parte il deciso calo del contributo fornito dai prezzi dei beni energetici, derivante dal venir meno dell'impatto dei precedenti aumenti delle quotazioni petrolifere e dall'ipotizzata flessione graduale di queste ultime nell'orizzonte temporale di proiezione. La dinamica dei prezzi dei beni alimentari dovrebbe moderarsi a partire dalla metà del 2012, una volta che si saranno traslate le pressioni inflative accumulate finora. Infine, il tasso di inflazione calcolato al netto della componente alimentare ed energetica registrerebbe un aumento solo lieve riflettendo una domanda interna relativamente modesta e costi del lavoro contenuti. L'inflazione complessiva misurata sullo IAPC si porterebbe in media al 2,6-2,8 per cento nel 2011, all'1,5-2,5 per cento nel 2012 e allo 0,8-2,2 per cento nel 2013.

Più precisamente, le pressioni esterne sui prezzi si sono allentate e dovrebbero ridursi sensibilmente nel periodo considerato, grazie soprattutto all'andamento stabile o calante dei corsi delle materie prime. Per motivi in parte riconducibili al rallentamento dell'interscambio mondiale e al ridimensionamento dell'inflazione su scala internazionale, il tasso di incremento annuo del deflatore delle importazioni, che aveva raggiunto un massimo agli inizi del 2011, dovrebbe scendere nettamente nel 2012 e registrare una qualche ulteriore riduzione nel 2013. Quanto alle spinte interne sui prezzi, la crescita sul periodo corrispondente dei redditi per occupato si indebolirebbe nella prima metà del 2012 – riflettendo in larga misura l'impatto di pagamenti *una tantum* nella prima metà del 2011 – per poi tornare a rafforzarsi nella seconda metà del 2012 e stabilizzarsi nel periodo successivo. Tale profilo rispecchia l'agire concomitante di forze di segno opposto. Da un lato, si attendono pressioni al rialzo derivanti dai precedenti aumenti dell'inflazione al consumo. Dall'altro, si prevede che il generale rallentamento dell'attività economica e la perdurante debolezza delle condizioni nel mercato del lavoro esercitino spinte verso il basso sui salari. Dato il livello piuttosto elevato dell'inflazione al consumo nel corso di quest'anno, i redditi per occupato in termini reali diminuirebbero sia nel 2011 sia nel 2012 ed evidenzerebbero un certo recupero

nel periodo successivo. Il tasso di incremento del costo del lavoro per unità di prodotto dovrebbe salire lievemente nel 2012 e scendere in seguito. Ciò riflette una flessione ciclica della crescita della produttività nel 2012, in un contesto in cui l'attività si indebolisce sostanzialmente e la dinamica dell'occupazione subisce un aggiustamento solo parziale, e un suo successivo aumento nel 2013. I margini di profitto dovrebbero continuare a evidenziare un'evoluzione modesta per tutto il 2011 e il 2012, sulla scia della debolezza della domanda aggregata e dell'accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto, per poi segnare una ripresa nel 2013 con il recupero dell'attività economica. Gli aumenti dei prezzi amministrati e delle imposte indirette dovrebbero fornire un notevole contributo all'inflazione misurata sullo IAPC nel 2011 e nel 2012, riflettendo il risanamento dei conti pubblici in atto in diversi paesi dell'area dell'euro. L'impatto previsto nel 2013 sarebbe inferiore, sebbene ciò rispecchi in parte l'assenza di informazioni dettagliate circa le misure di bilancio relative a tale anno.

CONFRONTO CON LE PROIEZIONI PUBBLICATE NEL SETTEMBRE 2011

Rispetto alle proiezioni macroeconomiche degli esperti della BCE pubblicate nel Bollettino di settembre scorso, l'intervallo di valori riguardante la crescita del PIL in termini reali è stato ridotto per il 2011 e ha subito una significativa correzione al ribasso per il 2012. Le revisioni riflettono in larga parte l'impatto sulla domanda interna del peggioramento del clima di fiducia e delle condizioni di finanziamento, derivante sia dalle accresciute incertezze circa la crisi del debito sovrano sia dalla correzione verso il basso delle ipotesi per la domanda estera. L'ulteriore inasprimento fiscale e i criteri più rigorosi di concessione del credito in alcuni paesi dell'area dell'euro hanno altresì dato origine a revisioni al ribasso delle prospettive di crescita a medio termine per il PIL. Quanto all'inflazione misurata sullo IAPC, l'intervallo di valori relativo sia al 2011 sia al 2012 è stato rivisto lievemente verso l'alto per l'impatto dei più elevati prezzi in euro del petrolio e del maggiore contributo delle imposte indirette. L'effetto al rialzo di questi fattori dovrebbe più che compensare quello al ribasso proveniente dalla correzione dei margini di profitto e della crescita dei salari connessa alla revisione verso il basso delle proiezioni per l'attività economica.

Tavola 12 Confronto con le proiezioni di settembre 2011

(variazioni percentuali; medie annue)	2011	2012
PIL in termini reali - settembre 2011	1,4 - 1,8	0,4 - 2,2
PIL in termini reali - dicembre 2011	1,5 - 1,7	-0,4 - 1,0
IAPC - settembre 2011	2,5 - 2,7	1,2 - 2,2
IAPC - dicembre 2011	2,6 - 2,8	1,5 - 2,5

Riquadro 14

PREVISIONI FORMULATE DA ALTRE ORGANIZZAZIONI

Varie organizzazioni, sia internazionali sia del settore privato, hanno pubblicato previsioni relative all'area dell'euro. Tuttavia, tali previsioni non sono perfettamente confrontabili tra loro né con le proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, poiché sono state formulate in momenti differenti. Inoltre, esse si basano su metodi diversi, non del tutto specificati, per definire le ipotesi sulle variabili fiscali, finanziarie ed esterne, inclusi i corsi del petrolio e di altre

materie prime, e presentano differenze metodologiche nella correzione dei dati per il numero di giornate lavorative (cfr. tavola seguente).

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

(variazioni percentuali; medie annue)

	Data di pubblicazione	PIL in termini reali			IAPC		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
FMI	settembre 2011	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	novembre 2011	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	novembre 2011	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OCSE	novembre 2011	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Commissione europea	novembre 2011	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Proiezioni degli esperti dell'Eurosistema	dicembre 2011	1,5 – 1,7	-0,4 – 1,0	0,3 – 2,3	2,6 – 2,8	1,5 – 2,5	0,8 – 2,2

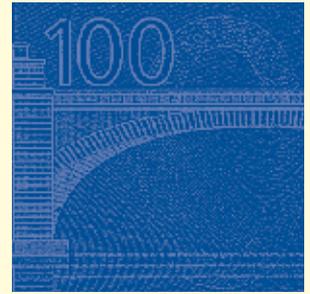
Fonti: *Economic Forecasts* della Commissione europea, autunno 2011; *World Economic Outlook* dell'FMI, settembre 2011; *Economic Outlook* dell'OCSE, novembre 2011; *Consensus Economics Forecasts* e *Survey of Professional Forecasters* della BCE.

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

Secondo le previsioni attualmente diffuse da altre organizzazioni, il tasso di crescita del PIL in termini reali dell'area dell'euro si porterebbe fra l'1,5 e l'1,6 per cento nel 2011, fra lo 0,2 e l'1,1 nel 2012 e fra l'1,3 e l'1,6 nel 2013. Tutti i valori si collocano all'interno o in stretta prossimità degli intervalli delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema.

Per l'inflazione misurata sullo IAPC le previsioni divulgate da altre organizzazioni indicano un tasso medio annuo compreso fra il 2,5 e il 2,7 per cento nel 2011, fra l'1,5 e l'1,8 nel 2012 e fra l'1,2 e l'1,8 nel 2013. Tutte le previsioni si collocano all'interno o in stretta prossimità dell'intervallo di valori delle proiezioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema. Quelle relative al 2012 ricadono nella metà inferiore di tale intervallo.

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	2,0	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	1,4	1,42	3,41
3° trim.	1,4	2,3	2,4	-	2,5	0,7	1,56	2,48
2011 giu.	1,3	2,3	2,0	2,1	2,5	1,6	1,49	3,41
lug.	1,0	2,2	2,0	2,3	2,4	1,1	1,60	3,06
ago.	1,7	2,4	2,8	2,6	2,5	0,3	1,55	2,76
set.	2,0	2,5	3,0	2,8	2,5	0,0	1,54	2,48
ott.	1,7	2,0	2,6	.	2,7	.	1,58	2,79
nov.	.	.	.	.	.	.	1,48	3,07

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	1,9	7,4	76,9	-0,5	10,1
2011 1° trim.	2,5	6,5	2,7	2,4	6,6	80,9	0,3	10,0
2° trim.	2,8	6,3	3,6	1,7	4,2	81,2	0,5	10,0
3° trim.	2,7	5,9	.	1,4	4,1	80,3	.	10,2
2011 giu.	2,7	5,9	-	-	2,8	-	-	10,0
lug.	2,5	6,1	-	-	4,4	80,8	-	10,1
ago.	2,5	5,8	-	-	6,0	-	-	10,1
set.	3,0	5,8	-	-	2,4	-	-	10,2
ott.	3,0	5,5	-	-	.	79,7	-	10,3
nov.	3,0	.	-	-	.	-	-	.

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	-18,6	36,0	158,6	462,4	-15,7	116,4	111,7	110,6	1,3948
2010	-36,7	12,9	98,1	591,2	-13,4	120,3	104,6	103,0	1,3257
2010 4° trim.	4,7	5,5	99,0	591,2	-13,4	120,3	104,4	102,4	1,3583
2011 1° trim.	-27,8	-13,0	118,7	576,6	-13,4	117,5	103,7	101,5	1,3680
2° trim.	-20,1	-2,7	127,1	580,9	-14,5	119,6	106,4	104,2	1,4391
3° trim.	-9,1	1,0	24,7	646,7	.	.	104,6	102,1	1,4127
2011 giu.	0,6	0,5	101,5	580,9	.	.	106,1	104,0	1,4388
lug.	-1,6	3,3	-20,5	621,6	.	.	105,2	102,6	1,4264
ago.	-5,0	-4,5	31,7	656,4	.	.	104,9	102,3	1,4343
set.	-2,5	2,2	13,5	646,7	.	.	103,8	101,4	1,3770
ott.	.	.	.	651,7	.	.	104,0	101,7	1,3706
nov.	.	.	.	.	.	.	103,5	101,3	1,3556

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

	11 novembre 2011	18 novembre 2011	25 novembre 2011	2 dicembre 2011
Oro e crediti in oro	419.823	419.823	419.822	419.822
Attività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	229.210	229.403	229.889	231.908
Attività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	32.539	33.126	33.837	32.250
Attività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	28.288	28.762	29.042	28.341
Prestiti in euro a istituzioni creditizie dell'area dell'euro	589.242	625.489	641.425	656.026
Operazioni di rifinanziamento principali	194.765	230.264	247.175	265.456
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	392.481	392.481	392.481	383.053
Operazioni temporanee di fine-tuning	0	0	0	0
Operazioni temporanee di tipo strutturale	0	0	0	0
Operazioni di rifinanziamento marginale	1.980	2.675	1.702	7.002
Crediti connessi a scarti di garanzia	16	68	67	515
Altri crediti in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	89.087	90.656	93.197	92.447
Titoli in euro emessi da residenti nell'area dell'euro	581.238	590.575	600.927	605.732
Titoli detenuti per finalità di politica monetaria	246.065	254.365	263.337	267.620
Altri titoli	335.173	336.210	337.590	338.111
Crediti in euro verso le amministrazioni pubbliche	33.966	33.966	33.966	33.932
Altre attività	340.154	341.551	337.442	335.230
Attività totali	2.343.547	2.393.350	2.419.548	2.435.688

2. Passività

	11 novembre 2011	18 novembre 2011	25 novembre 2011	2 dicembre 2011
Banconote in circolazione	866.452	865.139	865.069	873.981
Passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	623.205	661.914	663.647	707.956
Conti correnti (inclusa la riserva obbligatoria)	294.928	236.508	211.905	180.703
Depositi <i>overnight</i>	144.701	236.781	256.259	332.705
Depositi a tempo determinato	183.000	187.000	194.500	194.199
Operazioni temporanee di <i>fine tuning</i>	0	0	0	0
Depositi connessi a scarti di garanzia	575	1.625	983	349
Altre passività in euro verso istituzioni creditizie dell'area dell'euro	2.574	7.150	1.859	1.600
Certificati di debito	0	0	0	0
Passività in euro verso altri residenti nell'area dell'euro	57.944	65.302	97.009	63.099
Passività in euro verso non residenti nell'area dell'euro	51.883	51.524	51.426	51.201
Passività in valuta verso residenti nell'area dell'euro	3.982	3.652	1.840	4.391
Passività in valuta verso non residenti nell'area dell'euro	9.906	9.564	11.788	8.872
Contropartite dei DSP dell'FMI	54.486	54.486	54.486	54.486
Altre passività	208.360	209.861	207.668	205.346
Rivalutazioni	383.276	383.276	383.276	383.276
Capitale e riserve	81.481	81.481	81.481	81.481
Passività totali	2.343.547	2.393.350	2.419.548	2.435.688

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			
	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Livello	Livello	Variazione	Livello	Variazione
	Livello	Variazione					
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1 gen.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4 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
9 nov.	0,50	-0,25	1,25	-	-0,25	2,00	-0,25
14 dic.	0,25	-0,25	1,00	-	-0,25	1,75	-0,25

Fonte: BCE.

- Dal 1° gennaio 1999 al 9 marzo 2004 la data si riferisce ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale. Per le operazioni di rifinanziamento principali, le variazioni del tasso hanno effetto dalla prima operazione successiva alla data indicata. La variazione decisa il 18 settembre 2001 ha avuto effetto dallo stesso giorno. Dal 10 marzo 2004 in poi, se non diversamente indicato, la data si riferisce sia ai depositi presso l'Eurosistema e alle operazioni di rifinanziamento marginale, sia alle operazioni di rifinanziamento principali (le variazioni avranno effetto dalla prima operazione di rifinanziamento principale successiva alla decisione del Consiglio direttivo).
- Il 22 dicembre 1998 la BCE ha fissato a 50 punti base l'ampiezza del corridoio tra il tasso di interesse sui depositi overnight presso il SEBC e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale per il periodo 4-21 gennaio 1999. Tale provvedimento, a carattere eccezionale, mirava ad agevolare la transizione al nuovo regime da parte degli operatori di mercato.
- L'8 giugno 2000 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 28 giugno 2000, le operazioni di rifinanziamento principali sarebbero state condotte con procedura d'asta a tasso variabile. Il tasso minimo di offerta si riferisce al tasso d'interesse più basso al quale possono essere presentate le richieste delle controparti.
- Dal 9 ottobre 2008 la BCE ha ridotto da 200 a 100 punti base il corridoio formato dai tassi di interesse sulle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti intorno al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Il 21 gennaio il corridoio è stato riportato a 200 punti base.
- L'8 ottobre 2008 la BCE ha annunciato che, a partire dall'operazione con regolamento 15 ottobre, le operazioni di rifinanziamento principali settimanali sarebbero state condotte mediante asta a tasso fisso, con piena aggiudicazione dell'importo al tasso di interesse applicato alle operazioni di rifinanziamento principali. Questa modifica sostituisce la decisione precedente (assunta lo stesso giorno) di ridurre di 50 punti base il tasso minimo d'offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali condotte mediante asta a tasso fisso.

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

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

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

Data di regolamento	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile				Durata della operazione (giorni)
				Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso marginale ⁴⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Operazioni di rifinanziamento principali								
2011 24 ago.	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
12	204.939	166	204.939	1,50	-	-	-	7
19	201.182	164	201.182	1,50	-	-	-	7
26	197.438	152	197.438	1,50	-	-	-	6
1 nov.	182.773	143	182.773	1,50	-	-	-	8
9	194.765	150	194.765	1,25	-	-	-	7
16	230.265	161	230.265	1,25	-	-	-	7
23	247.175	178	247.175	1,25	-	-	-	7
30	265.456	192	265.456	1,25	-	-	-	7
7 dic.	252.100	197	252.100	1,25	-	-	-	7
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine								
2011 13 lug.	67.748	57	67.748	1,50	-	-	-	28
28	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.	49.356	128	49.356	1,50	-	-	-	91
14	54.222	37	54.222	1,50	-	-	-	28
29 ⁵⁾	140.628	214	140.628	-	-	-	-	84
12 ott.	59.062	39	59.062	1,50	-	-	-	28
27 ⁵⁾	56.934	181	56.934	-	-	-	-	371
27 ⁵⁾	44.564	91	44.564	-	-	-	-	91
9 nov.	55.547	47	55.547	1,25	-	-	-	35
1 dic. ⁵⁾	38.620	108	38.620	-	-	-	-	91

2. Altre operazioni effettuate mediante asta

Data di regolamento	Tipo di operazione	Importi richiesti	Numero di partecipanti	Importi aggiudicati	Aste a tasso variabile					Durata della operazione (giorni)
					Aste a tasso fisso	Tasso fisso	Tasso minimo di offerta	Tasso massimo di offerta	Tasso marginale ⁵⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2011 14 set.	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
11	Raccolta di depositi a tempo determinato	273.916	153	273.816	-	-	1,50	1,30	1,27	1
12	Raccolta di depositi a tempo determinato	241.578	108	163.000	-	-	1,50	0,98	0,95	7
19	Raccolta di depositi a tempo determinato	263.579	108	165.000	-	-	1,50	0,91	0,89	7
26	Raccolta di depositi a tempo determinato	231.364	87	169.500	-	-	1,50	0,87	0,85	6
1 nov.	Raccolta di depositi a tempo determinato	197.917	71	173.500	-	-	1,50	0,87	0,83	8
8	Raccolta di depositi a tempo determinato	284.108	165	284.043	-	-	1,50	1,30	1,27	1
9	Raccolta di depositi a tempo determinato	214.817	99	183.000	-	-	1,25	0,69	0,64	7
16	Raccolta di depositi a tempo determinato	260.476	100	187.000	-	-	1,25	0,65	0,61	7
23	Raccolta di depositi a tempo determinato	233.094	88	194.500	-	-	1,25	0,63	0,60	7
30	Raccolta di depositi a tempo determinato	194.199	85	194.199	-	-	1,25	1,25	0,62	7
7 dic.	Raccolta di depositi a tempo determinato	246.344	113	207.000	-	-	1,25	1,00	0,65	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 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
ago.	19.095,3	9.688,3	645,8	2.782,6	1.557,4	4.421,3
set.	19.247,9	9.761,9	650,5	2.808,3	1.576,5	4.450,7

2. Assolvimento dell'obbligo di riserva

Periodo di mantenimento terminante nel	Riserve dovute	Conti correnti delle istituzioni creditizie	Riserve in eccesso	Inadempienze	Tasso di remunerazione della riserva obbligatoria
	1	2	3	4	5
2009	210,2	211,4	1,2	0,0	1,00
2010	211,8	212,5	0,7	0,5	1,00
2011 12 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	208,7	2,6	0,0	1,50
8 nov.	206,2	208,9	2,8	0,0	1,50
13 dic.	207,7	.	.	.	.

3. Liquidità

Periodo di mantenimento terminante nel	Fattori di creazione di liquidità					Fattori di assorbimento di liquidità					Conti correnti delle istituzioni creditizie	Base monetaria
	Operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema											
	Attività nette dell'Eurosistema in oro e in valuta estera	Operazioni di rifinanziamento principali	Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Operazioni di rifinanziamento marginale	Altre operazioni di liquidità 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 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
11 ott.	571,0	193,0	373,6	1,5	217,4	168,7	162,9	854,9	50,0	-88,5	208,7	1.232,2
8 nov.	612,1	196,1	387,1	2,8	231,9	204,6	178,0	861,4	57,9	-80,8	208,9	1.274,8

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	1.489,8	19,5	0,7	1.469,7	451,7	368,3	7,5	75,9	-	16,5	556,8	8,5	306,7
2010	3.212,4	1.551,0	18,6	0,9	1.531,5	574,4	463,8	9,6	101,1	-	18,1	684,1	8,5	376,3
2011 2° trim.	3.132,7	1.434,0	17,8	1,0	1.415,2	594,9	468,9	9,9	116,2	-	19,4	688,4	8,6	387,3
3° trim.	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
2011 lug.	3.245,0	1.518,6	17,8	1,0	1.499,9	578,0	464,8	10,2	103,0	-	19,0	727,8	8,7	392,9
ago.	3.551,1	1.713,6	17,8	1,0	1.694,8	628,8	514,8	10,4	103,5	-	18,2	776,9	8,7	404,9
set.	3.928,6	2.043,3	18,0	1,0	2.024,4	659,9	544,3	10,9	104,7	-	17,9	767,4	8,7	431,3
ott. ^(p)	4.013,1	2.122,5	18,0	1,0	2.103,6	667,3	551,9	10,8	104,6	-	18,6	757,7	8,7	438,3
IFM escluso l'Eurosistema														
2009	31.144,2	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	32.199,5	17.763,1	1.221,8	11.026,1	5.515,2	4.938,6	1.524,2	1.528,6	1.885,8	59,9	1.233,1	4.323,4	223,5	3.658,0
2011 2° trim.	31.742,6	17.880,6	1.152,7	11.223,9	5.504,0	4.691,1	1.457,7	1.472,2	1.761,2	61,6	1.251,5	4.295,2	228,9	3.333,7
3° trim.	33.661,5	18.443,8	1.145,8	11.296,6	6.001,4	4.662,1	1.416,1	1.458,2	1.787,8	58,4	1.230,0	4.435,1	230,3	4.601,8
2011 lug.	32.154,8	17.999,0	1.157,2	11.237,7	5.604,1	4.661,6	1.437,6	1.476,9	1.747,0	61,0	1.249,9	4.301,4	229,6	3.652,3
ago.	32.816,3	18.152,3	1.145,0	11.237,9	5.769,5	4.674,6	1.429,9	1.469,2	1.775,5	62,2	1.234,4	4.338,5	229,7	4.124,5
set.	33.661,5	18.443,8	1.145,8	11.296,6	6.001,4	4.662,1	1.416,1	1.458,2	1.787,8	58,4	1.230,0	4.435,1	230,3	4.601,8
ott. ^(p)	33.537,5	18.444,0	1.145,4	11.267,5	6.031,1	4.713,7	1.393,2	1.516,2	1.804,3	55,7	1.226,4	4.278,1	230,8	4.588,8

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	1.196,1	103,6	22,1	1.070,5	-	0,1	319,8	140,2	344,4
2010	3.212,4	863,7	1.394,8	68,0	8,7	1.318,1	-	0,0	428,5	153,8	371,7
2011 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
3° trim.	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
2011 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.	3.551,1	874,5	1.616,6	69,5	8,7	1.538,4	-	0,0	493,7	176,4	389,9
set.	3.928,6	882,1	1.984,0	50,1	6,6	1.927,3	-	0,0	475,8	189,4	397,3
ott. ^(p)	4.013,1	889,2	2.068,0	66,4	10,6	1.991,0	-	0,0	477,1	177,5	401,3
IFM escluso l'Eurosistema											
2009	31.144,2	-	16.469,0	146,0	10.041,4	6.281,6	732,6	4.908,5	1.921,2	4.098,5	3.014,4
2010	32.199,5	-	16.497,6	196,2	10.526,4	5.774,9	612,3	4.845,2	2.045,1	4.220,4	3.978,9
2011 2° trim.	31.742,6	-	16.614,3	266,4	10.655,6	5.692,3	609,7	4.903,1	2.155,7	3.973,4	3.486,5
3° trim.	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,7	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,2	4.033,3	4.785,3
2011 lug.	32.154,8	-	16.706,6	230,9	10.647,5	5.828,2	599,6	4.893,5	2.192,5	3.971,9	3.790,7
ago.	32.816,3	-	16.818,8	187,1	10.711,5	5.920,2	622,7	4.908,7	2.198,4	3.988,7	4.279,0
set.	33.661,5	-	17.079,4	211,4	10.783,7	6.084,4	607,5	4.952,8	2.203,2	4.033,3	4.785,3
ott. ^(p)	33.537,5	-	17.073,9	194,8	10.763,4	6.115,6	594,0	4.921,5	2.203,5	3.953,2	4.791,5

Fonte: BCE.

- 1) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) Consistenze di titoli emessi da residenti nell'area dell'euro. Le consistenze di titoli emessi da non residenti nell'area dell'euro sono incluse nelle attività verso non residenti nell'area dell'euro.
- 3) Una modifica del sistema di registrazione dei prodotti derivati, adottata da uno Stato membro a dicembre 2010, ha determinato un aumento di questa posizione.
- 4) Consistenze detenute da residenti nell'area dell'euro.
- 5) Le consistenze di titoli con scadenza fino a due anni e detenute da non residenti dell'area dell'euro sono incluse nelle passività verso non residenti nell'area dell'euro.

2.2 Bilancio consolidato delle IFM dell'area dell'euro ¹⁾
(miliardi di euro; dati di fine periodo per le consistenze; transazioni nel periodo)

1. Attività

	Totale	Prestiti a residenti nell'area dell'euro			Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro			Azioni e altri titoli di capitale emessi da residenti nell'area dell'euro	Attività verso non residenti nell'area dell'euro	Capitale fisso	Altre attività ²⁾
		Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti	Totale	Amministrazioni pubbliche	Altri residenti				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze											
2009	23.848,2	11.805,7	1.021,1	10.784,6	3.355,9	1.850,4	1.505,5	812,6	4.809,2	229,1	2.835,6
2010	25.812,0	12.267,4	1.240,4	11.027,0	3.526,2	1.988,0	1.538,2	799,9	5.007,5	232,0	3.979,1
2011 2° trim.	25.483,1	12.395,4	1.170,5	11.224,9	3.408,6	1.926,6	1.482,1	788,8	4.983,6	237,5	3.669,1
3° trim.	27.067,0	12.461,4	1.163,8	11.297,5	3.429,5	1.960,4	1.469,1	752,4	5.202,4	239,0	4.982,3
2011 lug.	25.845,6	12.413,6	1.175,0	11.238,6	3.389,5	1.902,5	1.487,1	781,9	5.029,2	238,3	3.993,0
ago.	26.423,5	12.401,5	1.162,7	11.238,8	3.424,4	1.944,7	1.479,7	765,3	5.115,5	238,4	4.478,4
set.	27.067,0	12.461,4	1.163,8	11.297,5	3.429,5	1.960,4	1.469,1	752,4	5.202,4	239,0	4.982,3
ott. ^(p)	26.906,3	12.431,9	1.163,3	11.268,5	3.472,1	1.945,1	1.527,0	751,7	5.035,8	239,5	4.975,4
Transazioni											
2009	-635,0	15,8	29,4	-13,5	364,5	269,5	95,0	12,3	-465,1	7,8	-571,2
2010	600,1	412,9	206,4	206,5	142,6	144,7	-2,1	5,7	-109,2	2,4	145,5
2011 2° trim.	175,3	67,0	-37,2	104,2	29,0	50,5	-21,6	-3,1	36,0	1,9	44,5
3° trim.	1.394,2	46,6	-6,9	53,5	30,3	37,2	-6,9	-23,2	34,2	1,6	1.304,7
2011 lug.	266,9	6,8	4,1	2,7	-9,9	-15,7	5,8	-2,4	-37,5	0,8	309,1
ago.	559,8	-12,2	-14,0	1,7	27,9	31,7	-3,8	-8,8	69,8	0,1	482,9
set.	567,4	52,0	3,0	49,0	12,3	21,2	-8,9	-12,0	1,8	0,6	512,6
ott. ^(p)	-78,5	1,2	-0,4	1,6	36,5	-2,9	39,4	-3,6	-105,9	0,5	-7,0

2. Passività

	Totale	Banconote e monete in circolazione	Depositi delle amministrazioni centrali	Depositi di altre amministrazioni pubbliche/altri residenti nell'area dell'euro	Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari 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	23.848,2	769,9	249,6	10.063,5	647,5	2.752,9	1.801,0	4.238,8	3.358,8	-33,7
2010	25.812,0	808,6	264,2	10.535,1	552,4	2.858,3	2.022,3	4.374,2	4.350,6	46,3
2011 2° trim.	25.483,1	819,7	339,0	10.666,8	548,1	3.025,7	2.085,7	4.130,8	3.857,8	9,4
3° trim.	27.067,0	831,2	261,5	10.790,2	549,1	3.060,3	2.183,6	4.222,7	5.182,6	-14,0
2011 lug.	25.845,6	828,2	317,0	10.655,7	538,7	3.043,5	2.150,4	4.145,9	4.172,2	-5,9
ago.	26.423,5	823,4	256,6	10.720,2	560,4	3.029,7	2.204,8	4.165,1	4.668,9	-5,6
set.	27.067,0	831,2	261,5	10.790,2	549,1	3.060,3	2.183,6	4.222,7	5.182,6	-14,0
ott. ^(p)	26.906,3	837,5	261,2	10.774,0	538,3	3.012,5	2.187,3	4.130,6	5.192,8	-28,0
Transazioni										
2009	-635,0	45,8	-4,2	286,0	-12,5	-56,4	131,2	-590,3	-490,5	55,8
2010	600,1	38,6	11,8	331,5	-98,2	42,5	96,4	-27,3	152,2	52,7
2011 2° trim.	175,3	21,3	42,6	121,9	-19,7	33,5	29,1	-20,5	-2,4	-30,6
3° trim.	1.394,2	11,5	-77,5	104,8	3,9	-3,0	46,2	-12,1	1.343,4	-23,0
2011 lug.	266,9	8,5	-22,0	-15,5	-7,0	0,7	36,3	-20,5	305,1	-18,8
ago.	559,8	-4,7	-60,4	62,3	21,9	-5,8	10,4	43,9	491,6	0,7
set.	567,4	7,7	4,9	58,0	-11,1	2,1	-0,5	-35,6	546,7	-4,9
ott. ^(p)	-78,5	6,3	-0,2	-6,6	-10,7	-28,7	4,0	-37,9	12,6	-17,2

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	3.270,4	13.365,0	11.033,5	-	615,1				
2011 2° trim.	4.715,7	3.783,6	8.499,3	1.166,5	9.665,9	-	7.544,0	3.061,4	13.463,7	11.193,6	-	853,5				
3° trim.	4.780,3	3.824,5	8.604,8	1.242,4	9.847,2	-	7.708,8	3.121,0	13.516,8	11.279,8	-	973,6				
2011 lug.	4.730,0	3.793,2	8.523,2	1.167,5	9.690,7	-	7.619,1	3.064,2	13.491,0	11.213,8	-	891,8				
ago.	4.779,5	3.803,4	8.582,9	1.223,2	9.806,1	-	7.685,4	3.112,6	13.518,9	11.259,5	-	949,9				
set.	4.780,3	3.824,5	8.604,8	1.242,4	9.847,2	-	7.708,8	3.121,0	13.516,8	11.279,8	-	973,6				
ott. ^(p)	4.770,1	3.810,4	8.580,4	1.199,9	9.780,4	-	7.711,0	3.105,9	13.576,2	11.284,7	-	893,7				
Transazioni																
2009	488,7	-368,0	120,7	-160,4	-39,6	-	410,8	306,9	90,1	-14,6	31,2	124,8				
2010	194,0	-12,2	181,9	-24,0	157,9	-	248,9	355,2	206,9	204,8	261,7	-81,8				
2011 2° trim.	9,1	32,9	42,0	13,9	55,9	-	73,3	-25,8	23,7	60,8	68,0	46,7				
3° trim.	57,1	35,5	92,6	82,8	175,4	-	65,9	62,6	53,4	67,0	77,8	39,6				
2011 lug.	11,9	8,0	19,9	5,3	25,2	-	27,4	10,7	21,6	9,2	20,3	-9,2				
ago.	50,9	10,4	61,3	55,5	116,8	-	26,9	36,2	41,1	47,3	49,5	17,1				
set.	-5,7	17,0	11,4	22,1	33,4	-	11,6	15,7	-9,3	10,5	8,1	31,7				
ott. ^(p)	-7,2	-9,9	-17,1	-41,8	-58,9	-	23,1	-2,6	68,6	35,6	64,5	-73,4				
Variazioni percentuali																
2009	12,2	-9,0	1,5	-11,9	-0,4	-0,2	6,5	11,8	0,7	-0,1	0,3	124,8				
2010	4,3	-0,3	2,2	-2,1	1,7	1,8	3,6	12,1	1,6	1,9	2,4	-81,8				
2011 2° trim.	1,3	3,7	2,3	-1,0	2,0	2,1	4,4	4,7	2,1	2,5	2,7	137,8				
3° trim.	2,0	3,1	2,5	6,8	3,0	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	208,5				
2011 lug.	1,0	3,7	2,2	1,1	2,0	2,3	4,4	4,9	1,8	2,4	2,6	150,6				
ago.	1,7	3,2	2,4	5,4	2,8	2,6	4,4	5,4	1,7	2,5	2,7	180,4				
set.	2,0	3,1	2,5	6,8	3,0	2,8	4,2	5,6	1,5	2,5	2,7	208,5				
ott. ^(p)	1,7	2,2	2,0	7,8	2,6	.	4,2	-0,5	2,1	2,7	3,0	224,1				

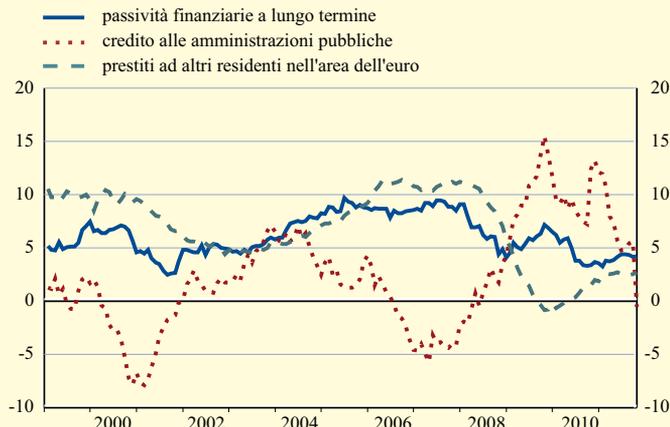
F1 Aggregati monetari ¹⁾

(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⁾

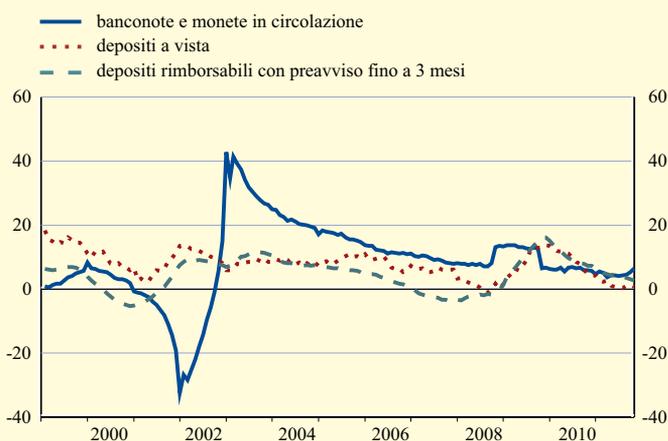
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati destagionalizzati; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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	2.005,4
2011 2° trim.	815,4	3.900,3	1.845,4	1.938,2	441,2	550,6	174,8	2.845,2	119,7	2.493,8	2.085,2
3° trim.	832,3	3.948,0	1.865,5	1.959,0	508,8	552,6	181,1	2.878,6	119,4	2.529,5	2.181,3
2011 lug.	816,3	3.913,7	1.848,7	1.944,5	455,6	534,9	177,0	2.855,2	120,0	2.496,2	2.147,7
ago.	825,4	3.954,0	1.849,6	1.953,9	499,8	549,7	173,8	2.849,0	119,9	2.509,8	2.206,7
set.	832,3	3.948,0	1.865,5	1.959,0	508,8	552,6	181,1	2.878,6	119,4	2.529,5	2.181,3
ott. ^(p)	843,3	3.926,8	1.847,0	1.963,4	487,0	543,4	169,5	2.840,6	118,6	2.567,1	2.184,7
Transazioni											
2009	44,3	444,4	-605,2	237,2	-12,6	-13,1	-134,7	78,6	9,0	194,0	129,2
2010	36,0	158,0	-125,1	113,0	95,3	-101,2	-18,1	61,9	-14,1	108,2	92,9
2011 2° trim.	12,7	-3,6	18,9	14,0	31,4	-17,5	-0,1	30,9	0,0	16,7	25,7
3° trim.	16,9	40,2	14,8	20,7	74,6	4,9	3,3	-1,1	-0,4	23,0	44,4
2011 lug.	0,9	11,0	1,8	6,3	19,1	-13,3	-0,6	-4,3	0,3	-2,7	34,1
ago.	9,1	41,7	1,1	9,4	44,3	15,0	-3,8	2,4	-0,1	9,6	15,0
set.	6,9	-12,6	12,0	5,0	11,2	3,2	7,7	0,8	-0,5	16,0	-4,7
ott. ^(p)	11,0	-18,1	-14,9	4,9	-21,4	-9,2	-11,2	-19,3	-0,7	39,6	3,6
Variazioni percentuali											
2009	6,2	13,5	-24,2	15,1	-3,5	-1,9	-50,4	3,0	7,3	9,7	7,9
2010	4,8	4,2	-6,6	6,3	28,3	-15,1	-13,4	2,3	-10,7	4,7	5,0
2011 2° trim.	4,1	0,7	3,1	4,3	13,9	-12,4	8,3	4,6	-6,3	4,5	4,7
3° trim.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,0	-9,5	10,5	3,6	-2,4	3,1	6,7
2011 lug.	4,3	0,3	3,5	3,9	19,9	-12,2	6,9	4,4	-4,6	3,1	6,6
ago.	4,5	1,2	2,9	3,5	31,2	-10,5	5,1	4,4	-3,9	2,8	6,8
set.	5,3	1,4	3,2	3,0	31,0	-9,5	10,5	3,6	-2,4	3,1	6,7
ott. ^(p)	6,5	0,8	1,8	2,7	34,9	-8,9	8,3	2,5	-1,1	4,5	6,6

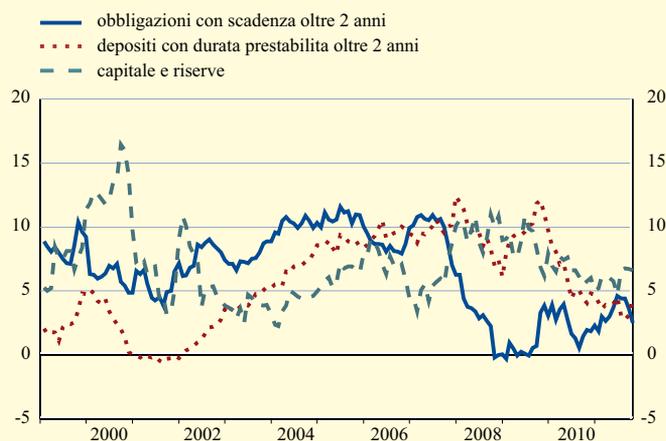
F3 Componenti degli aggregati monetari ¹⁾

(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 2° trim.	88,8	1.116,5	4.729,2	-	1.175,8	867,3	2.686,1	5.259,1	-	629,4	3.796,5	833,2
3° trim.	97,0	1.152,2	4.761,1	-	1.178,2	870,3	2.712,6	5.269,4	-	627,6	3.806,3	835,6
2011 lug.	91,0	1.139,0	4.729,7	-	1.168,3	865,9	2.695,5	5.254,1	-	626,2	3.793,7	834,3
ago.	99,1	1.161,5	4.735,2	-	1.168,5	867,8	2.699,0	5.263,7	-	629,8	3.798,2	835,7
set.	97,0	1.152,2	4.761,1	-	1.178,2	870,3	2.712,6	5.269,4	-	627,6	3.806,3	835,6
ott. ^(p)	94,1	1.198,9	4.761,0	-	1.180,7	868,2	2.712,1	5.230,8	-	626,9	3.768,8	835,0
Transazioni												
2009	-13,6	40,9	-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 2° trim.	1,0	2,2	27,0	29,6	30,9	-17,2	13,3	30,6	34,4	-7,1	29,2	8,5
3° trim.	8,1	28,6	24,2	25,0	-0,8	1,3	23,7	6,2	16,7	-3,2	7,9	1,5
2011 lug.	2,1	19,4	-4,1	-3,4	-9,2	-2,0	7,1	-8,4	2,3	-3,4	-5,5	0,6
ago.	8,1	21,8	9,7	9,9	1,6	1,2	6,9	7,7	9,7	1,0	5,7	1,0
set.	-2,1	-12,6	18,5	18,5	6,8	2,1	9,6	6,8	4,7	-0,8	7,7	-0,1
ott. ^(p)	-2,9	48,7	7,3	9,0	4,8	0,0	2,5	-17,6	9,9	-0,5	-17,6	0,4
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	4,8	0,0	1,0	-3,1	-2,8	2,4	2,9	3,1	-1,2	3,8	2,7
2011 2° trim.	5,7	3,4	1,4	2,3	4,3	-3,7	2,0	3,3	3,0	-1,8	4,4	2,5
3° trim.	9,7	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
2011 lug.	3,8	3,5	1,5	2,2	4,1	-3,5	2,1	3,0	2,8	-2,0	4,0	2,6
ago.	9,8	4,5	1,5	2,1	4,0	-3,5	2,0	2,9	2,7	-2,0	3,9	2,3
set.	9,7	4,5	1,6	2,2	4,0	-3,7	2,4	2,9	2,6	-1,9	3,9	2,3
ott. ^(p)	6,1	8,7	1,9	2,3	4,6	-3,2	2,4	2,2	2,5	-1,9	3,0	2,2

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



F6 Prestiti alle famiglie ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)



Fonte: BCE.

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

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

3) 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	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 Pronti contro termine con controparti centrali	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 2° trim.	91,1	71,2	5,6	14,2	1.129,3	153,1	601,4	203,6	324,3	4.737,3	1.185,1	868,6	2.683,7
3° trim.	98,3	78,8	5,2	14,2	1.167,9	178,1	631,2	207,4	329,3	4.755,0	1.176,6	870,6	2.707,7
2011 ago.	99,7	80,1	5,3	14,2	1.152,7	174,9	618,6	206,5	327,6	4.721,5	1.156,4	866,9	2.698,2
set.	98,3	78,8	5,2	14,2	1.167,9	178,1	631,2	207,4	329,3	4.755,0	1.176,6	870,6	2.707,7
ott. ^(p)	95,6	76,6	5,2	13,8	1.186,9	212,0	648,2	206,4	332,4	4.751,2	1.174,3	868,5	2.708,4
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 2° trim.	4,2	4,6	-0,1	-0,3	16,1	15,6	14,9	-5,0	6,2	36,0	39,2	-16,0	12,8
3° trim.	7,1	7,5	-0,4	0,0	31,4	25,1	26,7	1,5	3,3	10,0	-11,5	0,3	21,2
2011 ago.	6,1	6,5	-0,4	0,0	10,7	15,7	9,3	0,6	0,7	-14,9	-16,4	-1,4	2,9
set.	-1,5	-1,3	-0,1	0,0	11,8	3,3	10,8	0,4	0,7	26,2	17,4	3,3	5,5
ott. ^(p)	-2,7	-2,2	0,0	-0,4	21,1	33,9	18,6	-0,4	2,9	3,6	0,0	-0,1	3,7
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 2° trim.	5,7	11,1	3,3	-15,9	3,5	21,2	2,6	-3,2	10,1	1,4	4,2	-3,7	2,0
3° trim.	9,9	15,2	-6,6	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
2011 ago.	9,9	16,1	9,8	-16,5	4,5	20,4	6,2	-2,5	6,1	1,5	4,1	-3,5	2,1
set.	9,9	15,2	-6,6	-8,1	4,5	20,1	6,4	-4,5	7,1	1,6	4,1	-3,7	2,3
ott. ^(p)	6,1	11,7	-6,5	-14,2	8,5	58,4	14,2	-4,4	7,0	1,9	4,6	-3,2	2,4

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	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 Imprese individuali	12	13	14
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 2° trim.	5.266,2	633,0	141,9	185,3	305,7	3.794,7	14,6	55,2	3.724,9	838,6	404,2	152,1	87,0	599,4
3° trim.	5.275,3	629,7	138,6	186,3	304,8	3.810,3	14,5	56,7	3.739,1	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
2011 ago.	5.264,0	630,7	141,0	185,5	304,3	3.799,4	14,7	56,1	3.728,6	833,9	405,8	145,5	88,1	600,4
set.	5.275,3	629,7	138,6	186,3	304,8	3.810,3	14,5	56,7	3.739,1	835,4	409,7	147,5	87,9	600,0
ott. ^(p)	5.233,8	629,3	138,8	185,2	305,3	3.771,7	14,4	56,5	3.700,7	832,8	407,4	145,9	87,5	599,4
Transazioni														
2010	147,5	-7,6	-4,8	-8,8	5,9	134,2	-0,6	-3,7	138,6	20,9	-	-6,9	-4,5	32,3
2011 2° trim.	47,7	-0,3	2,5	-2,0	-0,8	33,0	0,5	1,1	31,4	15,0	1,7	5,1	0,2	9,8
3° trim.	4,9	-4,7	-2,4	-0,8	-1,4	13,7	-0,1	1,3	12,6	-4,1	-1,3	-5,9	-0,8	2,6
2011 ago.	-0,1	-1,5	0,8	-0,9	-1,4	1,7	0,0	0,4	1,3	-0,4	0,0	0,0	-0,6	0,3
set.	12,4	0,4	-1,6	1,0	0,9	10,5	-0,2	0,3	10,4	1,5	-0,2	1,4	-0,2	0,2
ott. ^(p)	-20,5	-0,1	0,1	-0,6	0,4	-18,7	-0,1	0,2	-18,8	-1,6	-2,2	-1,4	-0,2	0,0
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 2° trim.	3,3	-1,8	-2,6	-5,0	0,6	4,4	0,0	2,6	4,4	2,5	0,4	0,6	-3,3	3,9
3° trim.	2,9	-1,9	-2,1	-3,6	-0,8	3,9	-2,5	0,6	4,0	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
2011 ago.	2,9	-2,0	-1,9	-5,3	-0,1	3,9	-1,6	2,7	3,9	2,3	-0,5	0,2	-3,8	3,7
set.	2,9	-1,9	-2,1	-3,6	-0,8	3,9	-2,5	0,6	4,0	2,3	0,0	-0,1	-3,7	3,8
ott. ^(p)	2,2	-1,9	-2,0	-3,8	-0,6	3,0	-2,4	0,4	3,0	2,1	-0,2	0,8	-3,2	3,3

Fonte: BCE.

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

2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori 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)

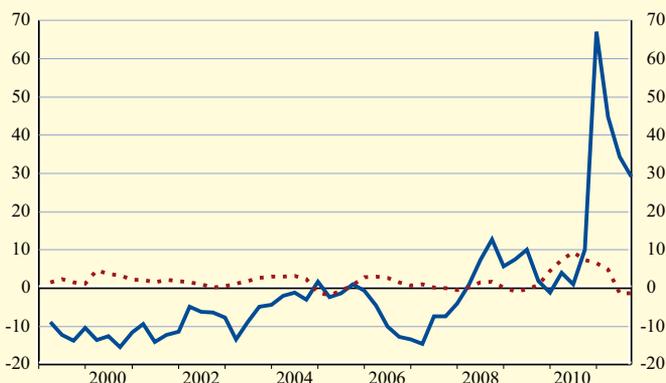
4. Prestiti alle amministrazioni pubbliche e ai non residenti nell'area dell'euro

	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										
2009	1.001,7	229,3	209,8	528,8	33,8	2.821,7	1.914,9	906,8	46,2	860,7
2010	1.221,8	397,5	225,2	553,0	46,1	2.963,0	2.010,9	952,1	49,5	902,6
2010 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.	1.152,7	346,4	223,4	555,9	27,0	3.006,5	2.012,0	994,5	60,1	934,4
3° trim. ^(p)	1.145,8	343,5	224,0	553,7	24,7	3.157,5	2.134,8	1.022,7	62,7	960,0
Transazioni										
2009	30,5	-2,7	0,1	21,6	11,5	-384,7	-345,6	-38,9	-1,4	-37,5
2010	207,2	156,3	14,9	24,1	11,9	5,4	10,1	-5,0	0,5	-5,5
2010 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.	-36,5	-13,0	-6,5	-2,1	-14,9	44,6	21,6	23,0	6,1	16,9
3° trim. ^(p)	-7,1	-3,4	0,6	-3,7	-2,6	68,2	62,1	5,9	1,4	4,5
Variazioni percentuali										
2009	3,1	-1,2	0,1	4,2	51,9	-11,7	-15,1	-4,1	-3,0	-4,2
2010	20,6	67,1	7,1	4,6	35,1	0,5	0,6	-0,4	0,4	-0,5
2010 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	-0,7	2,2	16,0	1,5
2° trim.	7,1	34,4	-1,1	1,4	-38,6	2,6	0,2	7,0	30,9	5,8
3° trim. ^(p)	6,2	29,1	0,0	1,5	-43,8	5,2	4,0	7,4	24,7	6,4

F7 Prestiti alle amministrazioni pubbliche ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

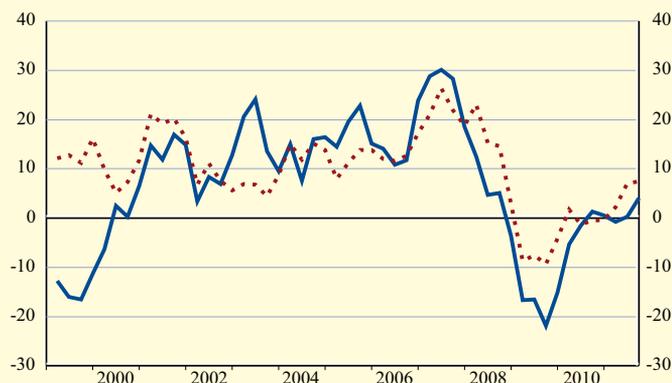
— amministrazioni centrali
 altre amministrazioni pubbliche



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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati non destagionalizzati)

— banche non residenti
 operatori non bancari non residenti



Fonte: BCE.

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

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

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

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

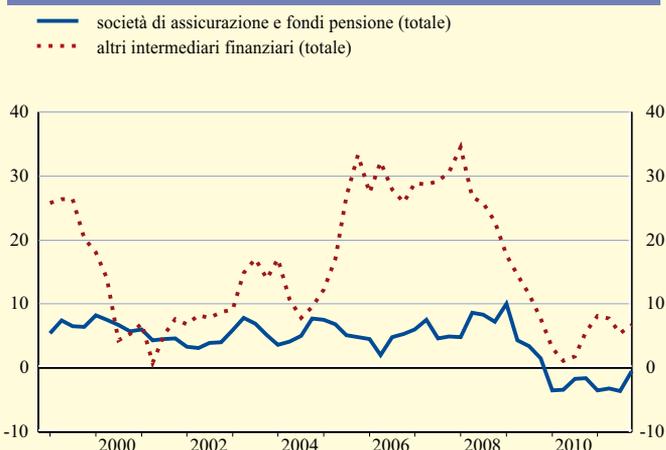
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

1. Depositi degli intermediari finanziari

	Società di assicurazione e fondi pensione							Altri intermediari finanziari							
	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	2.168,3	358,3	305,9	1.132,6	10,7	0,5	360,3	255,0
2011 2° trim.	703,4	84,6	72,1	524,0	3,2	0,2	19,3	2.216,9	369,7	297,2	1.152,4	12,5	0,3	384,8	290,8
3° trim.	721,6	88,4	88,6	520,2	3,6	0,2	20,6	2.309,3	382,4	305,2	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
2011 lug.	707,6	82,8	75,4	523,4	3,7	0,2	22,1	2.193,2	359,9	301,5	1.148,3	11,6	0,3	371,7	282,3
ago.	718,0	87,0	82,6	523,3	3,7	0,2	21,1	2.256,8	370,3	305,4	1.151,9	11,7	0,5	417,0	315,0
set.	721,6	88,4	88,6	520,2	3,6	0,2	20,6	2.309,3	382,4	305,2	1.167,4	11,4	0,5	442,4	338,7
ott. ^(p)	724,1	93,2	87,9	520,3	3,8	0,2	18,7	2.294,5	382,3	292,8	1.186,0	10,9	0,4	422,0	324,6
Transazioni															
2009	-26,8	-1,0	-30,4	6,3	1,1	-0,1	-2,7	55,4	5,5	-93,6	85,8	3,7	0,0	54,0	-
2010	-26,5	-3,4	-8,2	-16,6	0,2	0,0	1,6	156,7	45,1	-37,8	52,8	-8,0	0,4	104,2	-
2011 2° trim.	-2,6	1,7	-3,2	-2,7	0,3	0,0	1,3	39,4	-1,8	-6,8	3,0	0,7	-0,3	44,6	50,1
3° trim.	17,5	3,3	16,4	-3,9	0,4	0,0	1,3	86,1	10,2	4,7	7,3	-1,1	0,2	64,7	48,6
2011 lug.	4,0	-1,9	3,3	-0,6	0,5	0,0	2,8	-25,5	-10,8	3,6	-9,1	-0,9	0,0	-8,3	-8,6
ago.	10,3	4,3	7,1	0,0	0,0	0,0	-1,0	65,6	11,1	4,3	4,4	0,2	0,2	45,4	32,8
set.	3,1	0,9	6,0	-3,3	0,0	0,0	-0,5	46,0	10,0	-3,2	12,0	-0,4	0,0	27,6	24,3
ott. ^(p)	4,7	4,9	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,2	-9,4	1,1	-10,4	20,6	-0,5	0,0	-20,2	-14,0
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	14,4	-11,2	4,9	-48,5	-	-41,1	-
2011 2° trim.	-3,7	-5,7	-10,6	-2,2	26,4	-	-6,6	5,4	1,2	1,3	4,7	5,4	-	-15,8	33,0
3° trim.	-0,5	4,2	3,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,7	1,5	-1,5	2,6	2,8	-	-33,8	47,4
2011 lug.	-3,0	-7,4	-10,0	-2,2	41,0	-	25,5	3,9	0,1	-0,8	1,7	-0,8	-	-19,9	34,7
ago.	-1,3	2,3	-5,9	-1,9	38,3	-	17,4	6,0	1,7	-1,5	1,6	5,0	-	-33,9	43,5
set.	-0,5	4,2	3,6	-2,3	28,7	-	8,1	6,7	1,5	-1,5	2,6	2,8	-	-33,8	47,4
ott. ^(p)	0,9	10,2	7,0	-1,7	37,2	-	2,1	7,6	3,5	-9,8	5,2	-3,0	-	-39,3	58,5

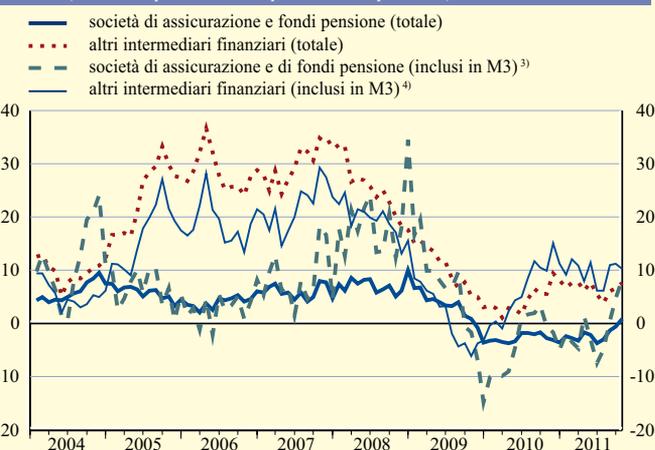
F9 Depositi totali per settore ²⁾

(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)

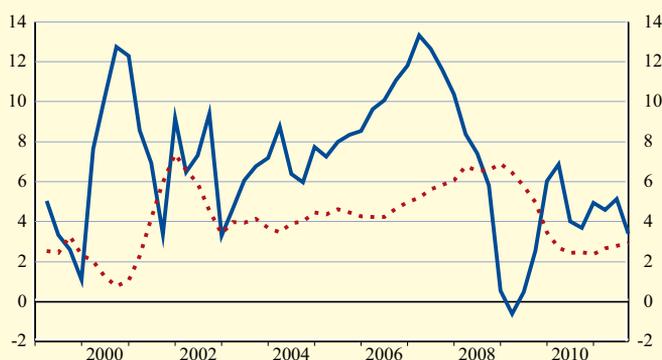
2. Depositi di società non finanziarie e famiglie

	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	1.670,7	1.034,1	457,8	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 2° trim.	1.657,4	1.011,4	455,9	94,8	77,3	2,0	15,8	5.822,9	2.257,9	904,8	701,2	1.816,1	109,4	33,5
3° trim.	1.663,9	997,5	473,1	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,1	922,2	709,7	1.820,6	109,0	33,9
2011 lug.	1.654,6	1.002,1	459,9	95,5	76,5	2,0	18,7	5.845,1	2.261,6	913,9	705,1	1.819,8	109,5	35,3
ago.	1.654,0	994,1	466,2	95,1	77,4	1,7	19,5	5.830,5	2.236,0	918,9	707,0	1.824,2	109,4	35,1
set.	1.663,9	997,5	473,1	96,7	76,5	1,7	18,5	5.835,4	2.240,1	922,2	709,7	1.820,6	109,0	33,9
ott. ^(p)	1.664,5	998,5	472,4	97,6	74,5	2,0	19,6	5.834,3	2.234,9	926,0	712,2	1.820,1	108,8	32,3
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	78,1	40,3	23,2	9,0	7,8	-0,2	-2,1	133,0	81,7	-98,8	58,7	113,6	-14,6	-7,5
2011 2° trim.	11,7	12,4	-5,5	4,0	-0,9	0,0	1,5	55,9	35,2	-2,1	18,8	2,7	-0,9	2,1
3° trim.	3,2	-17,1	17,2	1,8	-0,9	-0,4	2,6	4,6	-18,9	15,5	3,7	4,4	-0,4	0,4
2011 lug.	-4,3	-10,4	3,5	0,6	-0,8	-0,1	2,8	21,5	3,3	8,7	3,9	3,7	0,1	1,8
ago.	0,4	-7,3	6,6	-0,4	0,9	-0,3	0,9	-19,6	-25,5	4,6	-2,9	4,4	-0,1	-0,2
set.	7,1	0,6	7,1	1,5	-0,9	-0,1	-1,0	2,8	3,3	2,2	2,7	-3,8	-0,4	-1,2
ott. ^(p)	3,2	2,5	0,2	1,0	-1,9	0,3	1,1	0,1	-5,1	4,4	2,4	0,1	-0,1	-1,6
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	5,3	11,2	11,4	-10,0	-12,8	2,4	3,8	-9,9	9,7	6,8	-11,8	-20,2
2011 2° trim.	5,1	1,6	11,6	16,7	2,3	-1,4	6,1	2,8	1,3	-0,1	8,4	4,6	-6,4	10,2
3° trim.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,8	31,4	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
2011 lug.	4,7	1,7	9,7	14,8	-0,2	-5,0	34,8	2,9	1,0	1,4	8,4	4,2	-4,6	12,1
ago.	3,8	0,9	8,4	13,8	-1,7	-16,0	37,5	2,8	1,1	1,9	7,4	3,8	-3,2	10,2
set.	3,2	0,3	8,3	12,0	-2,5	-19,8	31,4	2,9	1,5	2,4	7,5	3,4	-1,7	8,0
ott. ^(p)	2,6	0,7	4,8	13,1	-4,4	-3,3	44,8	2,5	0,6	2,7	7,4	3,2	-0,6	4,8

F11 Depositi totali per settore ²⁾

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

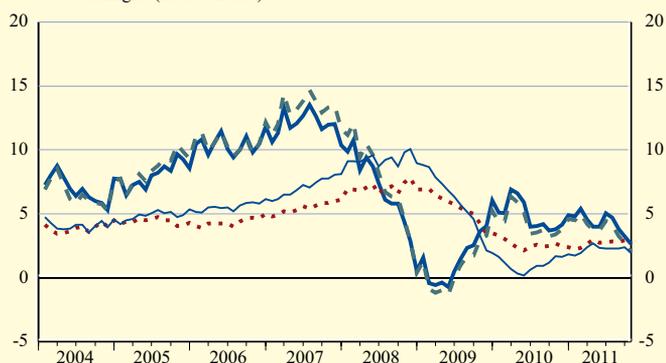
— società non finanziarie (totale)
 famiglie (totale)



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)}

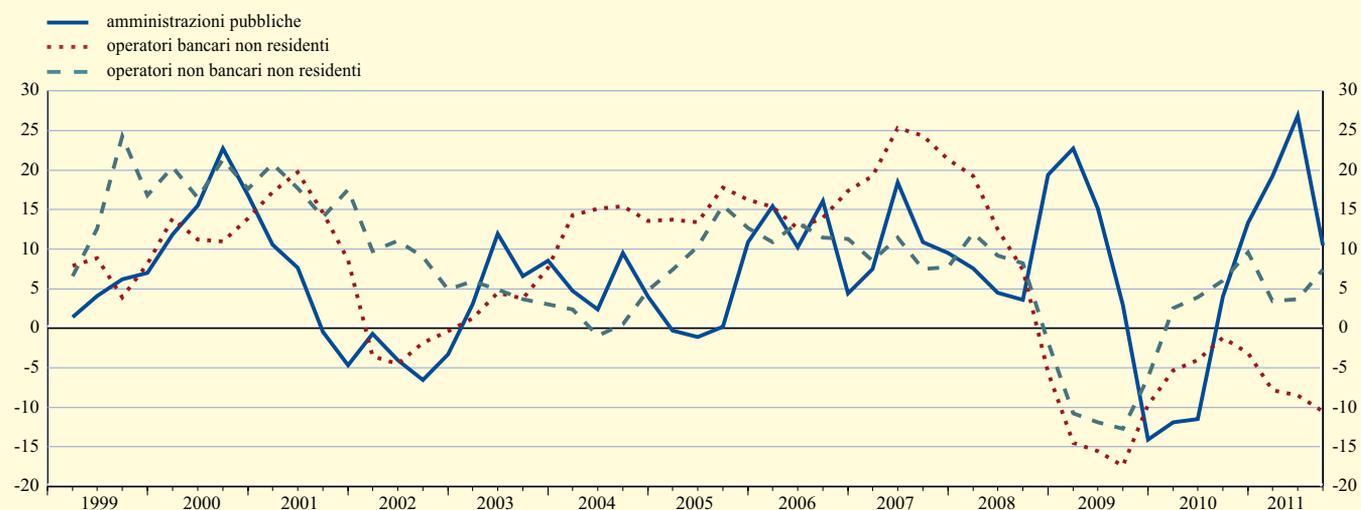
(miliardi di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente; dati di fine periodo per le consistenze e le variazioni percentuali; transazioni nel periodo)

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

	Amministrazioni pubbliche					Non residenti nell'area dell'euro				
	Totale	Ammini- strazioni centrali	Altre amministrazioni pubbliche			Totale	Banche ³⁾	Operatori non bancari		
			Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previdenza			Totale	Ammini- strazioni pubbliche	Altri
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Consistenze										
2009	374,9	146,0	43,4	114,3	71,2	3.369,4	2.532,8	836,7	56,7	780,0
2010	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2010 4° trim.	427,6	196,2	47,7	109,6	74,1	3.488,8	2.492,0	996,9	45,9	950,9
2011 1° trim.	475,6	235,8	52,3	108,7	78,8	3.314,1	2.346,8	967,4	41,4	926,0
2° trim.	521,5	266,4	55,0	112,6	87,5	3.280,6	2.295,8	984,8	47,7	937,1
3° trim. ^(p)	464,8	211,4	54,3	111,4	87,8	3.346,4	2.298,8	1.047,6	50,0	997,6
Transazioni										
2009	-62,8	-36,2	-8,7	-2,5	-15,0	-330,6	-275,3	-55,3	-4,5	-50,8
2010	50,0	47,4	4,3	-4,9	2,9	0,2	-82,4	82,6	7,5	75,1
2010 4° trim.	5,4	19,3	-11,0	-2,3	-0,5	-102,5	-107,6	5,1	-2,7	7,8
2011 1° trim.	50,4	43,4	4,7	-2,4	4,7	-77,6	-73,5	-4,1	-3,6	-0,5
2° trim.	45,7	30,9	2,7	3,9	8,2	-19,6	-42,0	22,4	6,4	16,0
3° trim. ^(p)	-56,9	-55,1	-1,0	-1,2	0,2	0,6	-47,0	47,5	1,4	46,2
Variazioni percentuali										
2009	-14,1	-18,9	-16,7	-2,1	-17,4	-8,7	-9,8	-6,2	-7,0	-6,1
2010	13,3	32,2	9,9	-4,3	4,1	0,3	-3,2	9,6	12,7	9,3
2010 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.	26,8	61,3	1,2	-2,5	14,0	-5,1	-8,5	3,6	5,0	3,6
3° trim. ^(p)	10,5	21,6	-7,8	-1,8	17,0	-5,5	-10,5	7,4	3,4	7,6

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.

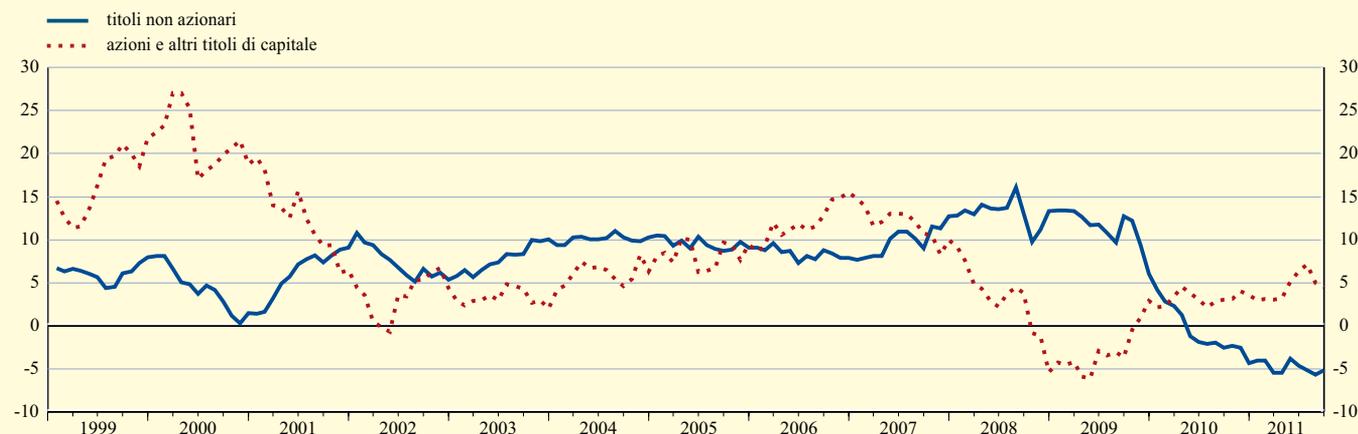
2.6 Scomposizione delle disponibilità in titoli delle IFM ^{1), 2)}

(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	801,0	280,2
2010	5.993,1	1.778,4	107,4	1.507,8	16,4	1.500,8	27,8	1.054,5	1.535,9	445,3	787,8	302,8
2011 2° trim.	5.663,5	1.670,5	90,7	1.437,0	20,7	1.448,1	24,1	972,4	1.563,8	476,0	775,5	312,3
3° trim.	5.635,1	1.706,9	80,9	1.393,8	22,3	1.433,2	25,0	973,0	1.530,5	489,3	740,6	300,5
2011 lug.	5.629,4	1.657,4	89,6	1.417,1	20,6	1.452,0	24,9	967,9	1.562,3	480,9	769,0	312,3
ago.	5.611,4	1.690,2	85,2	1.406,2	23,8	1.442,1	27,1	936,8	1.535,3	481,2	753,2	300,9
set.	5.635,1	1.706,9	80,9	1.393,8	22,3	1.433,2	25,0	973,0	1.530,5	489,3	740,6	300,5
ott. ^(p)	5.652,6	1.711,3	93,0	1.371,4	21,8	1.491,2	24,9	938,9	1.522,5	487,1	739,3	296,1
Transazioni												
2009	354,7	83,5	16,6	231,0	-3,2	103,0	-12,0	-64,2	42,9	29,1	11,6	2,3
2010	-268,5	-167,1	-7,2	42,8	-2,1	10,2	-14,6	-130,5	54,4	28,2	5,2	20,9
2011 2° trim.	-29,3	-32,9	6,2	45,5	1,0	-18,1	-3,7	-27,3	45,2	36,8	-3,2	11,7
3° trim.	-49,0	36,1	-11,7	-43,4	0,3	-7,3	-0,5	-22,5	-14,1	17,2	-23,2	-8,1
2011 lug.	-35,0	-13,6	-0,5	-14,0	-0,7	5,6	0,0	-11,8	4,3	6,4	-2,4	0,3
ago.	-13,0	32,7	-3,4	-18,8	3,5	-6,8	2,8	-23,1	-16,0	1,9	-8,8	-9,2
set.	-1,0	17,0	-7,8	-10,7	-2,5	-6,0	-3,3	12,3	-2,4	8,8	-12,0	0,8
ott. ^(p)	19,1	2,6	14,3	-15,8	0,2	38,8	0,6	-21,6	-10,1	-2,2	-3,6	-4,3
Variazioni percentuali												
2009	6,0	4,4	17,6	18,7	-16,0	7,6	-23,2	-5,3	2,9	7,0	1,5	0,8
2010	-4,3	-8,5	-5,7	2,9	-11,5	0,7	-35,0	-11,0	3,6	6,5	0,6	7,5
2011 2° trim.	-4,6	-9,2	7,4	1,2	22,9	-1,9	1,9	-9,5	5,1	9,9	3,2	3,0
3° trim.	-5,1	-4,9	-6,6	-1,0	24,8	-4,4	-16,8	-11,9	3,6	13,4	-1,0	1,0
2011 lug.	-5,2	-8,9	12,9	0,4	24,3	-3,6	0,5	-10,9	6,0	11,9	3,2	4,3
ago.	-5,6	-7,1	-0,9	-0,2	48,5	-4,1	13,5	-14,2	4,0	11,4	0,6	1,7
set.	-5,1	-4,9	-6,6	-1,0	24,8	-4,4	-16,8	-11,9	3,6	13,4	-1,0	1,0
ott. ^(p)	-4,6	-2,2	6,0	-8,3	49,3	-0,3	-6,2	-10,6	2,5	12,6	-2,1	-0,6

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	-	-	-	-	-	-	11.785,6	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 2° trim.	5.504,0	-	-	-	-	-	-	12.376,6	96,2	3,8	1,8	0,2	1,1	0,4
3° trim.	6.001,4	-	-	-	-	-	-	12.442,4	96,1	3,9	1,9	0,3	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 2° trim.	2.012,0	45,4	54,6	31,8	2,7	3,2	10,0	994,5	41,4	58,6	39,8	1,4	3,6	6,8
3° trim.	2.134,8	44,1	55,9	34,7	2,8	3,3	9,1	1.022,7	40,0	60,0	41,3	2,2	3,3	7,0
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 2° trim.	1.761,2	94,8	5,2	2,9	0,2	0,3	1,4	2.929,9	98,5	1,5	0,8	0,1	0,1	0,4
3° trim.	1.787,8	95,5	4,5	2,5	0,1	0,3	1,3	2.874,3	98,4	1,6	0,9	0,2	0,1	0,4
<i>Emessi da non residenti nell'area dell'euro</i>														
2009	552,1	55,3	44,7	27,1	0,4	0,5	14,6	595,6	35,3	64,7	37,9	4,3	0,9	15,3
2010	545,9	49,9	50,1	27,6	0,3	0,5	16,8	508,6	33,6	66,4	40,3	3,9	0,9	13,5
2011 2° trim.	492,2	53,0	47,0	24,9	0,3	0,6	15,7	480,2	33,9	66,1	38,6	5,3	0,8	12,4
3° trim.	490,4	53,3	46,7	21,7	0,3	0,4	18,7	482,8	32,6	67,4	39,2	6,0	0,8	12,5
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 2° trim.	5.692,3	92,5	7,5	4,3	0,2	1,5	0,8	10.922,0	97,1	2,9	1,9	0,1	0,1	0,4
3° trim.	6.084,4	92,2	7,8	4,6	0,3	1,4	0,8	10.995,1	97,0	3,0	2,0	0,2	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	2.492,0	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 2° trim.	2.295,8	53,5	46,5	29,8	2,2	1,9	8,0	984,8	58,7	41,3	29,3	1,3	1,4	4,5
3° trim.	2.298,8	57,1	42,9	26,9	2,1	1,8	7,8	1.047,6	59,0	41,0	28,6	1,5	1,7	4,6

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 2° trim.	5.155,8	81,9	18,1	9,6	1,6	2,2	2,4
3° trim.	5.180,3	81,8	18,2	9,7	1,7	2,1	2,5

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 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 mar.	6.339,0	387,5	2.354,9	1.973,7	882,9	221,4	518,5
apr.	6.379,9	391,3	2.353,3	1.991,8	890,8	223,6	529,0
mag.	6.430,3	392,2	2.399,8	1.992,2	897,8	224,2	524,0
giu.	6.352,1	390,6	2.386,8	1.958,6	886,8	224,3	505,0
lug.	6.438,0	394,8	2.420,5	1.943,9	891,5	225,8	561,6
ago.	6.192,2	411,8	2.382,8	1.736,5	840,2	227,2	593,7
set. ^(p)	6.071,6	414,2	2.383,2	1.632,4	829,9	228,8	583,0
Transazioni							
2011 1° trim.	110,1	19,2	25,2	14,9	8,4	2,4	40,0
2° trim.	68,2	5,6	38,2	25,9	12,3	5,2	-18,9
3° trim. ^(p)	3,5	22,3	-21,7	-42,0	-16,7	2,8	58,8

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 mar.	6.339,0	127,1	5.770,5	4.476,2	668,3	1.294,2	441,5
apr.	6.379,9	125,8	5.814,8	4.508,2	676,9	1.306,6	439,3
mag.	6.430,3	125,8	5.861,6	4.532,9	682,9	1.328,8	442,9
giu.	6.352,1	120,0	5.790,7	4.467,2	672,6	1.323,5	441,4
lug.	6.438,0	121,2	5.829,5	4.468,9	672,8	1.360,6	487,3
ago.	6.192,2	127,5	5.546,0	4.268,6	621,7	1.277,4	518,7
set. ^(p)	6.071,6	124,0	5.416,9	4.162,8	602,2	1.254,1	530,7
Transazioni							
2011 1° trim.	110,1	12,0	55,4	27,1	4,1	28,3	42,8
2° trim.	68,2	-3,9	79,5	26,2	9,6	53,3	-7,3
3° trim. ^(p)	3,5	6,4	-41,9	-52,8	-32,9	10,8	39,0

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										
2011 feb.	5.824,5	1.814,2	1.742,8	1.419,2	266,6	112,4	469,4	5.739,8	84,7	1.097,9
mar.	5.770,5	1.799,7	1.708,3	1.410,5	267,3	112,7	471,9	5.686,0	84,4	1.077,4
apr.	5.814,8	1.797,4	1.724,8	1.429,1	270,0	113,3	480,2	5.728,9	85,9	1.070,8
mag.	5.861,6	1.825,3	1.729,6	1.438,2	271,6	114,5	482,5	5.775,7	86,0	1.090,1
giu.	5.790,7	1.812,6	1.689,6	1.424,5	272,8	112,5	478,8	5.703,6	87,2	1.049,8
lug.	5.829,5	1.840,1	1.674,2	1.434,2	287,3	116,2	477,3	5.740,5	89,0	1.032,5
ago.	5.546,0	1.807,5	1.495,2	1.381,7	286,6	114,1	460,8	5.457,3	88,8	1.060,3
set. ^(p)	5.416,9	1.786,3	1.413,9	1.386,8	286,8	119,2	424,0	5.327,4	89,6	1.066,9
Transazioni										
2011 mar.	8,6	4,3	-6,4	2,5	0,6	0,8	6,8	8,6	0,1	-8,7
apr.	42,9	9,4	13,4	13,3	2,4	1,0	3,4	41,1	1,8	6,0
mag.	27,8	9,8	9,7	5,9	-0,2	-1,0	3,6	28,1	-0,3	7,9
giu.	8,8	2,1	2,1	1,5	2,8	-0,3	0,5	6,8	2,0	-34,7
lug.	39,7	15,5	5,5	2,5	13,3	2,0	0,8	38,2	1,5	-22,5
ago.	-48,8	-13,9	-22,7	-10,6	0,8	-0,2	-2,0	-48,8	0,0	33,1
set. ^(p)	-32,6	-16,2	-11,0	-5,0	1,1	0,6	-2,0	-32,9	0,3	-13,1

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 4° trim.	2.369,5	1.432,6	375,5	692,0	193,9	6,2	165,0	936,8	247,0	365,8	16,1
2011 1° trim.	2.354,9	1.430,3	383,4	675,7	200,2	5,6	165,5	924,5	246,5	354,5	14,1
2° trim.	2.386,8	1.429,8	386,3	671,3	196,3	5,8	170,1	957,0	252,3	358,6	17,8
3° trim. ^(p)	2.383,2	1.413,6	380,7	682,1	184,1	4,7	162,0	969,5	252,3	369,9	18,7
Transazioni											
2011 1° trim.	25,2	10,7	9,3	-8,3	7,9	-0,1	1,8	14,5	1,9	2,3	-1,0
2° trim.	38,2	-0,4	1,7	-3,5	-1,6	0,4	2,7	37,0	8,2	7,8	3,6
3° trim. ^(p)	-21,7	-7,1	-5,9	6,2	-7,7	-0,3	0,6	-14,7	5,9	-14,2	5,3

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

	Totale	Area dell'euro						Resto del mondo			
		Totale	IFM	Amministrazioni pubbliche	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Società non finanziarie	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro	Stati Uniti	Giappone	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Consistenze in essere											
2010 4° trim.	1.987,7	751,1	77,8	-	39,5	25,2	608,7	1.236,5	171,4	355,8	83,8
2011 1° trim.	1.973,7	782,8	89,2	-	41,7	26,2	625,7	1.191,0	167,2	365,2	71,1
2° trim.	1.958,6	773,6	84,5	-	41,2	26,1	621,9	1.185,0	166,4	362,8	77,0
3° trim. ^(p)	1.632,4	615,4	53,3	-	35,7	20,4	506,0	1.017,0	141,8	323,6	72,5
Transazioni											
2011 1° trim.	14,9	11,6	5,5	-	2,3	-0,9	4,7	3,3	-0,5	16,0	-3,9
2° trim.	25,9	-0,9	-0,6	-	1,3	0,3	-2,0	26,8	2,9	8,5	6,9
3° trim. ^(p)	-42,0	-8,9	-4,9	-	-0,7	0,2	-3,5	-33,0	-5,1	-11,8	-3,2

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 4° trim.	875,6	740,5	76,0	-	664,4	-	-	135,1	23,8	38,6	0,6
2011 1° trim.	882,9	746,3	78,0	-	668,3	-	-	136,6	22,6	41,7	0,5
2° trim.	886,8	752,0	79,4	-	672,6	-	-	134,8	22,1	42,8	0,5
3° trim. ^(p)	829,9	697,5	95,3	-	602,2	-	-	132,4	20,1	42,6	0,5
Transazioni											
2011 1° trim.	8,4	6,1	2,1	-	4,1	-	-	2,3	-0,9	3,3	-0,1
2° trim.	12,3	10,8	1,2	-	9,6	-	-	1,5	0,3	1,3	0,0
3° trim. ^(p)	-16,7	-16,2	16,7	-	-32,9	-	-	-0,6	-0,5	-0,3	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 2° trim.	2.285,9	363,2	1.437,5	1.131,2	570,6	140,6	25,0	6,4	134,2	278,8	101,3	41,1	64,0
3° trim.	2.284,9	350,2	1.467,1	1.173,3	582,4	133,7	24,8	6,4	128,8	260,4	100,3	41,4	65,6
4° trim.	2.350,1	373,6	1.521,9	1.237,6	606,4	124,9	22,9	6,0	130,4	251,8	92,5	41,9	68,5
2011 1° trim.	2.256,1	353,1	1.482,1	1.193,7	595,3	131,3	23,3	5,9	127,8	242,0	89,0	36,8	53,1
2° trim.	2.215,8	339,7	1.461,1	1.177,1	585,5	134,1	21,8	5,2	123,0	232,5	88,6	35,7	58,2
3° trim.	2.200,2	321,4	1.470,1	1.195,7	590,5	132,3	21,8	5,2	115,1	231,5	86,5	34,4	56,4
Transazioni													
2010 3° trim.	-4,5	-12,1	23,4	32,9	-	-2,3	-0,6	-0,1	-6,5	-16,3	-0,5	0,4	0,7
4° trim.	44,8	24,5	24,2	30,1	-	-4,7	-2,1	-0,4	1,3	-5,5	-0,9	-0,6	3,0
2011 1° trim.	-92,3	-23,1	-36,5	-44,2	-	8,8	0,6	0,0	-1,8	-10,0	-2,4	-4,9	-15,3
2° trim.	-44,6	-11,7	-26,0	-22,3	-	2,5	-0,9	-0,3	-4,9	-7,9	0,0	0,0	1,0
3° trim.	-23,4	-18,3	4,6	14,6	-	-2,0	-0,2	0,0	-7,8	-2,3	-2,2	-1,1	-4,2

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 2° trim.	2.285,9	107,6	1.961,1	91,1	1.870,0	45,0	172,2
3° trim.	2.284,9	119,9	1.946,8	86,5	1.860,3	43,2	175,1
4° trim.	2.350,1	134,4	1.970,0	93,5	1.876,5	42,6	203,2
2011 1° trim.	2.256,1	133,1	1.887,6	83,9	1.803,6	37,7	197,7
2° trim.	2.215,8	134,0	1.844,0	82,6	1.761,4	34,8	203,1
3° trim.	2.200,2	131,1	1.824,8	80,0	1.744,8	34,4	209,9
Transazioni							
2010 3° trim.	-4,5	11,6	-10,9	-4,2	-6,7	-0,1	-5,1
4° trim.	44,8	15,9	24,0	5,7	18,3	-2,1	7,0
2011 1° trim.	-92,3	-1,0	-79,2	-9,9	-69,3	-4,5	-7,7
2° trim.	-44,6	0,9	-48,6	-5,7	-42,8	-1,2	4,3
3° trim.	-23,4	-2,2	-22,6	-4,1	-18,6	-1,7	3,1

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 2° trim.	1.131,2	812,6	215,9	19,4	14,7	7,4	61,1	278,8	149,2	50,5	98,7	45,5	129,6
3° trim.	1.173,3	828,7	221,2	18,2	15,0	7,0	83,2	260,4	140,8	47,4	93,4	38,3	119,6
4° trim.	1.237,6	852,7	251,4	17,2	15,3	7,1	94,1	251,8	131,9	45,7	86,3	36,5	119,9
2011 1° trim.	1.193,7	804,1	250,7	17,0	15,4	7,2	99,3	242,0	125,7	42,4	83,3	36,8	116,3
2° trim.	1.177,1	788,8	250,9	18,8	15,4	9,8	93,4	232,5	124,5	41,1	83,4	35,4	108,2
3° trim.	1.195,7	795,2	257,5	18,1	15,2	9,6	100,1	231,5	121,6	41,7	79,9	33,8	109,1
Transazioni													
2010 3° trim.	32,9	9,7	1,3	-0,8	0,3	-0,4	22,8	-16,3	-9,8	-2,5	-7,4	-6,7	-6,5
4° trim.	30,1	16,3	14,1	-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	-52,2	3,2	-0,4	0,0	0,0	5,2	-10,0	-5,9	-3,1	-2,8	0,1	-4,1
2° trim.	-22,3	-21,1	0,3	0,6	-0,2	2,6	-4,4	-7,9	0,6	-0,4	0,9	-0,7	-8,5
3° trim.	14,6	6,3	2,5	-0,7	0,0	-0,2	6,7	-2,3	-3,3	-0,2	-3,1	-1,2	1,0

Fonte: BCE.

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

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

(miliardi di euro; consistenze di fine periodo)

1. Attività

	Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli non azionari	Azioni e altri titoli di capitale	Quote di fondi comuni di investimento	Quote di fondi comuni di monetari	Riserve premi e riserve sinistri	Altri conti attivi/passivi e strumenti derivati	Attività non finanziarie
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 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			Riserve premi e riserve sinistri		
					Totale	Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita	Correzioni per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2008 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
2° trim. 2011						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						569
Saldo commerciale ¹⁾						-10
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	1.168	119	741	57	250	
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	31	4	19	3	4	
Consumo di capitale fisso	363	95	208	11	49	
Margine operativo netto e reddito misto ¹⁾	550	283	231	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	982	39	489	382	73	123
Interessi	396	36	71	215	73	53
Altri redditi da capitale	587	2	417	167	0	70
Reddito nazionale netto ¹⁾	1.977	1.711	-11	51	226	
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto						
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	276	215	47	13	0	5
Contributi sociali	429	429				1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	454	1	18	34	402	1
Altri trasferimenti correnti	188	70	25	47	46	9
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	44	33	10	1	1	1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	45			45		1
Altro	99	37	15	1	45	7
Reddito netto disponibile ¹⁾	1.957	1.535	-69	53	439	
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile						
Spese per consumi finali	1.867	1.360			507	
Spese per consumi individuali	1.673	1.360			313	
Spese per consumi collettivi	194				194	
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⁾	91	189	-70	39	-68	18
Conto capitale						
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero						
Investimenti lordi	472	143	261	12	56	
Investimenti fissi lordi	472	143	261	12	56	
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	1	-1	0	0	
Consumo di capitale fisso						
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	0	-2	1	0	0	0
Trasferimenti in conto capitale	32	9	1	2	20	4
Imposte in conto capitale	6	6	1	0	0	0
Altri trasferimenti in conto capitale	26	3	0	2	20	4
Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale) ¹⁾	-17	143	-109	36	-87	17
Discrepanza statistica	0	-21	21	0	0	0

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Risorse	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	Società finanziarie	Amministrazioni pubbliche	Conti del mondo
2° trim. 2011						
Conti verso l'estero						
Esportazioni di beni e servizi						559
<i>Saldo commerciale</i>						
Formazione del conto dei redditi						
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	2.113	502	1.200	108	303	
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	236					
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	2.349					
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	550	283	231	36	0	
Redditi da lavoro dipendente	1.170	1.170				3
Imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	267				267	0
Redditi da capitale	971	296	247	396	32	134
Interessi	385	60	45	272	8	63
Altri redditi da capitale	586	236	202	124	24	71
<i>Reddito nazionale netto</i>						
Distribuzione secondaria del conto dei redditi						
Reddito nazionale netto	1.977	1.711	-11	51	226	
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	280				280	1
Contributi sociali	429	1	18	49	361	1
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	452	452				3
Altri trasferimenti correnti	166	87	13	46	19	30
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	45			45		1
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	44	34	8	1	0	2
Altro	77	53	5	0	19	28
<i>Reddito netto disponibile</i>						
Utilizzo del conto dei redditi						
Reddito netto disponibile	1.957	1.535	-69	53	439	
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	91	189	-70	39	-68	18
Investimenti lordi						
Investimenti fissi lordi						
Variazioni delle scorte e acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Consumo di capitale fisso	363	95	208	11	49	
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte						
Trasferimenti in conto capitale	33	9	16	1	7	3
Imposte in conto capitale	6				6	0
Altri trasferimenti in conto capitale	27	9	16	1	1	3
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-) (dal conto capitale)</i>						
Discrepanza statistica						

Fonti: BCE ed Eurostat.

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

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

(miliardi di euro)

Attività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicurazione e fondi pensione	Amministrazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2011								
Bilancio di apertura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.863	16.850	31.958	15.222	6.795	3.709	16.575
Oro monetario e DSP				403				
Banconote, monete e depositi		6.636	1.887	8.974	2.318	810	715	3.600
Titoli di debito a breve termine		59	80	515	326	43	34	680
Titoli di debito a lungo termine		1.358	235	6.023	2.397	2.652	448	3.624
Prestiti		79	3.069	13.342	3.556	469	521	1.853
<i>di cui: a lungo termine</i>		59	1.762	10.255	2.539	348	461	.
Azioni e altre partecipazioni		4.487	7.876	1.863	6.324	2.427	1.326	6.080
Azioni quotate		831	1.418	343	2.153	563	267	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.289	6.048	1.215	3.208	292	890	.
Quote di fondi di investimento		1.366	410	305	964	1.572	169	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.783	180	3	0	242	4	230
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		461	3.524	837	300	151	661	508
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto finanziario, transazioni in attività finanziarie								
Totale delle transazioni in attività finanziarie		152	133	281	138	2	120	217
Oro monetario e DSP				0				0
Banconote, monete e depositi		72	3	95	52	1	76	-11
Titoli di debito a breve termine		-5	-5	-27	-2	0	-2	14
Titoli di debito a lungo termine		22	-2	21	-1	8	-2	182
Prestiti		1	55	90	56	3	19	18
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	31	60	38	4	-3	.
Azioni e altre partecipazioni		-1	105	41	46	-5	-1	14
Azioni quotate		0	23	29	9	-2	1	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		8	66	12	5	1	-2	.
Quote di fondi di investimento		-9	15	1	31	-4	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		39	-1	0	0	-6	0	-1
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		25	-21	61	-14	1	30	2
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Conto delle altre variazioni: attività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie		-70	-61	-28	-26	26	-18	7
Oro monetario e DSP				10				
Banconote, monete e depositi		0	-6	46	0	-1	0	-16
Titoli di debito a breve termine		-3	-1	-18	-8	0	0	11
Titoli di debito a lungo termine		0	1	-61	-2	7	-5	59
Prestiti		0	1	-1	-17	0	0	4
<i>di cui: a lungo termine</i>		0	-1	1	-6	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		-75	-75	-5	8	20	-13	-45
Azioni quotate		-15	-22	-5	-15	-4	-6	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		-57	-28	6	27	-3	-6	.
Quote di fondi di investimento		-3	-26	-6	-4	27	0	.
Riserve tecniche di assicurazione		-2	0	0	0	-3	0	5
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		10	20	1	-6	3	0	-11
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>								
Bilancio di chiusura: attività finanziarie								
Totale delle attività finanziarie		18.944	16.923	32.212	15.333	6.823	3.811	16.799
Oro monetario e DSP				412				
Banconote, monete e depositi		6.708	1.885	9.115	2.370	811	792	3.573
Titoli di debito a breve termine		51	74	470	316	43	32	704
Titoli di debito a lungo termine		1.379	233	5.982	2.394	2.667	441	3.866
Prestiti		80	3.124	13.431	3.595	471	540	1.874
<i>di cui: a lungo termine</i>		59	1.791	10.316	2.570	352	458	.
Azioni e altre partecipazioni		4.411	7.905	1.899	6.378	2.443	1.312	6.049
Azioni quotate		817	1.420	367	2.146	557	262	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		2.240	6.086	1.233	3.240	291	882	.
Quote di fondi di investimento		1.354	400	299	992	1.595	168	.
Riserve tecniche di assicurazione		5.820	179	3	0	233	4	234
Altri conti attivi e strumenti finanziari derivati		495	3.523	899	280	155	691	499
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>								

Fonte: BCE.

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

(miliardi di euro)

Passività	Area dell'euro	Famiglie	Società non finanziarie	IFM	Altri intermediari finanziari	Società di assicu- razione e fondi pensione	Ammini- strazioni pubbliche	Resto del mondo
2° trim. 2011								
Bilancio di apertura: passività finanziarie								
Totale delle passività		6.689	26.635	31.064	14.601	6.877	9.027	14.676
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			31	22.055	24	0	255	2.575
Titoli di debito a breve termine			81	653	71	0	677	255
Titoli di debito a lungo termine			784	4.481	2.739	30	5.876	2.826
Prestiti		6.094	8.472		3.310	270	1.706	3.035
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.740	6.010		1.836	119	1.378	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.369	2.635	8.356	436	6	5.574
Azioni quotate			3.923	490	253	130	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.446	1.068	2.528	305	6	.
Quote di fondi di investimento				1.077	5.576			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	68	1	6.002	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		553	3.562	1.171	100	139	507	410
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.496	12.174	-9.785	895	620	-82	-5.318	
Conto finanziario, transazioni in passività								
Totale delle transazioni in passività		30	221	253	116	16	207	200
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	242	-3	0	3	47
Titoli di debito a breve termine			1	-30	7	0	-5	-3
Titoli di debito a lungo termine			9	43	-3	2	152	25
Prestiti		45	95		48	3	-4	54
<i>di cui: a lungo termine</i>		38	54		29	1	26	.
Azioni e altre partecipazioni		0	62	3	68	-2	0	68
Azioni quotate			10	18	6	0	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	52	5	7	-2	0	.
Quote di fondi di investimento				-21	54			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	30	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-15	53	-6	-1	-18	61	9
<i>Variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-17	122	-88	29	22	-14	-87	17
Conto delle altre variazioni: passività finanziarie								
Totale delle altre variazioni nelle passività finanziarie		-1	-59	12	0	7	-49	-91
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			0	13	0	0	0	12
Titoli di debito a breve termine			0	0	0	0	-1	-18
Titoli di debito a lungo termine			5	15	12	0	-32	-4
Prestiti		1	2		-4	0	0	-13
<i>di cui: a lungo termine</i>		4	3		-1	0	0	.
Azioni e altre partecipazioni		0	-76	-15	-31	-13	0	-50
Azioni quotate			-19	-19	-9	-8	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		0	-57	11	19	-5	0	.
Quote di fondi di investimento				-7	-42			.
Riserve tecniche di assicurazione		0	0	0	0	0	0	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		-1	10	-1	23	20	-16	-18
<i>Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta</i>	-88	-70	-2	-40	-26	19	31	97
Bilancio di chiusura: passività finanziarie								
Totale delle passività finanziarie		6.719	26.798	31.328	14.717	6.900	9.186	14.786
Oro monetario e DSP								
Banconote, monete e depositi			30	22.309	21	0	258	2.634
Titoli di debito a breve termine			83	623	79	0	671	234
Titoli di debito a lungo termine			799	4.539	2.748	33	5.996	2.847
Prestiti		6.141	8.569		3.354	273	1.702	3.077
<i>di cui: a lungo termine</i>		5.782	6.067		1.864	120	1.404	.
Azioni e altre partecipazioni		7	13.356	2.623	8.392	421	6	5.592
Azioni quotate			3.914	489	250	122	0	.
Azioni non quotate e altre partecipazioni		7	9.442	1.084	2.554	298	6	.
Quote di fondi di investimento				1.050	5.588			.
Riserve tecniche di assicurazione		35	336	69	1	6.032	1	.
Altri conti passivi e strumenti finanziari derivati		536	3.625	1.164	123	141	552	401
<i>Ricchezza finanziaria netta</i>	-1.601	12.226	-9.874	884	616	-77	-5.375	

Fonte: BCE.

3.2 Conti non finanziari dell'area dell'euro

(miliardi di euro; flussi cumulati di quattro trimestri)

Impieghi	2007	2008	2009	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° 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	4.280	4.462	4.442	4.458	4.472	4.492	4.523	4.557
Altre imposte sul prodotto al netto dei trasferimenti	99	94	85	84	88	83	84	89
Consumo di capitale fisso	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
<i>Margine operativo netto e reddito misto</i> ¹⁾	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
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	3.678	3.925	2.957	2.762	2.763	2.808	2.847	2.917
Interessi	2.129	2.378	1.603	1.424	1.404	1.415	1.440	1.483
Altri redditi da capitale	1.549	1.547	1.354	1.338	1.359	1.393	1.407	1.434
<i>Reddito nazionale netto</i> ¹⁾	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto								
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.136	1.145	1.028	1.036	1.042	1.053	1.070	1.077
Contributi sociali	1.597	1.670	1.675	1.682	1.688	1.699	1.708	1.718
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.585	1.656	1.772	1.803	1.811	1.819	1.823	1.828
Altri trasferimenti correnti	741	774	779	780	781	774	774	776
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	183	188	182	181	180	180	178	178
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	184	189	183	182	181	181	179	179
Altro	374	397	414	417	420	414	416	419
<i>Reddito netto disponibile</i> ¹⁾	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile								
Spese per consumi finali	6.892	7.145	7.145	7.219	7.264	7.308	7.355	7.401
Spese per consumi individuali	6.192	6.407	6.374	6.446	6.490	6.534	6.580	6.625
Spese per consumi collettivi	700	738	771	774	774	773	775	776
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Risparmio netto</i> ¹⁾	786	559	270	280	291	303	324	346
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero								
Investimenti lordi	2.055	2.059	1.707	1.730	1.759	1.785	1.836	1.858
Investimenti fissi lordi	1.978	1.998	1.752	1.738	1.749	1.762	1.788	1.802
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore	76	62	-44	-9	10	23	48	56
Consumo di capitale fisso								
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte	-1	1	1	2	2	1	1	1
Trasferimenti in conto capitale	153	152	185	186	220	227	215	207
Imposte in conto capitale	24	24	34	30	30	25	26	25
Altri trasferimenti in conto capitale	129	128	151	156	190	202	190	182
<i>Accreditamento netto (+)/Indebitamento netto (-)</i> <i>(dal conto capitale)</i> ¹⁾	40	-132	-43	-41	-50	-55	-74	-65

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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Formazione del conto dei redditi								
Prodotto interno lordo (a prezzi base)	8.066	8.274	8.024	8.099	8.147	8.199	8.268	8.331
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	961	947	895	915	933	941	957	959
Prodotto interno lordo (a prezzi di mercato) ²⁾	9.027	9.221	8.919	9.014	9.080	9.140	9.225	9.290
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	2.393	2.358	2.111	2.159	2.179	2.207	2.234	2.249
Redditi da lavoro dipendente	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti	1.068	1.048	997	1.015	1.035	1.038	1.055	1.060
Redditi da capitale	3.701	3.858	2.924	2.736	2.740	2.788	2.821	2.902
Interessi	2.098	2.326	1.554	1.380	1.360	1.372	1.401	1.447
Altri redditi da capitale	1.603	1.532	1.370	1.356	1.380	1.415	1.420	1.455
<i>Reddito nazionale netto</i>								
Distribuzione secondaria del conto dei redditi								
Reddito nazionale netto	7.771	7.806	7.525	7.614	7.672	7.725	7.794	7.860
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc.	1.144	1.153	1.034	1.040	1.047	1.058	1.075	1.084
Contributi sociali	1.596	1.668	1.673	1.681	1.688	1.698	1.708	1.717
Prestazioni sociali diverse dai trasferimenti sociali in natura	1.577	1.648	1.766	1.798	1.805	1.812	1.816	1.821
Altri trasferimenti correnti	648	673	672	668	665	662	661	664
Premi netti per assicurazioni non del ramo vita	184	189	183	182	181	181	179	179
Attività nei confronti di assicurazioni non del ramo vita	181	185	179	178	177	176	175	175
Altro	282	299	309	308	307	305	306	310
<i>Reddito netto disponibile</i>								
Utilizzo del conto dei redditi								
Reddito netto disponibile	7.678	7.704	7.416	7.500	7.554	7.610	7.679	7.747
Spese per consumi finali								
Spese per consumi individuali								
Spese per consumi collettivi								
Correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione	61	69	61	57	56	55	54	55
<i>Risparmio netto</i>								
Conto capitale								
Risparmio netto/conto corrente verso l'estero	786	559	270	280	291	303	324	346
Investimenti lordi								
Investimenti fissi lordi								
Variazioni delle scorte e acquisizioni nette di oggetti di valore								
Consumo di capitale fisso	1.294	1.360	1.385	1.398	1.407	1.417	1.427	1.437
Acquisizioni meno cessioni di attività non finanziarie non prodotte								
Trasferimenti in conto capitale	168	161	195	197	232	239	228	218
Imposte in conto capitale	24	24	34	30	30	25	26	25
Altri trasferimenti in conto capitale	144	137	161	167	202	214	202	193
<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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Reddito, risparmio e variazioni nella ricchezza netta								
Redditi da lavoro dipendente (+)	4.287	4.469	4.449	4.466	4.480	4.500	4.532	4.565
Margine operativo lordo e reddito misto (+)	1.485	1.526	1.456	1.453	1.456	1.463	1.476	1.490
Interessi attivi (+)	318	351	236	210	207	210	215	223
Interessi passivi (-)	221	250	148	129	127	128	131	136
Altri redditi da capitali attivi (+)	777	779	713	695	700	707	720	725
Altri redditi da capitali passivi (-)	10	10	10	10	10	10	10	10
Imposte correnti sul reddito, patrimonio, ecc. (-)	836	874	843	843	846	849	859	862
Contributi sociali netti (-)	1.592	1.665	1.670	1.677	1.683	1.694	1.703	1.713
Prestazioni sociali nette (+)	1.572	1.643	1.760	1.792	1.800	1.807	1.811	1.815
Trasferimenti correnti netti attivi (+)	62	69	72	70	71	70	69	69
= Reddito lordo disponibile	5.842	6.037	6.015	6.027	6.048	6.077	6.119	6.166
Spese per consumi finali (-)	5.085	5.244	5.157	5.212	5.251	5.293	5.334	5.376
Variazione della ricchezza netta in fondi pensione (+)	61	69	61	57	56	55	54	55
= Risparmio lordo	818	862	919	872	853	838	839	845
Consumo di capitale fisso (-)	356	371	373	375	377	379	380	380
Trasferimenti netti di capitale attivi (+)	12	0	11	7	7	12	12	12
Altre variazioni nella ricchezza netta (+)	1.239	-1.978	-457	811	1.019	1.035	720	490
= Variazioni nella ricchezza netta	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
Investimento, finanziamento e variazioni nella ricchezza netta								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	638	625	535	532	538	544	550	552
Consumo di capitale fisso (-)	356	371	373	375	377	379	380	380
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	420	458	-14	-75	-23	57	118	118
Banconote, monete e depositi	351	438	121	63	89	120	141	138
Partecipazioni in fondi comuni monetari	37	-6	-43	-73	-84	-51	-37	-32
Titoli di debito ¹⁾	32	25	-92	-65	-29	-13	14	12
Attività a lungo	140	21	521	592	488	411	331	314
Depositi	-31	-27	85	104	80	56	40	51
Titoli di debito	83	24	33	35	-4	2	44	53
Azioni e altre partecipazioni	-121	-107	178	205	164	122	44	18
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	30	68	131	139	103	99	57	32
Quote di fondi comuni di investimento	-151	-176	47	66	61	23	-13	-14
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	209	131	225	248	248	231	203	192
Finanziamenti: principali componenti (-)								
Prestiti	384	257	111	135	135	147	148	139
di cui: da IFM dell'area dell'euro	283	83	65	136	135	148	170	164
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Attività non finanziarie	1.176	-566	-770	511	873	916	727	297
Attività finanziarie	114	-1.444	300	299	140	132	-3	170
Azioni e altre partecipazioni	96	-1.183	106	97	-2	82	36	159
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	8	-240	174	183	142	87	28	43
Flussi netti restanti (+)	-34	47	13	-35	-2	-28	-5	36
= Variazioni nella ricchezza netta	1.713	-1.486	101	1.314	1.501	1.506	1.191	967
Bilancio finanziario								
Attività non finanziarie (+)	27.755	27.443	26.835	27.371	27.759	27.916	27.799	27.840
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	5.263	5.805	5.781	5.784	5.771	5.844	5.883	5.913
Banconote, monete e depositi	4.851	5.322	5.475	5.508	5.500	5.600	5.599	5.650
Partecipazioni in fondi comuni monetari	280	316	240	216	204	191	209	196
Titoli di debito ¹⁾	132	167	66	59	67	54	75	66
Attività a lungo	12.140	10.675	11.529	11.667	11.927	12.058	12.107	12.125
Depositi	965	915	971	1.011	1.015	1.028	1.037	1.058
Titoli di debito	1.272	1.296	1.379	1.354	1.349	1.331	1.342	1.364
Azioni e altre partecipazioni	5.116	3.785	4.101	4.050	4.195	4.304	4.279	4.215
Azioni quotate, non quotate e altre partecipazioni	3.741	2.864	2.996	2.924	3.036	3.113	3.121	3.057
Quote di fondi di investimento	1.375	920	1.105	1.126	1.159	1.191	1.158	1.158
Assicurazioni sulla vita e riserve di fondi pensione	4.787	4.678	5.077	5.253	5.368	5.395	5.450	5.488
Restanti attività finanziarie (+)	315	315	299	279	306	294	279	329
Passività (-)								
Prestiti	5.569	5.820	5.925	6.002	6.030	6.087	6.094	6.141
di cui: da IFM dell'area dell'euro	4.831	4.914	4.968	5.140	5.159	5.213	5.256	5.301
= Ricchezza finanziaria netta	39.905	38.418	38.519	39.099	39.732	40.025	39.973	40.065

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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Reddito e risparmio								
Valore aggiunto lordo (+)	4.638	4.745	4.485	4.539	4.577	4.619	4.671	4.717
Redditi da lavoro dipendente (-)	2.712	2.833	2.773	2.776	2.786	2.805	2.832	2.861
Altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (-)	48	45	39	35	39	33	34	38
= Margine operativo lordo (+)	1.877	1.868	1.673	1.727	1.752	1.781	1.805	1.818
Consumo di capitale fisso (-)	724	765	783	792	797	803	810	817
= Margine operativo netto (+)	1.153	1.102	890	936	955	978	996	1.000
Redditi da capitale attivi (+)	636	638	539	518	517	531	532	553
Interessi attivi	222	242	173	158	154	156	158	165
Altri redditi da capitale	414	396	366	360	362	375	374	387
Interest and rents payable (-)	365	422	300	268	264	266	272	281
= Reddito lordo di impresa (+)	1.423	1.318	1.130	1.186	1.208	1.242	1.256	1.272
Utili distribuiti (-)	990	1.021	927	905	913	934	952	958
Imposte sul reddito e sulla ricchezza da versare (-)	246	233	150	156	159	165	171	173
Contributi sociali da riscuotere (+)	63	67	69	68	68	68	69	69
Prestazioni sociali da erogare (-)	62	65	67	68	68	69	69	69
Trasferimenti correnti netti passivi (-)	43	48	47	48	48	47	47	47
= Risparmio netto	145	18	8	77	89	96	86	95
Investimento, finanziamento e risparmio								
Acquisizioni nette di attività non finanziarie (+)	421	376	87	124	148	169	207	215
Investimenti fissi lordi (+)	1.068	1.085	917	924	935	950	970	982
Consumo di capitale fisso (-)	724	765	783	792	797	803	810	817
Acquisizione netta di altre attività non finanziarie (+)	77	57	-47	-9	9	23	47	51
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	168	70	96	24	22	16	18	38
Banconote, monete e depositi	153	15	88	58	51	68	62	66
Partecipazioni in fondi comuni monetari	-20	33	40	-23	-29	-41	-27	-19
Titoli di debito ¹⁾	35	22	-32	-11	-1	-11	-17	-9
Attività a lungo	762	710	211	254	403	471	441	501
Depositi	-13	40	4	-10	-7	2	11	6
Titoli di debito	48	-35	11	-9	-12	-9	0	13
Azioni e altre partecipazioni	425	357	76	72	157	211	199	269
Altri prestiti (in prevalenza intragruppo)	302	348	119	202	265	267	231	212
Restanti attività nette (+)	181	-89	72	99	54	-35	-6	-23
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Debito	917	667	84	104	232	225	262	305
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	536	394	-114	-92	-35	-8	30	77
di cui: titoli di debito	33	48	90	89	73	68	44	44
Azioni e altre partecipazioni	402	306	289	238	226	226	238	259
Azioni quotate	58	6	67	47	37	30	30	28
Azioni non quotate e altre partecipazioni	344	300	223	191	189	196	208	231
Trasferimenti netti di capitali attivi (-)	68	73	81	79	78	74	72	71
= Risparmio netto	145	18	8	77	89	96	86	95
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie								
Attività a breve	1.788	1.876	1.960	1.903	1.926	1.972	1.950	1.939
Banconote, monete e depositi	1.507	1.538	1.632	1.608	1.625	1.693	1.667	1.673
Partecipazioni in fondi comuni monetari	163	192	214	184	182	174	179	169
Titoli di debito ¹⁾	119	147	114	111	118	105	104	97
Attività a lungo	10.739	9.300	10.255	10.371	10.735	11.026	11.197	11.282
Depositi	206	246	227	231	240	220	220	211
Titoli di debito	228	183	191	195	200	196	211	210
Azioni e altre partecipazioni	7.968	6.221	7.054	6.987	7.283	7.545	7.697	7.737
Altri prestiti, in prevalenza intragruppo	2.337	2.650	2.784	2.957	3.011	3.065	3.069	3.124
Restanti attività nette	263	238	219	200	215	66	173	107
Passività								
Debito	8.649	9.337	9.461	9.600	9.642	9.648	9.674	9.787
di cui: prestiti delle IFM dell'area dell'euro	4.466	4.866	4.711	4.731	4.709	4.699	4.730	4.760
di cui: titoli di debito	648	704	827	887	901	889	866	882
Azioni e altre partecipazioni	14.250	11.063	12.381	12.026	12.622	13.091	13.369	13.356
Azioni quotate	5.005	2.935	3.516	3.316	3.542	3.814	3.923	3.914
Azioni non quotate e altre partecipazioni	9.245	8.129	8.865	8.711	9.080	9.277	9.446	9.442

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	3° trim. 2009- 2° trim. 2010	4° trim. 2009- 3° trim. 2010	1° trim. 2010- 4° trim. 2010	2° trim. 2010- 1° trim. 2011	3° trim. 2010- 2° trim. 2011
Conto finanziario, transazioni finanziarie								
Investimento finanziario: principali componenti (+)								
Attività a breve	22	78	-51	-22	-3	-12	-30	-38
Banconote, monete e depositi	7	57	-33	2	6	-9	-9	-14
Partecipazioni in fondi comuni monetari	4	14	0	1	-2	-6	-24	-25
Titoli di debito ¹⁾	11	7	-17	-25	-7	3	3	1
Attività a lungo	280	92	318	281	250	219	213	204
Depositi	47	-9	21	-8	-11	-8	7	10
Titoli di debito	108	59	111	150	167	151	129	122
Prestiti	-15	25	7	6	12	28	25	26
Azioni quotate	20	2	-65	-68	14	17	15	9
Azioni non quotate e altre partecipazioni	22	15	-8	1	2	10	12	14
Quote di fondi comuni di investimento	98	1	253	199	66	22	25	22
Restanti attività finanziarie (+)	-38	39	2	43	60	53	20	5
Investimento finanziario: principali componenti (-)								
Titoli di debito	3	4	5	5	2	0	0	2
Prestiti	-2	24	-16	-10	7	6	11	8
Azioni e altre partecipazioni	3	6	1	5	5	5	4	1
Riserve tecniche di assicurazione	245	125	231	282	278	259	208	184
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	212	121	227	273	270	248	201	184
Riserve premi e riserve sinistri	34	4	4	9	8	11	7	0
= Variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni	14	50	48	20	15	-10	-21	-24
Conto delle altre variazioni								
Altre variazioni nelle attività finanziarie (+)								
Azioni e altre partecipazioni	-48	-502	188	160	122	120	41	105
Altre attività nette	11	34	52	78	57	-36	-44	-68
Altre variazioni nelle passività (-)								
Azioni e altre partecipazioni	-22	-172	8	20	-19	-8	-9	12
Riserve tecniche di assicurazione	30	-260	186	189	146	96	39	51
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	18	-248	182	187	147	99	41	56
Riserve premi e riserve sinistri	12	-11	4	2	-1	-2	-2	-5
= Altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta	-45	-36	45	30	51	-5	-33	-26
Bilancio finanziario								
Attività finanziarie (+)								
Attività a breve	318	398	342	367	362	335	323	325
Banconote, monete e depositi	163	224	195	206	203	190	186	186
Partecipazioni in fondi comuni monetari	91	103	94	103	101	89	79	81
Titoli di debito ¹⁾	63	71	52	58	57	55	58	58
Attività a lungo	5.473	5.077	5.658	5.841	5.979	5.983	6.079	6.110
Depositi	594	599	617	610	610	610	624	624
Titoli di debito	2.203	2.261	2.444	2.571	2.642	2.580	2.638	2.652
Prestiti	411	433	439	446	453	466	469	471
Azioni quotate	750	491	523	518	539	553	563	557
Azioni non quotate e altre partecipazioni	347	321	301	290	284	295	292	291
Quote di fondi comuni di investimento	1.167	971	1.335	1.406	1.451	1.479	1.493	1.514
Restanti attività finanziarie (+)	176	238	223	266	292	253	254	247
Passività (-)								
Titoli di debito	19	23	30	32	30	33	30	33
Prestiti	244	273	256	264	277	265	270	273
Azioni e altre partecipazioni	578	412	422	409	413	419	436	421
Riserve tecniche di assicurazione	5.295	5.160	5.577	5.797	5.911	5.932	6.002	6.032
Diritti fissi delle famiglie sulle riserve delle assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione	4.472	4.345	4.754	4.956	5.074	5.101	5.158	5.196
Riserve premi e riserve sinistri	822	814	823	841	837	831	844	836
= Ricchezza finanziaria netta	-170	-156	-63	-27	2	-78	-82	-77

Fonte: BCE.

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

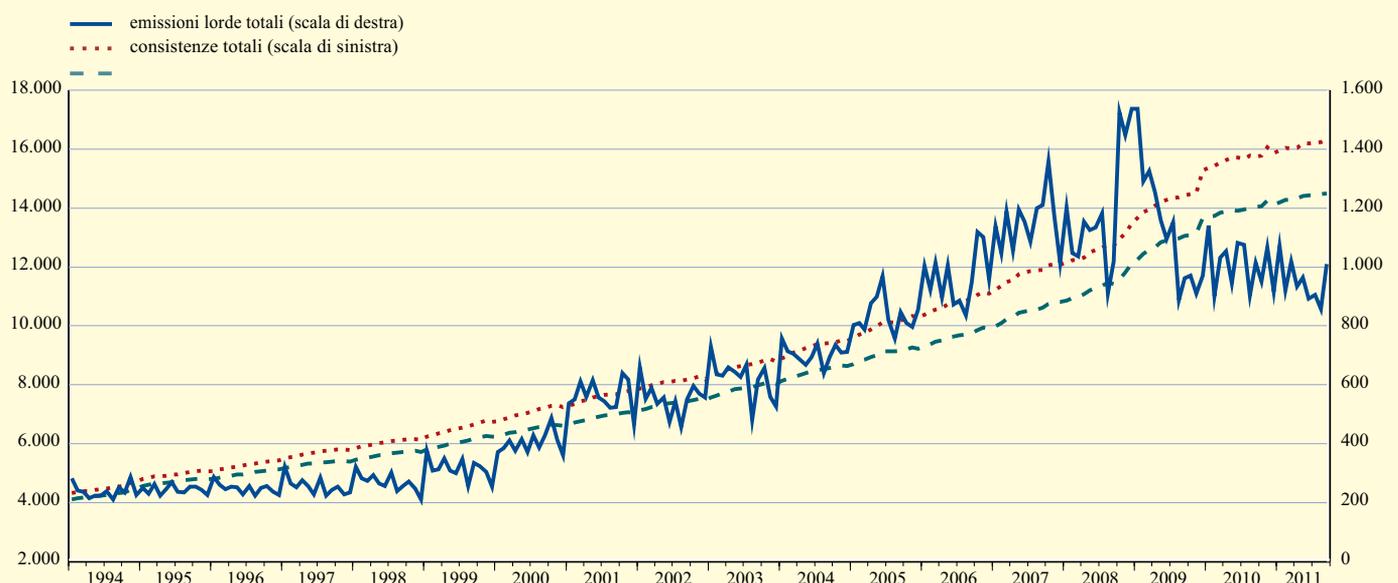


MERCATI FINANZIARI

4.1 Titoli non azionari, distinti per scadenza originaria, residenza dell'emittente e valuta di denominazione (miliardi di euro e tassi di crescita nel periodo; dati destagionalizzati; transazioni nel mese e consistenze di fine periodo; valori nominali)

	Totale in euro ¹⁾			Residenti nell'area dell'euro								
	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	In euro			In tutte le valute			Tassi di crescita sui dodici mesi	Dati destagionalizzati ²⁾	
				Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette	Consistenze	Emissioni lorde	Emissioni nette		Emissioni nette	Tassi di crescita sui sei mesi
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Totale											
2010 set.	16.270,3	985,1	18,9	14.030,2	908,6	18,2	15.741,3	1.013,6	4,8	3,1	56,6	3,4
ott.	16.277,8	888,0	10,2	14.067,8	843,2	40,2	15.779,6	950,3	52,7	3,2	39,5	3,2
nov.	16.457,4	993,0	180,9	14.266,5	954,0	199,8	16.063,3	1.067,0	239,0	4,3	160,4	5,5
dic.	16.293,1	876,6	-162,9	14.119,4	843,9	-145,6	15.871,8	916,4	-184,6	3,5	-64,7	4,4
2011 gen.	16.370,6	1.005,0	76,7	14.194,0	954,5	73,8	15.945,3	1.070,7	92,1	3,7	78,3	4,9
feb.	16.470,9	866,7	101,2	14.286,0	813,9	93,0	16.037,6	920,1	98,1	4,1	47,9	4,0
mar.	16.471,7	978,7	1,1	14.279,4	911,7	-6,3	16.015,4	1.019,8	2,3	3,4	11,9	3,4
apr.	16.492,4	889,0	21,3	14.326,9	850,2	48,0	16.041,7	934,8	51,3	3,2	25,4	3,3
mag.	16.594,4	922,5	100,4	14.418,2	865,9	89,7	16.187,8	963,7	115,7	3,6	39,3	1,7
giu.	16.626,1	848,2	31,6	14.441,3	796,4	23,0	16.202,1	893,3	20,0	3,8	45,8	3,1
lug.	16.751,8	852,0	-27,6	14.434,8	824,2	-7,2	16.224,0	906,1	-1,3	3,7	24,4	2,4
ago.	16.783,9	805,7	32,4	14.469,0	771,8	34,4	16.237,1	857,6	24,3	3,3	53,0	2,5
set.	16.827,3	985,5	29,2	14.486,3	910,0	4,5	16.299,9	1.010,3	12,2	3,3	64,7	3,2
	A lungo termine											
2010 set.	14.718,4	268,6	4,1	12.591,2	228,4	14,4	14.102,4	258,8	4,4	4,1	50,3	3,5
ott.	14.755,7	222,2	37,5	12.640,5	195,5	49,4	14.158,1	233,3	65,7	4,0	66,5	3,7
nov.	14.900,0	338,5	145,3	12.799,7	322,0	160,2	14.390,0	360,5	191,3	4,8	115,8	5,5
dic.	14.857,2	186,8	-40,2	12.774,8	179,6	-22,3	14.333,5	193,8	-50,3	4,7	10,3	5,5
2011 gen.	14.922,4	308,9	66,7	12.825,5	277,9	52,2	14.381,1	320,0	67,8	4,8	97,5	6,1
feb.	15.028,6	284,2	106,4	12.921,3	253,1	96,2	14.469,1	285,1	92,4	5,0	43,0	5,5
mar.	15.041,3	305,3	13,2	12.940,6	269,2	19,8	14.463,9	303,4	16,7	4,3	22,2	5,1
apr.	15.095,0	302,7	54,0	13.005,7	278,4	65,4	14.510,8	308,9	68,4	4,3	49,0	4,8
mag.	15.172,0	278,2	75,9	13.074,3	245,8	67,5	14.616,1	268,8	79,9	4,4	14,5	3,3
giu.	15.224,1	255,4	51,5	13.124,5	224,2	49,6	14.666,2	253,1	53,5	4,6	43,7	3,8
lug.	15.356,6	203,3	-17,1	13.117,1	191,9	-9,8	14.681,7	213,5	-7,3	4,5	31,4	2,8
ago.	15.353,0	120,6	-3,4	13.119,2	112,0	2,1	14.667,1	122,0	-4,2	4,1	33,8	2,7
set.	15.352,8	213,7	-12,9	13.117,0	175,5	-14,8	14.711,4	199,7	-1,6	4,1	45,3	3,0

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	3.226	802	5.418	469	1.126	734	68	80	215	29
2010	15.872	5.246	3.290	850	5.932	554	1.007	625	80	69	205	29
2010 4° trim.	15.872	5.246	3.290	850	5.932	554	978	566	110	63	206	32
2011 1° trim.	16.015	5.348	3.256	824	6.024	564	1.004	592	89	59	220	43
2° trim.	16.202	5.364	3.243	833	6.166	597	931	551	85	60	192	43
3° trim.	16.300	5.423	3.255	856	6.160	607	925	579	73	60	180	33
2011 giu.	16.202	5.364	3.243	833	6.166	597	893	541	70	59	182	42
lug.	16.224	5.372	3.256	847	6.161	588	906	533	83	62	194	34
ago.	16.237	5.393	3.235	847	6.165	597	858	572	57	52	145	32
set.	16.300	5.423	3.255	856	6.160	607	1.010	631	78	65	202	34
A breve termine												
2009	1.638	733	89	71	714	31	876	635	25	63	133	20
2010	1.538	572	122	67	724	53	758	534	34	57	115	19
2010 4° trim.	1.538	572	122	67	724	53	715	484	38	52	117	24
2011 1° trim.	1.552	618	112	71	700	51	701	462	41	49	118	30
2° trim.	1.536	582	118	72	702	62	654	440	31	51	102	31
3° trim.	1.588	613	113	83	712	68	746	512	41	53	114	25
2011 giu.	1.536	582	118	72	702	62	640	426	31	52	102	29
lug.	1.542	578	118	79	711	55	693	466	31	52	119	25
ago.	1.570	604	116	82	707	61	736	516	41	51	104	24
set.	1.588	613	113	83	712	68	811	554	53	57	120	28
A lungo termine²⁾												
2009	13.648	4.638	3.137	731	4.704	438	251	99	44	17	82	9
2010	14.333	4.674	3.168	784	5.207	500	248	91	46	12	90	10
2010 4° trim.	14.333	4.674	3.168	784	5.207	500	263	83	72	11	89	8
2011 1° trim.	14.464	4.730	3.143	753	5.324	513	303	130	48	10	102	13
2° trim.	14.666	4.781	3.125	761	5.465	535	277	111	54	9	90	12
3° trim.	14.711	4.810	3.142	773	5.448	539	178	67	31	7	66	8
2011 giu.	14.666	4.781	3.125	761	5.465	535	253	115	38	7	80	12
lug.	14.682	4.794	3.138	768	5.450	533	213	67	52	10	75	9
ago.	14.667	4.789	3.119	765	5.458	536	122	56	17	1	41	8
set.	14.711	4.810	3.142	773	5.448	539	200	77	25	9	82	6
di cui: a lungo termine con tasso fisso												
2009	8.799	2.563	1.026	597	4.261	351	172	60	18	16	72	6
2010	9.470	2.634	1.091	670	4.697	378	156	50	13	10	77	6
2010 4° trim.	9.470	2.634	1.091	670	4.697	378	143	43	19	11	65	6
2011 1° trim.	9.628	2.700	1.098	655	4.787	388	195	78	12	8	87	9
2° trim.	9.855	2.743	1.130	665	4.912	404	174	62	20	8	74	9
3° trim.	9.894	2.773	1.152	678	4.887	404	112	35	8	6	58	5
2011 giu.	9.855	2.743	1.130	665	4.912	404	157	61	13	5	72	7
lug.	9.854	2.745	1.145	673	4.891	401	124	30	11	10	68	5
ago.	9.851	2.748	1.139	671	4.889	403	67	27	4	0	31	5
set.	9.894	2.773	1.152	678	4.887	404	144	47	10	8	75	3
di cui: a lungo termine con tasso variabile												
2009	4.409	1.786	2.044	123	371	85	62	28	25	1	6	2
2010	4.393	1.760	1.972	108	431	121	78	34	29	1	10	4
2010 4° trim.	4.393	1.760	1.972	108	431	121	102	33	44	1	22	2
2011 1° trim.	4.342	1.741	1.927	94	458	123	87	42	29	1	11	4
2° trim.	4.310	1.765	1.848	91	477	129	82	42	22	1	13	4
3° trim.	4.311	1.766	1.830	90	491	133	51	26	16	0	5	3
2011 giu.	4.310	1.765	1.848	91	477	129	79	48	18	2	6	5
lug.	4.316	1.774	1.839	90	482	131	70	30	30	1	6	3
ago.	4.300	1.765	1.824	89	490	132	41	22	8	0	8	3
set.	4.311	1.766	1.830	90	491	133	41	24	11	0	3	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.

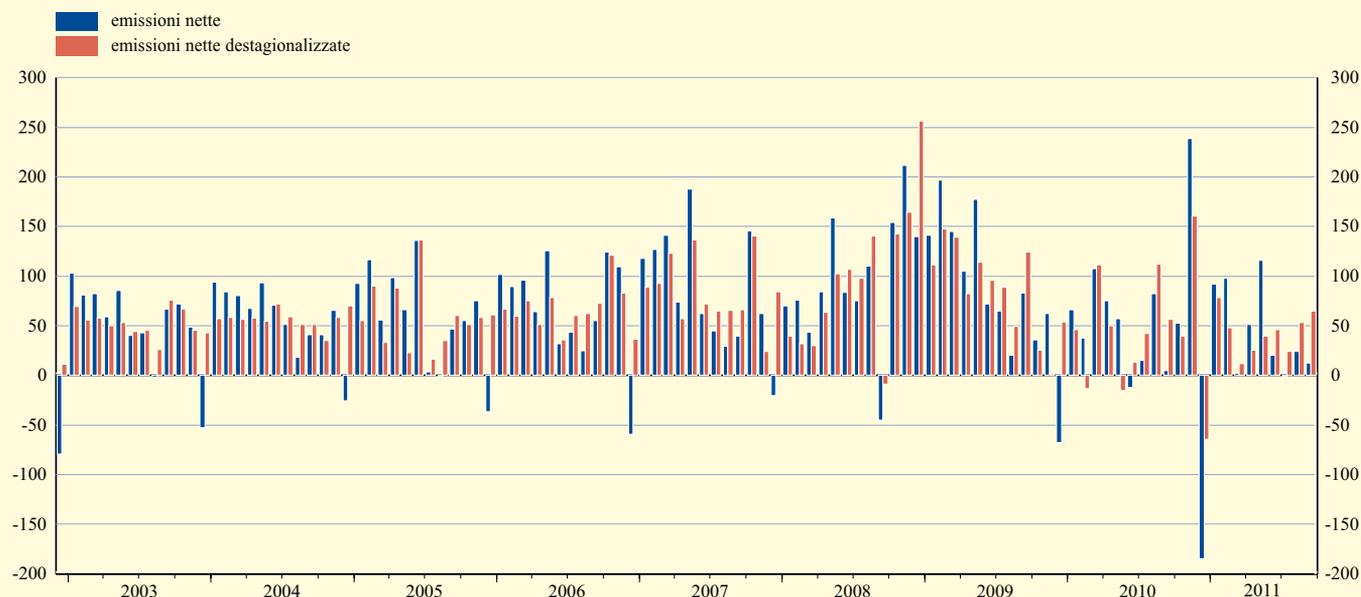
4.2 Titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro distinti per settore emittente e per tipo di strumento
(miliardi di euro salvo diversa indicazione; transazioni nel periodo; valori nominali)

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	18,4	8,7	44,9	4,2	86,1	10,1	18,3	8,4	45,2	4,2
2010	45,0	-1,2	4,3	5,0	31,6	5,3	44,9	-1,4	4,4	5,0	31,8	5,1
2010 4° trim.	35,7	-19,9	23,7	1,3	22,9	7,7	45,1	-4,5	-3,2	4,2	44,0	4,6
2011 1° trim.	64,2	43,0	-19,9	4,4	32,5	4,3	46,0	24,0	-3,5	2,9	16,7	5,9
2° trim.	62,4	4,9	-3,9	2,9	47,5	11,0	36,9	0,5	-9,1	-0,1	34,2	11,4
3° trim.	11,7	11,7	-3,3	4,9	-3,8	2,1	47,3	19,3	12,0	6,7	5,6	3,7
2011 giu.	20,0	-27,5	-5,4	-7,5	47,9	12,4	45,8	-3,3	-2,2	-5,3	41,5	15,1
lug.	-1,3	-3,2	10,3	8,5	-7,1	-9,8	24,4	-4,8	8,0	5,4	26,8	-10,9
ago.	24,3	27,2	-19,3	2,0	4,8	9,6	53,0	33,3	-13,0	9,0	10,1	13,5
set.	12,2	11,2	-0,9	4,3	-8,9	6,5	64,7	29,5	41,1	5,6	-20,2	8,7
A lungo termine												
2009	86,9	14,9	21,5	12,7	33,0	4,8	87,1	15,1	21,4	12,8	33,0	4,8
2010	53,6	1,8	1,6	5,3	41,3	3,6	54,0	1,9	1,8	5,4	41,4	3,6
2010 4° trim.	68,9	-5,3	14,6	2,9	53,1	3,6	64,2	8,2	-10,4	4,4	58,8	3,3
2011 1° trim.	58,9	27,4	-16,1	2,3	40,5	4,9	54,2	17,1	-1,1	2,5	31,2	4,6
2° trim.	67,3	16,6	-5,8	2,4	46,7	7,3	35,7	5,5	-10,1	-0,6	35,1	5,8
3° trim.	-4,4	2,0	-1,5	1,3	-6,9	0,8	36,8	9,9	12,3	2,7	9,1	2,9
2011 giu.	53,5	8,7	-2,9	-2,5	44,0	6,2	43,7	7,8	-2,8	-3,7	38,1	4,3
lug.	-7,3	0,8	9,8	1,4	-16,4	-2,9	31,4	0,1	5,9	1,5	23,4	0,5
ago.	-4,2	0,8	-17,4	-0,7	9,0	4,0	33,8	10,2	-8,4	5,3	20,9	5,8
set.	-1,6	4,4	3,0	3,2	-13,4	1,1	45,3	19,2	39,4	1,2	-16,9	2,4

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.

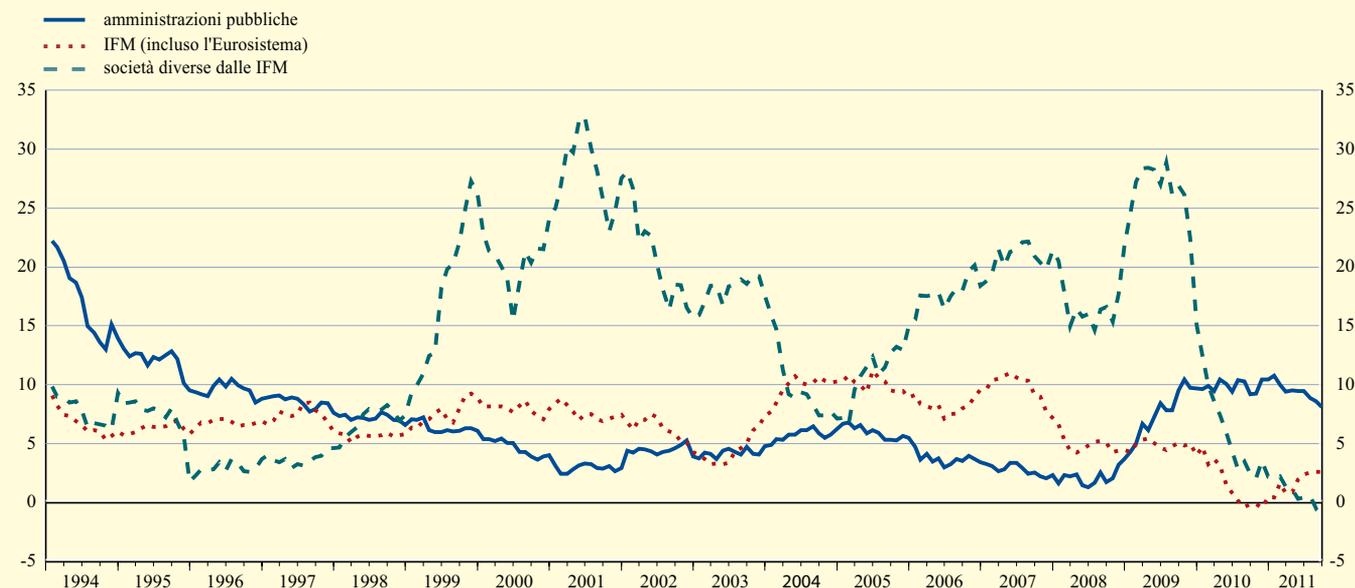
4.3 Tassi di crescita dei titoli non azionari emessi da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

(variazioni percentuali)

	Tassi di crescita sui dodici mesi (non destagionalizzati)						Tassi di crescita sui sei mesi (destagionalizzati)					
	Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche		Totale	IFM (incluso l'Eurosistema)	Società diverse dalle IFM		Amministrazioni pubbliche	
			Società finanziarie diverse dalle IFM	Società non finanziarie	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 set.	3,1	-0,4	0,7	8,6	6,5	12,1	3,4	-0,6	3,9	4,3	5,6	16,9
ott.	3,2	0,0	0,3	8,5	6,4	11,8	3,2	-1,9	3,2	4,2	6,8	17,0
nov.	4,3	0,1	2,5	8,4	8,1	12,8	5,5	0,5	4,7	4,7	9,7	19,2
dic.	3,5	-0,3	1,6	7,4	7,0	13,2	4,4	0,6	2,8	6,6	8,0	13,3
2011 gen.	3,7	0,0	1,7	7,1	7,1	13,4	4,9	2,3	3,5	6,7	7,3	10,9
feb.	4,1	1,6	2,2	5,4	6,7	11,9	4,0	2,5	1,1	5,8	6,4	9,4
mar.	3,4	0,8	1,3	4,7	5,9	14,5	3,4	2,2	-1,2	5,1	6,3	12,1
apr.	3,2	0,4	1,1	3,4	6,0	14,6	3,3	2,9	-0,9	2,6	5,3	12,3
mag.	3,6	1,7	0,0	4,2	6,1	17,4	1,7	3,0	-4,6	3,8	2,7	15,8
giu.	3,8	1,8	0,1	4,2	6,5	16,1	3,1	2,8	-2,3	2,0	5,2	19,9
lug.	3,7	1,8	0,4	4,9	6,2	13,3	2,4	1,2	-2,5	3,1	5,1	15,9
ago.	3,3	1,9	-1,1	5,3	5,6	15,3	2,5	1,2	-3,2	4,7	4,9	21,9
set.	3,3	2,3	-0,3	5,0	5,1	14,3	3,2	2,2	0,5	4,8	4,0	16,8
	A lungo termine											
2010 set.	4,1	-0,1	0,3	11,1	8,9	12,0	3,5	-1,5	2,9	5,8	7,9	8,7
ott.	4,0	-0,1	0,1	10,5	9,0	11,4	3,7	-1,6	2,2	6,0	9,0	10,2
nov.	4,8	-0,5	2,1	9,6	10,4	11,2	5,5	0,4	3,9	7,3	10,4	13,4
dic.	4,7	0,5	0,6	8,8	10,5	9,4	5,5	1,9	1,3	7,3	11,2	7,2
2011 gen.	4,8	0,4	0,7	8,0	11,0	8,6	6,1	3,7	1,7	7,4	10,9	7,9
feb.	5,0	1,7	1,2	6,4	10,1	8,8	5,5	4,1	-0,1	6,1	10,0	8,9
mar.	4,3	0,8	0,3	5,7	9,4	9,3	5,1	3,3	-2,2	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	4,0	10,0	9,1
mag.	4,4	2,0	-0,8	5,1	9,1	12,8	3,3	3,6	-5,4	3,0	7,9	12,0
giu.	4,6	2,4	-0,5	4,3	9,4	10,1	3,8	2,9	-2,1	1,5	7,8	12,9
lug.	4,5	2,5	-0,5	4,7	8,7	10,5	2,8	1,4	-2,5	2,1	6,6	13,2
ago.	4,1	2,6	-1,6	4,5	8,4	11,0	2,7	1,1	-3,3	3,0	6,8	13,2
set.	4,1	2,6	-0,8	3,6	7,9	10,2	3,0	2,0	0,4	1,6	5,0	10,5

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.

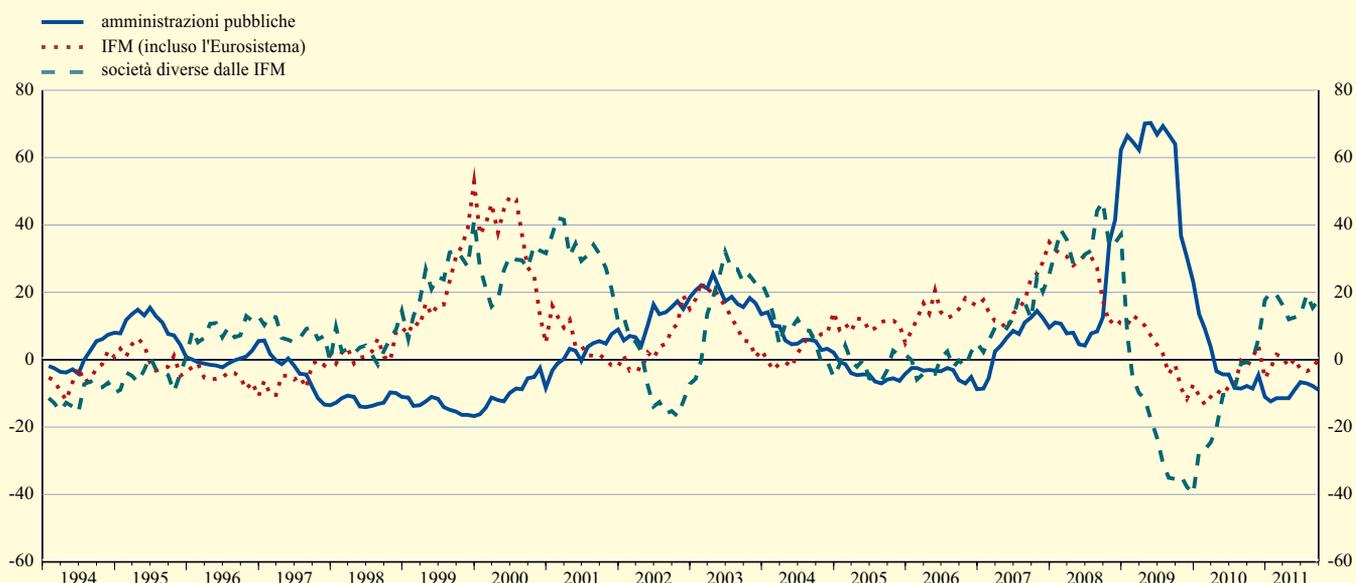
1) Per i dettagli del calcolo dei tassi di crescita cfr. le Note tecniche. I tassi di crescita sui sei mesi sono stati annualizzati.

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	8,1	5,4	12,1	1,6	36,7	-1,9	-0,3	22,2
2010	8,8	5,8	6,4	19,7	9,9	8,9	-0,6	-3,9	0,7	-1,5	6,4	27,5
2010 4° trim.	7,0	2,8	3,2	12,5	9,8	7,4	-0,2	-3,3	-0,9	-1,0	12,2	25,7
2011 1° trim.	6,9	3,4	3,2	9,2	9,7	5,9	0,5	-1,8	-1,9	-1,2	19,0	19,9
2° trim.	6,5	4,6	3,8	6,4	8,2	8,5	-0,4	-2,1	-4,5	-1,5	23,6	18,4
3° trim.	6,7	6,2	4,3	5,2	7,4	9,9	-1,5	-1,4	-7,7	-2,4	25,7	13,0
2011 apr.	6,1	3,8	2,8	6,2	8,1	7,1	0,1	-2,6	-3,2	-1,7	25,2	19,0
mag.	6,8	5,0	4,7	6,6	8,0	10,5	-0,8	-1,4	-5,9	-1,4	22,2	20,9
giu.	7,0	5,9	4,4	5,3	8,3	9,5	-0,7	-1,2	-6,2	-1,9	25,7	12,3
lug.	6,8	6,1	4,4	5,5	7,7	10,0	-1,3	-1,3	-7,2	-1,9	24,4	12,7
ago.	6,6	6,3	3,9	5,2	7,2	10,4	-1,9	-1,5	-8,5	-2,3	25,6	13,4
set.	6,2	6,3	4,7	4,3	6,4	9,3	-1,7	-1,4	-8,6	-3,8	28,3	13,4
	Euro											
2009	10,1	9,1	20,5	23,6	8,2	4,4	14,6	3,8	39,2	-2,4	-0,4	21,4
2010	9,1	5,6	7,5	20,1	10,0	8,4	-0,3	-3,3	0,4	-1,9	5,9	26,1
2010 4° trim.	7,2	1,6	4,3	12,8	10,0	6,8	0,1	-2,4	-1,3	-1,5	12,3	26,5
2011 1° trim.	7,0	2,2	3,5	9,5	9,9	4,8	1,0	-0,1	-2,7	-1,7	19,1	21,0
2° trim.	6,7	3,8	4,1	6,4	8,5	7,9	0,3	-0,6	-4,6	-2,6	23,5	18,1
3° trim.	6,7	5,4	4,5	5,9	7,6	9,7	-1,2	-0,2	-8,4	-3,5	25,6	11,1
2011 apr.	6,2	3,0	3,0	6,0	8,4	6,3	0,9	-1,2	-3,3	-3,0	25,3	18,9
mag.	6,9	4,2	5,3	6,6	8,3	10,3	0,0	0,1	-5,8	-2,5	22,2	21,0
giu.	7,1	5,0	4,8	6,0	8,5	9,1	0,0	0,1	-5,9	-2,4	25,5	10,6
lug.	6,9	5,3	4,7	6,3	7,9	9,5	-1,2	-0,2	-8,2	-3,3	24,3	10,7
ago.	6,6	5,6	4,1	6,0	7,4	10,1	-1,6	-0,5	-9,1	-3,7	25,6	11,5
set.	6,2	5,7	4,5	4,8	6,6	9,5	-1,6	-0,2	-9,9	-4,6	28,3	11,4

F18 Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

4.4 Azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro ¹⁾

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

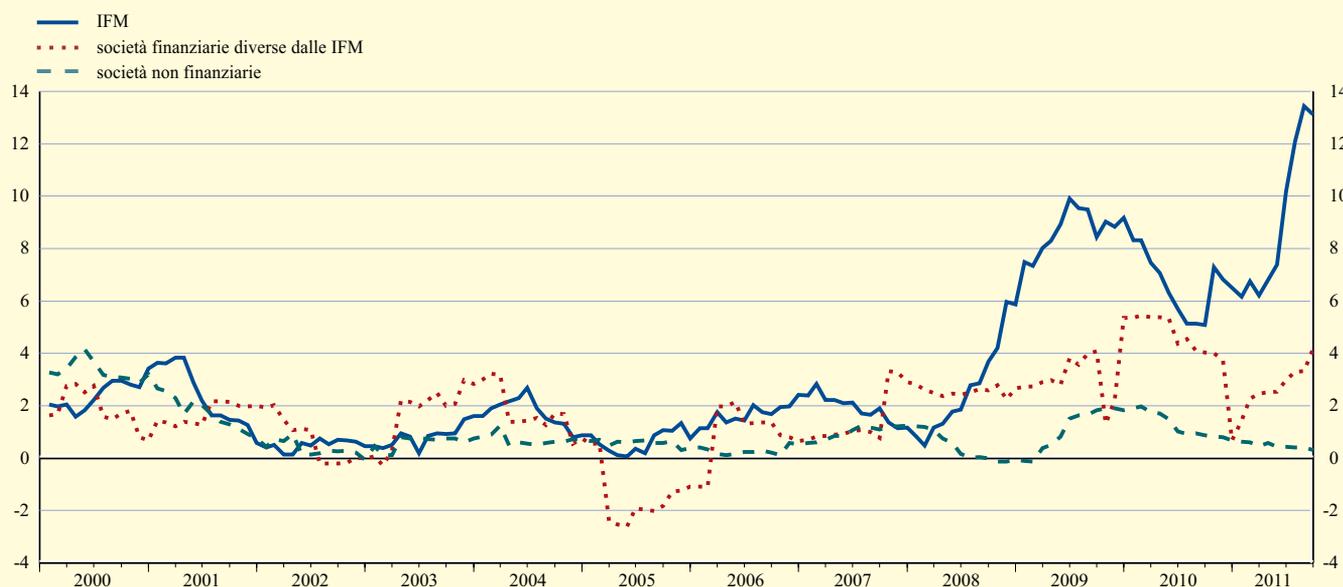
1. Consistenze e variazioni percentuali sui dodici mesi

(consistenze a fine periodo)

	Totale			IFM		Società finanziarie diverse dalle IFM		Società non finanziarie	
	Totale	Indice dic. 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 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.	4.410,6	103,0	3,0	566,0	9,2	350,9	5,4	3.493,7	1,8
2010 gen.	4.242,8	103,1	2,9	516,7	8,3	340,7	5,4	3.385,4	1,9
feb.	4.161,5	103,2	3,0	499,3	8,3	339,2	5,4	3.323,0	2,0
mar.	4.474,4	103,4	2,8	543,6	7,5	365,2	5,4	3.565,5	1,8
apr.	4.409,1	103,4	2,7	508,4	7,1	345,7	5,4	3.555,0	1,7
mag.	4.093,4	103,5	2,4	445,9	6,3	322,7	5,3	3.324,9	1,5
giu.	4.054,6	103,7	1,9	446,4	5,7	315,5	4,4	3.292,7	1,0
lug.	4.256,1	103,7	1,7	519,8	5,1	338,0	4,5	3.398,3	0,9
ago.	4.121,2	103,7	1,7	479,3	5,1	314,4	4,1	3.327,5	0,9
set.	4.345,2	103,8	1,6	487,0	5,1	326,6	4,0	3.531,6	0,9
ott.	4.531,0	104,2	1,8	514,4	7,3	333,5	4,0	3.683,1	0,8
nov.	4.409,2	104,3	1,7	437,8	6,8	312,5	3,7	3.658,9	0,8
dic.	4.593,4	104,3	1,3	458,4	6,5	331,2	0,7	3.803,8	0,7
2011 gen.	4.757,3	104,4	1,3	514,3	6,2	363,3	1,4	3.879,7	0,6
feb.	4.845,8	104,6	1,4	535,0	6,8	378,9	2,3	3.931,9	0,6
mar.	4.767,3	104,7	1,2	491,7	6,2	363,2	2,5	3.912,5	0,5
apr.	4.891,8	104,8	1,4	497,5	6,8	371,5	2,5	4.022,8	0,6
mag.	4.777,5	104,8	1,3	475,9	7,4	356,2	2,5	3.945,4	0,4
giu.	4.722,7	105,3	1,6	491,6	10,2	350,5	3,0	3.880,6	0,4
lug.	4.504,3	105,6	1,8	458,8	12,1	325,5	3,3	3.720,0	0,4
ago.	3.975,3	105,7	1,9	383,0	13,4	281,6	3,3	3.310,7	0,4
set.	3.749,2	105,7	1,9	350,7	13,1	264,3	4,2	3.134,2	0,3

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

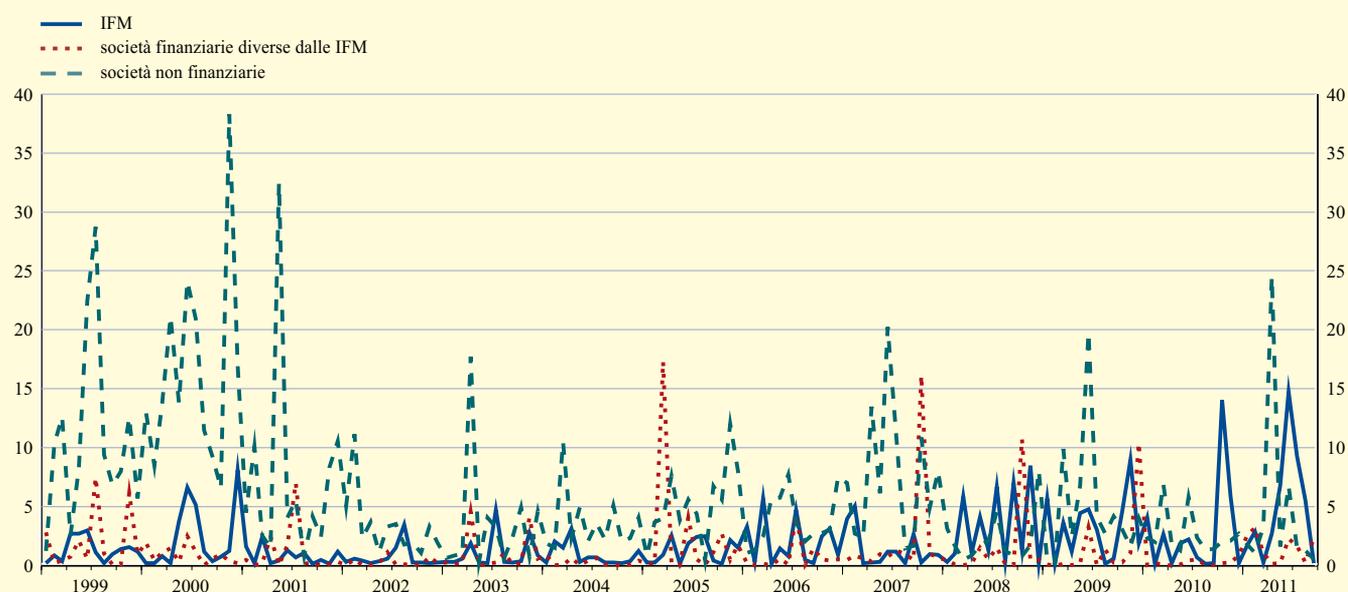
(miliardi di euro; valori di mercato)

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 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.	27,3	18,5	8,8	2,7	0,0	2,7	0,1	0,0	0,1	24,5	18,5	6,0
mag.	8,6	8,8	-0,2	6,8	2,1	4,6	0,2	0,0	0,2	1,6	6,6	-5,0
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
ago.	7,1	1,1	6,0	5,5	0,0	5,5	0,3	0,2	0,1	1,3	0,9	0,4
set.	2,9	2,9	0,0	0,0	0,9	-0,9	2,3	0,0	2,3	0,5	2,0	-1,4

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 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	2,96	3,07	1,67	1,91	0,63	1,65	2,78	3,08	1,30
giu.	0,49	2,58	3,25	3,15	1,70	1,92	0,67	1,78	2,82	2,94	1,47
lug.	0,52	2,74	3,16	3,10	1,70	1,93	0,66	1,77	2,66	3,03	1,41
ago.	0,54	2,73	3,16	2,99	1,77	1,93	0,68	1,64	2,69	2,99	1,42
set.	0,55	2,73	3,15	2,92	1,79	1,94	0,69	1,71	2,72	2,79	1,47
ott.	0,55	2,88	3,17	3,14	1,80	1,96	0,69	1,68	2,74	3,23	1,60

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 nov.	8,02	16,59	5,38	6,08	7,64	7,17	2,80	3,53	3,76	3,70	3,65	3,28	4,40	3,97	
dic.	8,02	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.	8,06	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.	8,09	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.	8,04	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.	8,12	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.	8,19	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.	8,24	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	5,34	6,54	7,97	7,57	3,47	3,96	4,20	4,15	4,16	3,95	4,96	4,39	
set.	8,41	17,18	5,77	6,57	7,94	7,64	3,41	3,86	4,02	4,02	4,02	3,97	4,86	4,20	
ott.	8,41	17,16	5,60	6,53	7,94	7,53	3,44	3,79	3,86	3,94	3,95	3,98	4,76	4,16	

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 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.	4,43	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	4,94	4,85	5,03	4,58	4,35	2,80	3,56	3,70	3,99	3,87	4,06
set.	4,55	4,59	4,94	4,79	4,94	4,46	4,31	2,84	3,44	3,74	3,63	3,63	3,74
ott.	4,61	4,73	5,04	4,83	4,99	4,56	4,27	2,98	3,56	3,85	3,89	3,60	3,71

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)

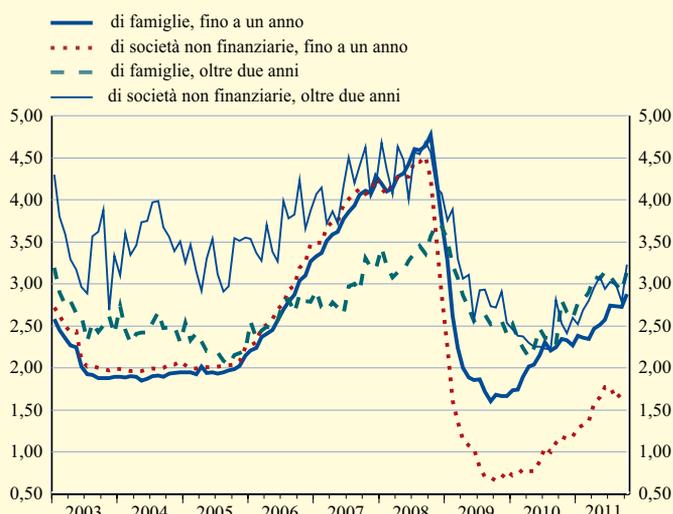
	Depositi da famiglie					Depositi da società non finanziarie				Operazioni di pronti contro termine
	A vista ²⁾	Con durata prestabilita		Rimborsabili con preavviso ^{2),3)}		A vista ²⁾	Con durata prestabilita			
		fino a 2 anni	oltre 2 anni	fino a 3 mesi	oltre 3 mesi		fino a 2 anni	oltre 2 anni		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2010 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	2,48	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	2,58	2,77	1,77	1,93	0,68	2,11	3,14	1,97	
set.	0,55	2,61	2,79	1,79	1,94	0,69	2,14	3,15	2,07	
ott.	0,55	2,65	2,78	1,80	1,96	0,69	2,16	3,14	2,17	

5. Tassi di interesse sui prestiti (consistenze)

	Prestiti alle famiglie					Prestiti a società non finanziarie			
	Prestiti per acquisto di abitazione con durata prestabilita			Credito al consumo e altri prestiti con durata prestabilita			Con durata prestabilita		
	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2010 nov.	3,77	3,86	3,84	7,74	6,47	5,20	3,50	3,39	3,41
dic.	3,73	3,83	3,81	7,72	6,41	5,18	3,49	3,41	3,42
2011 gen.	3,71	3,80	3,80	7,83	6,40	5,17	3,58	3,44	3,42
feb.	3,68	3,81	3,82	7,86	6,43	5,20	3,63	3,47	3,47
mar.	3,72	3,80	3,84	7,90	6,40	5,19	3,67	3,49	3,48
apr.	3,81	3,78	3,84	7,92	6,43	5,23	3,76	3,59	3,54
mag.	3,81	3,78	3,85	7,94	6,38	5,23	3,83	3,64	3,56
giu.	3,87	3,78	3,86	7,93	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
set.	4,12	3,80	3,92	8,12	6,48	5,31	4,10	3,85	3,74
ott.	4,12	3,78	3,91	8,15	6,43	5,33	4,17	3,87	3,74

F21 Nuovi depositi con durata prestabilita

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

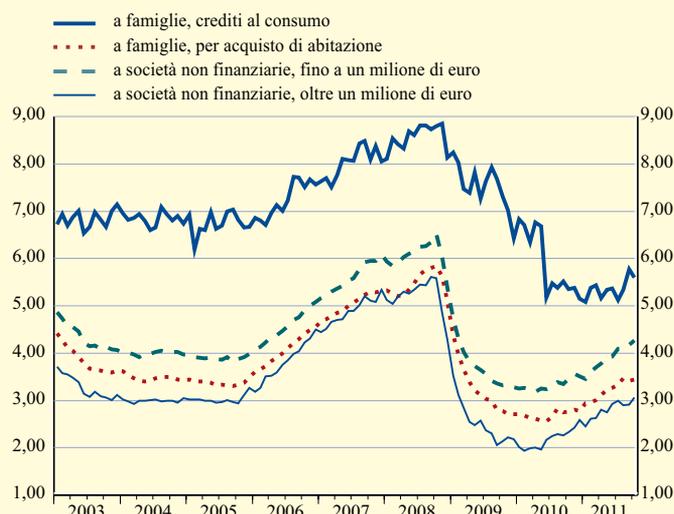


Fonte: BCE.

* 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)

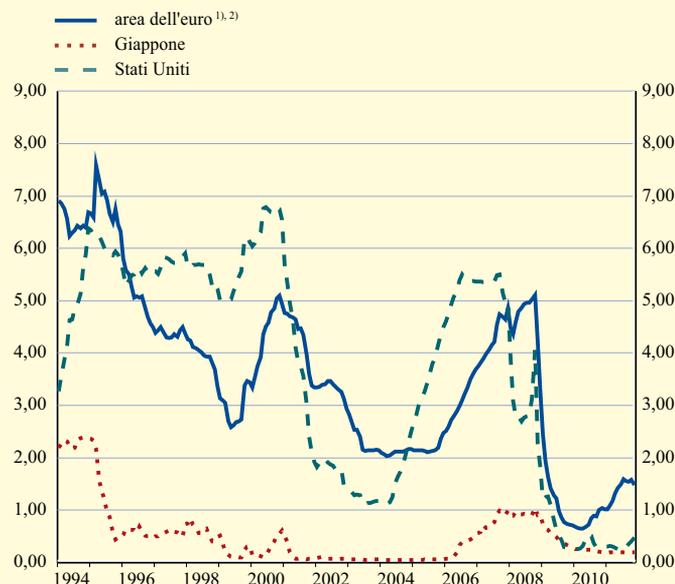
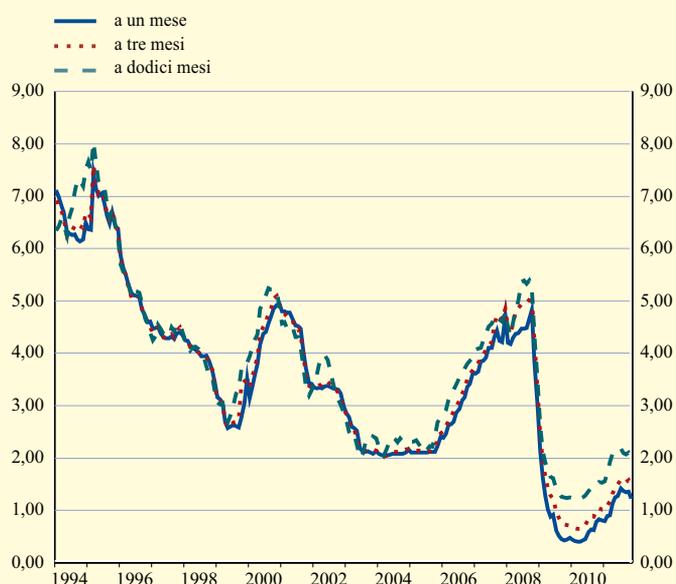
	Area dell'euro ^{1),2)}					Stati Uniti	Giappone
	Depositi overnight (Eonia) 1	Depositi a un mese (Euribor) 2	Depositi a tre mesi (Euribor) 3	Depositi a sei mesi (Euribor) 4	Depositi a dodici mesi (Euribor) 5	Depositi a tre mesi (Libor) 6	Depositi a tre mesi (Libor) 7
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	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 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
ott.	0,96	1,36	1,58	1,78	2,11	0,41	0,19
nov.	0,79	1,23	1,48	1,71	2,04	0,48	0,20

F23 Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro ^{1), 2)}

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

F24 Tassi di interesse del mercato monetario a tre mesi

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



Fonte: BCE.

- 1) Per i periodi precedenti al gennaio 1999, i tassi sintetici dell'area dell'euro sono calcolati sulla base dei tassi di interesse nazionali ponderati con il PIL. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.
- 2) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.

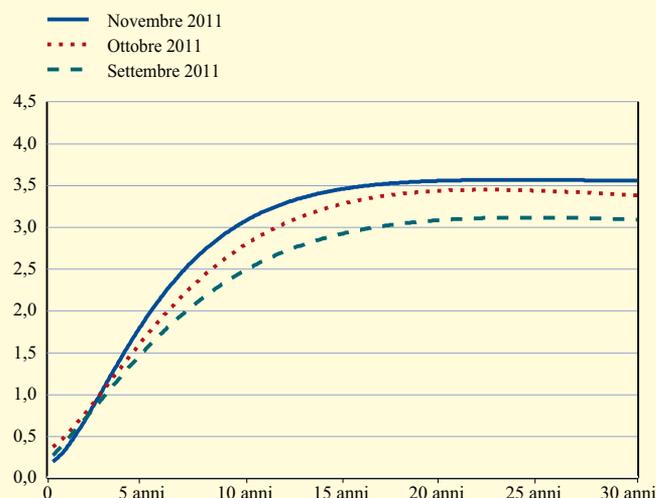
4.7 Curve dei rendimenti dell'area dell'euro¹⁾

(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 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
3° trim.	0,27	0,47	0,75	1,55	1,99	2,48	2,21	1,74	0,74	1,31	2,77	3,79
2010 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
ott.	0,38	0,54	0,81	1,71	2,22	2,79	2,41	1,98	0,78	1,39	3,12	4,29
nov.	0,20	0,38	0,74	1,92	2,51	3,07	2,87	2,33	0,69	1,53	3,64	4,41

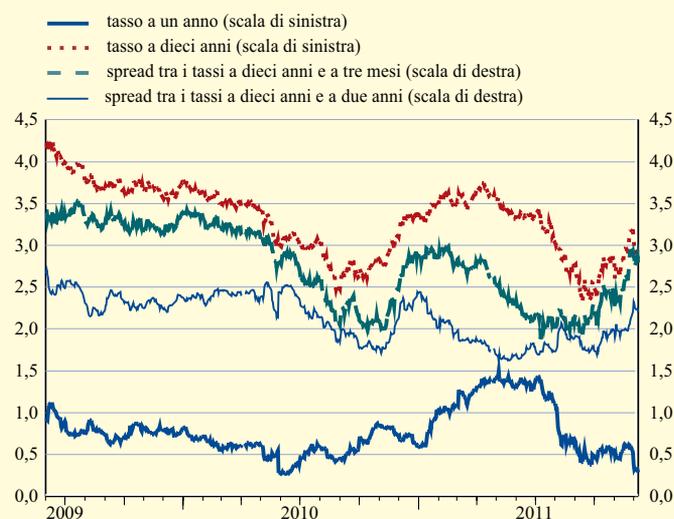
F25 Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro²⁾

(valori percentuali su base annua; fine periodo)



F26 Spread e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro²⁾

(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.

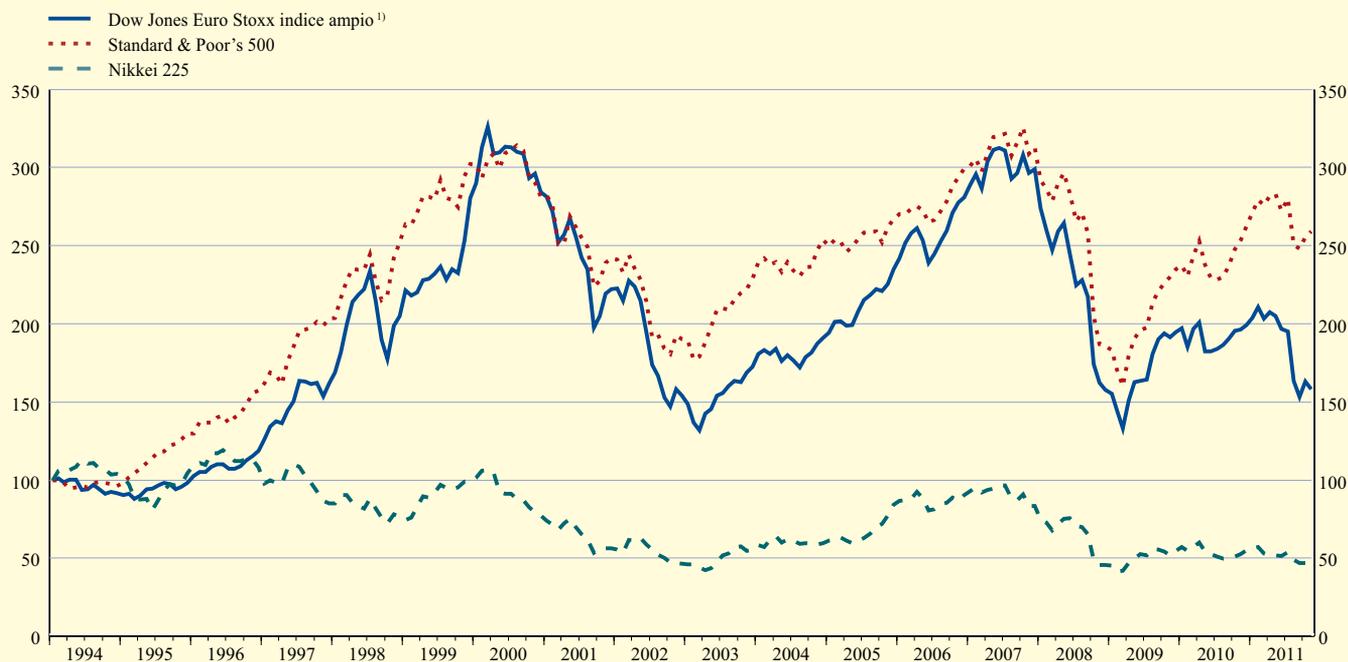
4.8 Indici del mercato azionario

(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
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
ott.	226,1	2.312,3	424,8	142,4	325,6	290,2	123,1	302,3	203,0	269,9	334,1	426,1	1.207,2	8.733,6
nov.	219,2	2.239,6	423,6	141,5	325,9	293,5	112,8	292,2	205,7	250,6	316,6	423,3	1.226,4	8.506,1

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 3° trim.	109,9	1,7	1,0	2,0	1,4	0,3	0,5	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	0,5	0,5	0,3	2,0	0,4	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
3° trim.	112,8	2,7	1,7	3,2	2,0	0,3	1,1	0,0	-0,4	0,4	0,5	2,6	3,5
2011 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.	113,5	3,0	2,0	3,7	1,9	0,5	0,4	0,2	1,2	0,9	0,1	2,9	3,5
ott.	113,9	3,0	2,0	3,9	1,8	0,2	0,5	0,5	0,2	0,6	0,1	3,0	3,6
nov. ³⁾	.	3,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Beni						Servizi					
	Alimentari (incluse le bevande alcoliche e i tabacchi)			Beni industriali			Abitativi		Di trasporto	Di comunicazione	Ricreativi e personali	Vari
	Totale	Trasformati	Non trasformati	Totale	Non energetici	Energetici	Di locazione					
in perc. del totale nel 2011	19,3	11,9	7,4	39,3	28,9	10,4	10,1	6,0	6,5	3,2	14,6	7,0
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5
2009	0,7	1,1	0,2	-1,7	0,6	-8,1	2,0	1,8	2,9	-1,0	2,1	2,1
2010	1,1	0,9	1,3	2,2	0,5	7,4	1,8	1,5	2,3	-0,8	1,0	1,5
2010 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
3° trim.	2,8	3,7	1,3	3,4	0,4	12,0	1,8	1,5	3,2	-1,8	2,2	2,1
2011 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
set.	3,0	4,0	1,4	4,1	1,2	12,4	1,8	1,4	3,1	-1,9	2,3	2,2
ott.	3,3	4,3	1,8	4,2	1,3	12,4	1,7	1,4	2,9	-1,9	2,2	2,0

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

	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					
in perc. del totale nel 2005	100,0	100,0	82,8	75,6	30,0	22,0	23,7	2,7	21,0	24,4			
	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	4,7	
2008	114,4	6,1	4,8	3,4	3,9	2,1	3,9	2,8	4,1	14,2	3,8	1,4	
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	1,8	
2010 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	2,8	
2011 1° trim.	116,7	6,5	6,3	4,4	7,9	1,3	2,5	1,8	2,6	12,5	4,2	2,3	
2° trim.	118,5	6,3	5,8	4,3	6,8	1,3	3,4	1,9	3,7	11,9	3,0	1,1	
3° trim.	118,9	5,9	5,5	3,8	5,6	1,5	3,3	2,2	3,5	11,8	3,2	.	
2011 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	5,4	4,1	6,3	1,3	3,4	1,8	3,7	10,7	-	-	
lug.	118,9	6,1	5,8	4,0	6,1	1,5	3,3	1,9	3,5	11,9	-	-	
ago.	118,7	5,8	5,5	3,9	5,7	1,5	3,3	2,1	3,5	11,4	-	-	
set.	119,0	5,8	5,3	3,5	5,0	1,5	3,3	2,5	3,4	12,2	-	-	
ott.	119,2	5,5	5,0	3,2	4,2	1,5	3,4	2,5	3,5	12,4	-	-	

3. Prezzi delle materie prime e deflatori del PIL

	Prezzo del petrolio ³⁾ (euro per barile)	Prezzi delle materie prime non energetiche						Deflatori del PIL								
		Ponderati in base alle importazioni ⁴⁾			Ponderati in base all'utilizzo ⁵⁾			Totale (destagionalizzato; indice 2000=100)	Totale	Domanda interna				Esportazioni ⁶⁾	Importazioni ⁶⁾	
		Totale	Alimentari	Non alimentari	Totale	Alimentari	Non alimentari			Totale	Consumi privati	Consumi collettivi	Investimenti fissi lordi			
in perc. del totale		100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0									
		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	2,6	2,7	2,8	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	-0,4	2,1	-0,6	-3,3	-5,9	
2010	60,7	44,6	21,4	57,9	42,1	27,1	54,5	107,9	0,7	1,5	1,7	0,9	1,2	3,0	5,3	
2010 3° trim.	59,6	51,5	29,7	63,1	49,4	41,0	55,8	108,2	1,0	1,8	1,8	0,5	1,8	4,3	6,6	
4° trim.	64,4	48,6	36,6	54,7	48,7	48,4	48,9	108,2	0,9	1,8	2,1	0,7	1,7	4,3	6,7	
2011 1° trim.	77,3	42,9	46,1	41,4	41,0	47,2	36,6	108,7	1,2	2,3	2,5	0,8	2,0	5,4	8,3	
2° trim.	81,3	11,6	28,8	4,6	13,3	26,2	5,1	109,1	1,2	2,0	2,6	0,8	1,6	3,7	5,7	
3° trim.	79,3	3,8	16,7	-1,6	4,9	11,7	0,3	109,7	1,4	2,1	2,6	0,9	1,5	3,3	5,1	
2011 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	1,5	14,3	-3,9	1,5	7,5	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	
ott.	78,9	1,7	10,9	-2,4	2,5	10,6	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-	
nov.	81,4	-1,9	4,8	-4,9	-0,7	6,0	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-	

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			7
	1	2	3	4	5	6	7	8	
Costo del lavoro per unità di prodotto¹⁾									
2009	110,0	3,9	-3,0	8,8	2,0	5,7	0,6	2,7	
2010	109,2	-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	-0,2	0,8	-3,3	1,0	-0,3	1,8	0,7	
2011 1° trim.	109,7	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	99,8	-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.	102,5	2,2	-0,6	8,2	-0,2	3,6	-0,4	-0,1	
4° trim.	102,7	1,8	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	1,2	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	102,1	-0,8	5,2	-4,3	2,7	-2,5	2,0	0,3	
2010	103,6	1,5	1,4	6,6	-0,7	2,2	-0,7	-0,4	
2010 3° trim.	103,9	1,3	0,0	4,7	-0,5	2,5	-1,2	-0,3	
4° trim.	104,2	1,5	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 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
3° trim.								2,1

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	9.030,2	8.897,5	5.050,0	1.805,3	1.965,3	76,8	132,7	3.749,3	3.616,6
2008	9.244,3	9.158,9	5.207,0	1.898,9	1.989,7	63,3	85,4	3.881,8	3.796,4
2009	8.930,9	8.813,0	5.128,2	1.986,5	1.740,3	-42,0	117,9	3.273,2	3.155,3
2010	9.161,7	9.046,0	5.262,6	2.013,6	1.749,6	20,3	115,7	3.747,9	3.632,2
2010 3° trim.	2.303,6	2.270,9	1.319,3	505,1	440,5	6,0	32,7	959,6	927,0
4° trim.	2.310,0	2.283,3	1.333,3	503,3	440,2	6,4	26,8	976,9	950,2
2011 1° trim.	2.338,4	2.317,6	1.343,8	507,7	451,1	15,0	20,8	1.010,3	989,6
2° trim.	2.351,1	2.323,0	1.349,1	507,5	453,3	13,1	28,0	1.024,5	996,5
3° trim.	2.367,3	2.330,5	1.357,6	509,3	454,2	9,4	36,8	1.046,5	1.009,7
<i>in percentuale del PIL</i>									
2010	100,0	98,7	57,4	22,0	19,1	0,2	1,3	-	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>									
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>									
2010 3° trim.	0,4	0,3	0,3	0,1	0,1	-	-	2,2	1,8
4° trim.	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,4	-	-	1,2	1,0
2011 1° trim.	0,8	0,6	0,1	0,0	1,9	-	-	1,6	1,1
2° trim.	0,2	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-	-	1,1	0,3
3° trim.	0,2	0,0	0,3	0,0	0,1	-	-	1,5	1,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>									
2007	3,0	2,8	1,7	2,2	4,7	-	-	6,6	6,2
2008	0,4	0,3	0,4	2,3	-1,1	-	-	1,0	0,9
2009	-4,2	-3,7	-1,2	2,5	-12,1	-	-	-12,8	-11,7
2010	1,9	1,1	0,9	0,4	-0,7	-	-	11,1	9,3
2010 3° trim.	2,1	1,4	1,0	0,3	0,7	-	-	11,9	10,4
4° trim.	2,0	1,5	1,1	-0,2	1,2	-	-	11,5	10,7
2011 1° trim.	2,4	1,7	1,0	0,3	3,7	-	-	9,7	8,1
2° trim.	1,7	0,9	0,3	0,1	1,6	-	-	6,2	4,4
3° trim.	1,4	0,5	0,3	-0,1	1,6	-	-	5,5	3,6
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul trimestre precedente; punti percentuali</i>									
2010 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	-0,1	0,1	0,1	-	-
2011 1° trim.	0,8	0,5	0,1	0,0	0,4	0,1	0,2	-	-
2° trim.	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	0,3	-	-
3° trim.	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	-0,2	0,2	-	-
<i>contributi alla variazione percentuale del PIL sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>									
2007	3,0	2,8	1,0	0,4	1,0	0,3	0,2	-	-
2008	0,4	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,1	0,1	-	-
2009	-4,2	-3,7	-0,7	0,5	-2,6	-0,9	-0,6	-	-
2010	1,9	1,1	0,5	0,1	-0,1	0,6	0,8	-	-
2010 3° trim.	2,1	1,4	0,6	0,1	0,1	0,6	0,7	-	-
4° trim.	2,0	1,5	0,6	0,0	0,2	0,7	0,5	-	-
2011 1° trim.	2,4	1,7	0,6	0,1	0,7	0,4	0,7	-	-
2° trim.	1,6	0,8	0,2	0,0	0,3	0,3	0,8	-	-
3° trim.	1,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	0,8	-	-

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, alberghieri, di ristorazione, di trasporto e di comunicazione	Servizi finanziari, immobiliari, di noleggio e alle imprese	Amministrazioni pubbliche, istruzione, sanità e altri servizi	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>A prezzi correnti (miliardi di euro)</i>								
2007	8.071,4	147,7	1.654,0	511,7	1.666,4	2.304,4	1.790,9	958,8
2008	8.299,0	143,1	1.653,9	527,3	1.725,6	2.381,1	1.871,8	945,3
2009	8.038,1	129,2	1.445,5	505,9	1.648,4	2.374,3	1.945,6	892,8
2010	8.222,9	138,6	1.530,6	486,8	1.690,5	2.409,7	1.980,5	938,8
2010 3° trim.	2.065,4	35,1	383,1	122,2	425,6	605,2	495,0	238,2
4° trim.	2.073,0	35,8	390,0	120,6	427,0	606,7	495,1	237,0
2011 1° trim.	2.098,1	36,7	397,2	125,2	431,6	611,8	498,3	240,3
2° trim.	2.109,2	36,6	400,2	125,6	434,4	614,2	501,6	241,9
3° trim.	2.122,4	.	.	.	.	.	.	245,0
<i>in percentuale del valore aggiunto</i>								
2010	100,0	1,7	18,6	5,9	20,6	29,3	24,1	-
<i>Volumi calcolati su indici a catena (a prezzi dell'anno precedente)</i>								
<i>variazioni percentuali sul trimestre precedente</i>								
2010 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	-0,2
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	-0,4
3° trim.	0,2	.	.	.	.	.	.	0,1
<i>variazioni percentuali sul periodo corrispondente</i>								
2007	3,2	1,6	3,5	2,6	3,9	4,2	1,8	0,9
2008	0,6	1,3	-2,4	-1,6	1,4	1,6	2,0	-1,3
2009	-4,3	2,8	-13,1	-6,2	-5,3	-1,6	1,3	-4,0
2010	2,0	0,1	6,3	-4,1	2,4	1,0	0,9	1,0
2010 3° trim.	2,1	-0,8	5,8	-3,1	3,1	1,2	0,8	2,1
4° trim.	2,1	0,0	6,3	-3,0	2,3	1,4	0,4	1,2
2011 1° trim.	2,2	-0,3	5,8	1,1	2,3	1,5	0,6	3,9
2° trim.	1,7	0,1	4,3	0,2	1,5	1,3	0,6	1,2
3° trim.	1,4	.	.	.	.	.	.	0,7
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul trimestre precedente; punti percentuali</i>								
2010 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	-
3° trim.	0,2	.	.	.	.	.	.	-
<i>contributi alla variazione percentuale del valore aggiunto sul periodo corrispondente; punti percentuali</i>								
2007	3,2	0,0	0,7	0,2	0,8	1,2	0,4	-
2008	0,6	0,0	-0,5	-0,1	0,3	0,5	0,4	-
2009	-4,3	0,0	-2,6	-0,4	-1,1	-0,5	0,3	-
2010	2,0	0,0	1,1	-0,3	0,5	0,3	0,2	-
2010 3° trim.	2,1	0,0	1,1	-0,2	0,6	0,4	0,2	-
4° trim.	2,1	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.	1,7	0,0	0,8	0,0	0,3	0,4	0,1	-
3° trim.	1,4	.	.	.	.	.	.	-

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	12
				3	4	5	6	7	Beni di consumo						
									8	9	10				
Totale	Industria manifatturiera	Totale	Beni intermedi	Beni d'investimento	Totale	Durevoli	Non durevoli								
100,0	77,8	77,8	69,2	68,7	28,1	22,3	18,3	2,6	15,7	9,1	22,2				
2008	-2,4	106,6	-1,6	-1,7	-1,8	-3,4	0,0	-1,9	-5,2	-1,3	0,2	-5,2			
2009	-13,6	90,8	-14,8	-15,9	-16,0	-19,0	-20,9	-4,9	-17,3	-2,9	-5,3	-7,8			
2010	4,1	97,5	7,4	7,8	7,8	10,1	9,1	3,4	2,6	3,5	3,8	-8,1			
2010 4° trim.	4,5	99,9	8,0	8,4	8,5	7,9	13,9	3,0	2,0	3,1	4,9	-9,2			
2011 1° trim.	4,6	101,0	6,6	8,2	8,2	9,0	13,2	1,4	2,8	1,2	-2,3	-2,6			
2° trim.	2,2	101,3	4,2	5,4	5,5	4,3	9,4	2,3	0,9	2,4	-5,4	-5,4			
3° trim.	3,5	102,3	4,1	4,9	5,0	3,8	9,9	1,1	2,0	1,0	-2,8	0,9			
2011 apr.	3,7	101,4	5,4	6,8	7,0	5,5	10,7	3,9	4,6	3,7	-5,2	-3,1			
mag.	3,3	101,6	4,3	5,9	6,2	4,5	10,7	2,6	1,1	2,7	-7,2	-0,9			
giu.	-0,3	101,0	2,8	3,6	3,4	3,1	7,0	0,4	-2,8	1,0	-3,7	-11,4			
lug.	4,0	102,0	4,4	5,2	5,3	4,2	11,8	-0,1	4,5	-0,7	-4,0	2,0			
ago.	5,3	103,3	6,0	7,1	7,2	5,3	13,0	3,1	3,2	3,2	-2,1	1,6			
set.	1,7	101,5	2,4	3,0	3,0	2,1	5,9	0,7	-1,0	0,9	-2,2	-0,7			
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>															
2011 apr.	0,4	-	0,3	0,3	0,2	0,1	0,7	0,8	0,8	0,4	-3,7	0,8			
mag.	0,3	-	0,2	0,1	0,1	0,0	1,2	-0,2	-0,6	-0,1	0,3	0,5			
giu.	-1,3	-	-0,6	-1,1	-0,7	-0,7	-1,4	-0,6	-2,5	-0,7	1,1	-1,2			
lug.	1,8	-	1,0	0,8	1,0	0,7	3,0	-0,2	3,7	-0,7	0,3	1,7			
ago.	1,1	-	1,4	1,6	1,3	1,7	2,4	0,9	0,0	1,7	1,0	-0,2			
set.	-1,9	-	-1,8	-2,5	-1,4	-2,2	-3,8	-0,7	-3,5	-1,1	-0,8	-1,8			

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 (incluso il 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		Carburante			
									Tessili, vestiario, calzature	Elettrodomestici				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	38,4	51,0	9,0	12,8	10,6	-	-	
2008	112,9	-5,7	116,9	1,4	2,4	103,1	-0,7	-1,8	-0,1	-1,9	-1,6	-1,0	891	-7,8
2009	87,3	-22,7	95,6	-18,3	-4,3	100,6	-2,5	-1,7	-2,2	-1,8	-3,9	-5,7	925	3,3
2010	102,8	17,6	105,2	10,2	2,1	101,4	0,8	0,5	1,7	2,6	0,7	-2,9	843	-8,5
2010 4° trim.	108,4	18,5	110,0	12,4	2,0	101,4	0,6	0,2	1,5	1,6	-0,1	-2,0	850	-11,0
2011 1° trim.	112,2	18,5	114,6	13,7	2,1	101,3	0,1	-1,1	1,2	-0,3	1,7	-1,3	861	-3,1
2° trim.	114,3	11,6	114,6	9,8	1,7	101,0	-0,5	-0,6	-0,1	1,7	-1,2	-3,6	827	-1,8
3° trim.	111,4	5,4	115,0	8,7	1,7	101,0	-0,6	-0,9	0,0	-2,3	-0,1	-4,3	821	2,9
2011 mag.	115,9	13,4	115,4	10,6	0,5	100,4	-1,8	-2,8	-1,0	-0,4	-2,7	-3,6	825	-1,1
giu.	114,7	10,3	113,1	6,5	1,3	101,0	-0,8	-0,3	-0,6	1,1	-2,6	-3,9	829	-3,8
lug.	112,8	8,8	115,2	9,8	1,7	101,2	-0,4	-2,4	1,7	2,3	1,6	-5,4	817	2,2
ago.	114,3	6,0	116,4	10,2	2,0	101,2	-0,1	0,1	0,3	-1,1	-1,4	-3,0	821	6,1
set.	107,2	1,6	113,2	6,4	1,3	100,6	-1,4	-0,4	-2,0	-8,5	-0,6	-4,4	827	1,3
ott.	-	-	-	-	2,0	101,0	-0,4	-0,4	-0,6	-	-	-	820	-0,7
<i>variazioni percentuali sul mese precedente (dest.)</i>														
2011 giu.	-	-1,1	-	-2,0	0,6	-	0,6	0,7	0,5	1,2	0,3	-0,1	-	0,5
lug.	-	-1,7	-	1,9	0,4	-	0,2	-0,7	0,5	1,6	1,3	-0,4	-	-1,4
ago.	-	1,4	-	1,0	0,1	-	0,1	0,4	-0,2	-1,5	-0,7	1,1	-	0,5
set.	-	-6,2	-	-2,8	-0,5	-	-0,6	0,0	-0,8	-4,2	-0,1	-0,9	-	0,7
ott.	-	-	-	-	0,8	-	0,4	0,2	0,5	-	-	-	-	-0,8

Fonti: Eurostat, eccetto le colonne 13 e 14 nella tavola 4 della sezione 5.2 (che comprende elaborazioni della BCE basate sui dati di fonte ACEA, Associazione europea dei costruttori di automobili).

1) Comprende le industrie del settore manifatturiero che lavorano principalmente sulla base di ordinativi; esse costituiscono il 61,2 per cento dell'intero settore nel 2005.

2) I dati annuali e trimestrali sono medie di quelli mensili nel periodo considerato.

5.2 Produzione e domanda

 (saldi 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	81,2	-10,4	-6,6	-12,4	14,7	-7,9
3° trim.	98,8	-2,6	-8,5	4,5	5,3	80,3	-15,6	-7,3	-21,6	23,8	-9,6
2011 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	80,8	-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	-11,9	6,1	0,3	-	-19,1	-8,8	-27,2	29,8	-10,6
ott.	94,8	-6,5	-13,0	6,6	0,2	79,7	-19,9	-8,9	-28,6	32,5	-9,4
nov.	93,7	-7,3	-14,0	7,1	-0,7	-	-20,4	-9,1	-28,9	33,7	-9,7

	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.	-24,8	-32,8	-16,6	-7,4	-6,8	12,9	-2,3	3,9	0,7	4,2	6,6
2011 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.	-26,6	-35,1	-18,0	-9,8	-10,6	14,6	-4,1	0,0	-3,3	0,8	2,5
ott.	-25,1	-32,8	-17,3	-9,7	-11,6	13,9	-3,8	0,1	-3,4	-0,4	4,2
nov.	-24,8	-30,5	-19,0	-11,0	-13,6	14,2	-5,3	-1,7	-6,6	-1,6	3,2

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	28,6
	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

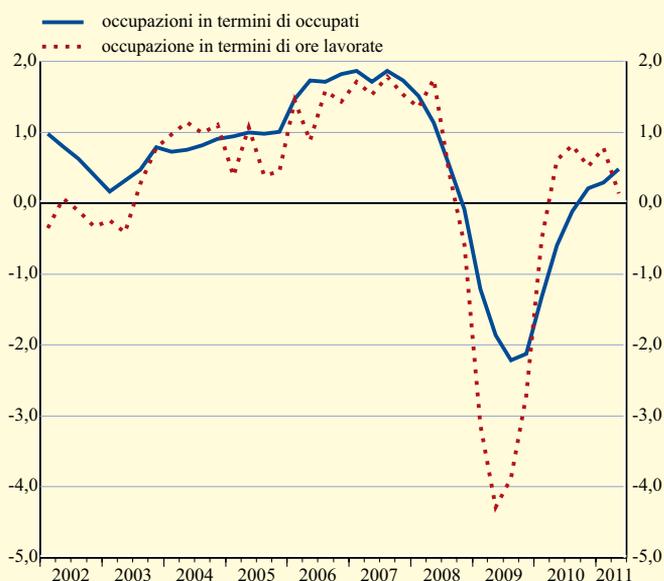
(dati destagionalizzati salvo diversa indicazione)

4. Disoccupazione e posti vacanti¹⁾

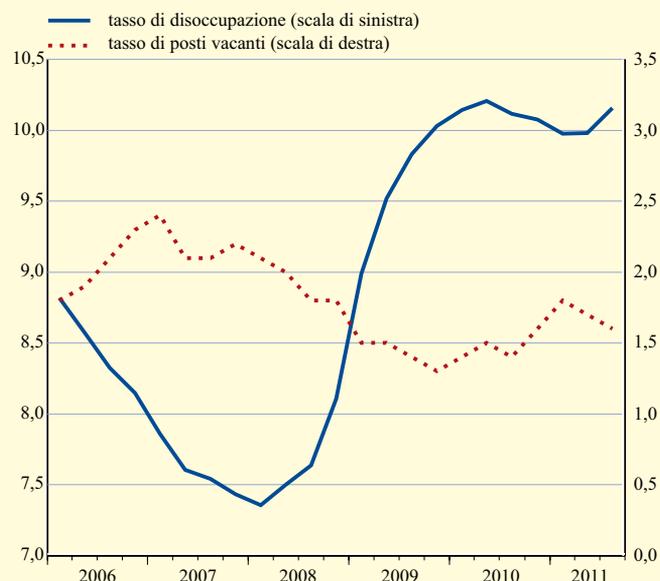
	Disoccupazione										Tasso di posti vacanti ²⁾ in perc. del totale dei posti di lavoro
	Totale		Per età ³⁾				Per genere ⁴⁾				
	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Adulti		Giovani		Maschi		Femmine		
			Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. delle forze di lavoro	Milioni	in perc. 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	11,784	7,6	9,186	6,7	2,598	15,5	5,810	6,7	5,975	8,7	2,2
2008	11,972	7,6	9,294	6,6	2,679	16,0	6,049	7,0	5,923	8,5	1,9
2009	15,051	9,6	11,767	8,4	3,283	20,3	8,144	9,4	6,907	9,8	1,4
2010	15,930	10,1	12,659	8,9	3,271	20,9	8,593	10,0	7,336	10,3	1,5
2010 3° trim.	15,893	10,1	12,663	8,9	3,230	20,8	8,550	9,9	7,343	10,3	1,4
4° trim.	15,841	10,1	12,650	8,9	3,190	20,6	8,461	9,8	7,380	10,4	1,6
2011 1° trim.	15,689	10,0	12,505	8,8	3,184	20,7	8,349	9,7	7,341	10,3	1,8
2° trim.	15,744	10,0	12,558	8,8	3,186	20,6	8,374	9,7	7,369	10,3	1,7
3° trim.	16,048	10,2	12,788	9,0	3,259	21,0	8,501	9,8	7,546	10,5	1,6
2011 mag.	15,768	10,0	12,574	8,8	3,194	20,7	8,403	9,7	7,365	10,3	-
giu.	15,803	10,0	12,607	8,9	3,197	20,7	8,386	9,7	7,417	10,4	-
lug.	15,978	10,1	12,745	8,9	3,232	20,9	8,481	9,8	7,496	10,5	-
ago.	15,997	10,1	12,759	9,0	3,239	20,9	8,465	9,8	7,532	10,5	-
set.	16,168	10,2	12,861	9,0	3,306	21,2	8,556	9,9	7,611	10,6	-
ott.	16,294	10,3	12,956	9,1	3,338	21,4	8,682	10,0	7,612	10,6	-

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

	Totale	Entrate correnti										Entrate in conto capitale		Per memoria: pressione fiscale ²⁾
		Imposte dirette					Imposte indirette	Riscosse da istituzioni dell'UE	Contributi sociali		Vendite di beni e servizi		Imposte in conto capitale	
		Famiglie	Imprese	Datori di lavoro	Lavoratori dipendenti									
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	44,9	44,6	11,9	9,0	2,8	13,2	0,4	15,6	8,1	4,6	2,2	0,3	0,3	40,9
2003	44,9	44,2	11,5	8,8	2,7	13,2	0,4	15,7	8,2	4,6	2,2	0,6	0,5	40,9
2004	44,5	44,0	11,5	8,5	2,9	13,2	0,3	15,5	8,1	4,5	2,2	0,5	0,4	40,6
2005	44,8	44,3	11,7	8,6	3,0	13,3	0,3	15,4	8,1	4,5	2,3	0,5	0,3	40,7
2006	45,3	44,9	12,3	8,8	3,4	13,4	0,3	15,3	8,0	4,5	2,3	0,4	0,3	41,3
2007	45,3	45,0	12,7	8,9	3,6	13,3	0,3	15,1	8,0	4,4	2,3	0,3	0,3	41,3
2008	45,1	44,8	12,5	9,1	3,2	12,9	0,3	15,3	8,1	4,5	2,3	0,3	0,3	40,9
2009	44,8	44,5	11,6	9,2	2,3	12,8	0,3	15,8	8,3	4,5	2,5	0,4	0,4	40,5
2010	44,7	44,4	11,6	8,9	2,5	12,9	0,3	15,6	8,2	4,5	2,5	0,3	0,3	40,4

2. Area dell'euro: spese

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			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	47,6	43,8	10,5	4,9	3,5	24,9	22,0	1,9	0,5	3,9	2,4	1,4	0,1	44,1
2003	48,0	44,1	10,6	4,9	3,3	25,2	22,3	1,8	0,5	4,0	2,5	1,4	0,1	44,7
2004	47,4	43,5	10,5	5,0	3,1	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,3
2005	47,3	43,4	10,5	5,0	3,0	24,9	22,1	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,7	42,8	10,3	5,0	2,9	24,6	21,8	1,6	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2007	46,0	42,2	10,1	5,0	3,0	24,2	21,4	1,6	0,4	3,8	2,6	1,2	0,0	43,1
2008	47,2	43,3	10,3	5,2	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,9	2,6	1,3	0,0	44,2
2009	51,2	46,9	11,0	5,7	2,9	27,4	24,2	1,8	0,4	4,3	2,8	1,4	0,0	48,4
2010	50,9	46,6	10,8	5,6	2,8	27,3	24,2	1,8	0,4	4,4	2,5	1,9	0,0	48,1

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	-2,7	-2,3	-0,5	-0,3	0,3	0,8	20,2	10,5	4,9	5,1	1,9	2,2	8,1	12,1
2003	-3,1	-2,5	-0,5	-0,2	0,1	0,2	20,5	10,6	4,9	5,2	1,9	2,2	8,1	12,3
2004	-2,9	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,2	8,1	12,3
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,5	20,4	10,5	5,0	5,1	1,9	2,3	8,0	12,4
2006	-1,4	-1,5	-0,1	-0,2	0,4	1,5	20,3	10,3	5,0	5,2	1,9	2,3	7,9	12,4
2007	-0,7	-1,2	0,0	-0,1	0,6	2,3	20,0	10,1	5,0	5,1	1,9	2,3	7,7	12,3
2008	-2,1	-2,3	-0,2	-0,2	0,5	0,9	20,5	10,3	5,2	5,3	2,0	2,3	8,0	12,6
2009	-6,4	-5,2	-0,5	-0,3	-0,4	-3,5	22,2	11,0	5,7	5,8	2,1	2,5	8,6	13,6
2010	-6,2	-5,1	-0,7	-0,3	-0,1	-3,4	22,0	10,8	5,6	5,8	2,1	2,5	8,4	13,6

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	0,2	2,4	0,1	-6,5	1,9	-2,7	-1,6	3,5	3,7	-2,4	0,2	-0,9	-3,1	0,0	-1,8	5,3
2008	-1,3	-0,1	-2,9	-7,3	-9,8	-4,5	-3,3	-2,7	0,9	3,0	-4,6	0,5	-0,9	-3,6	-1,9	-2,1	4,3
2009	-5,8	-3,2	-2,0	-14,2	-15,8	-11,2	-7,5	-5,4	-6,1	-0,9	-3,7	-5,6	-4,1	-10,1	-6,1	-8,0	-2,5
2010	-4,1	-4,3	0,2	-31,3	-10,6	-9,3	-7,1	-4,6	-5,3	-1,1	-3,6	-5,1	-4,4	-9,8	-5,8	-7,7	-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				
		Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli a breve termine	Titoli a lungo termine	Creditori nazionali ²⁾			Altri creditori ³⁾	
						Totale	IFM	Altre imprese finanziarie		Altri settori
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
2001	68,2	2,8	12,4	4,0	48,9	42,7	20,8	11,2	10,7	25,4
2002	68,0	2,7	11,8	4,6	48,9	41,0	19,6	10,8	10,5	27,0
2003	69,1	2,1	12,4	5,1	49,6	40,3	19,8	11,3	9,2	28,9
2004	69,5	2,2	12,1	5,0	50,3	38,8	18,9	11,1	8,8	30,7
2005	70,4	2,4	12,2	4,7	51,2	37,1	18,1	11,2	7,7	33,3
2006	68,6	2,5	11,9	4,1	50,2	35,0	18,3	9,3	7,4	33,6
2007	66,3	2,2	11,2	4,2	48,7	32,7	17,1	8,5	7,1	33,6
2008	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6	33,1	17,8	7,8	7,6	36,9
2009	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2	37,3	20,6	8,9	7,8	42,5
2010	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0	40,5	23,4	9,6	7,5	44,8

2. Area dell'euro: per emittente, scadenza e valuta di denominazione

	Totale	Emesso da ⁴⁾				Scadenza all'emissione			Scadenza residua			Valuta	
		Ammini- strazioni centrali	Ammini- strazioni statali	Ammini- strazioni locali	Enti di previ- denza e assistenza sociale	fino a 1 anno	oltre 1 anno	Tasso di interesse variabile	fino a 1 anno	oltre 1 e fino a 5 anni	oltre 5 anni	Euro o valute dei paesi membri	Altre valute
2001	68,2	56,6	6,0	4,7	0,8	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,8	1,3
2002	68,0	56,3	6,2	4,7	0,8	7,6	60,4	5,2	15,5	25,3	27,2	66,8	1,1
2003	69,1	56,6	6,5	5,0	1,0	7,8	61,3	5,0	14,9	26,0	28,2	68,3	0,9
2004	69,5	56,5	6,6	5,1	1,3	7,8	61,7	4,6	14,8	26,2	28,5	68,4	1,1
2005	70,4	57,1	6,7	5,2	1,4	7,8	62,6	4,6	14,9	25,7	29,8	69,2	1,2
2006	68,6	55,4	6,5	5,4	1,4	7,4	61,2	4,3	14,4	24,2	30,0	67,8	0,8
2007	66,3	53,5	6,2	5,3	1,4	7,4	58,9	4,3	15,0	23,4	27,8	65,9	0,4
2008	70,1	56,9	6,6	5,3	1,3	10,2	59,9	4,9	18,7	23,1	28,3	69,4	0,7
2009	79,8	64,7	7,6	5,8	1,7	12,3	67,5	5,0	21,1	26,7	32,0	79,1	0,7
2010	85,3	69,3	8,3	5,9	1,9	13,1	72,2	5,2	24,0	28,1	33,3	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	84,1	65,2	3,7	24,8	107,4	36,2	64,2	103,1	58,8	6,7	62,1	45,3	60,2	68,3	23,1	29,6	35,2
2008	89,3	66,7	4,5	44,2	113,0	40,1	68,2	105,8	48,9	13,7	62,2	58,5	63,8	71,6	21,9	27,8	33,9
2009	95,9	74,4	7,2	65,2	129,3	53,8	79,0	115,5	58,5	14,8	67,8	60,8	69,5	83,0	35,3	35,5	43,3
2010	96,2	83,2	6,7	92,5	144,9	61,0	82,3	118,4	61,5	19,1	69,0	62,9	71,8	93,3	38,8	41,0	48,3

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	-0,3	-0,5	0,0	2,4
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,8	0,8	2,6
2004	3,2	3,3	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,0
2005	3,3	3,1	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,1	2,6	-0,4	-0,1	0,5	3,6
2006	1,7	1,4	0,1	0,1	0,2	0,3	-0,3	1,5	-0,3	1,1	-1,4	2,0
2007	1,2	1,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	1,0	-0,5	-0,3	-0,3	1,6
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,1	0,5	2,6	2,0	1,1	1,0	-0,6	4,2
2009	7,2	7,5	-0,2	0,0	0,1	0,7	1,6	4,8	3,0	2,3	0,8	4,3
2010	7,6	7,7	-0,1	0,0	0,0	3,0	-0,7	5,2	4,2	3,3	1,0	3,3

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	-2,7	-0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	-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	3,2	-2,9	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	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,1
2006	1,7	-1,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
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	-2,1	3,2	3,0	0,8	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0
2009	7,2	-6,4	0,8	1,0	0,3	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1
2010	7,6	-6,2	1,3	1,7	0,0	0,5	1,1	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,3

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 2° trim.	44,7	44,0	11,8	12,9	15,2	2,3	1,1	0,6	0,3	40,2
3° trim.	43,4	42,6	11,2	12,5	15,1	2,2	0,7	0,7	0,3	39,2
4° trim.	48,7	47,9	13,7	14,0	16,1	2,4	0,8	0,8	0,3	44,1
2006 1° trim.	42,5	42,1	10,4	12,8	15,1	2,2	0,8	0,4	0,3	38,6
2° trim.	45,7	45,2	12,5	13,1	15,1	2,3	1,4	0,5	0,3	41,0
3° trim.	43,6	43,0	11,8	12,4	15,1	2,2	0,8	0,5	0,3	39,5
4° trim.	49,0	48,4	14,4	14,1	15,8	2,4	0,9	0,6	0,3	44,6
2007 1° trim.	42,2	41,8	10,4	12,8	14,7	2,2	0,9	0,4	0,3	38,2
2° trim.	45,8	45,4	13,0	13,0	15,0	2,3	1,4	0,4	0,3	41,2
3° trim.	43,6	43,2	12,3	12,3	14,8	2,2	0,8	0,5	0,3	39,7
4° trim.	49,3	48,7	14,8	13,9	15,8	2,4	1,0	0,6	0,3	44,7
2008 1° trim.	42,4	42,1	10,8	12,3	14,8	2,3	1,1	0,3	0,2	38,2
2° trim.	45,2	44,9	12,9	12,3	15,0	2,3	1,5	0,4	0,3	40,5
3° trim.	43,3	43,0	12,2	12,0	15,0	2,2	0,8	0,4	0,3	39,5
4° trim.	48,8	48,3	13,9	13,4	16,4	2,5	1,1	0,5	0,3	44,0
2009 1° trim.	42,5	42,3	10,4	12,0	15,5	2,5	1,1	0,1	0,2	38,1
2° trim.	45,2	44,6	11,8	12,4	15,7	2,5	1,4	0,6	0,5	40,4
3° trim.	42,7	42,3	11,0	11,9	15,5	2,4	0,7	0,4	0,3	38,7
4° trim.	48,6	47,7	13,0	13,7	16,4	2,6	0,9	0,8	0,5	43,6
2010 1° trim.	42,1	41,9	10,1	12,0	15,5	2,5	0,9	0,2	0,3	37,9
2° trim.	45,2	44,7	11,9	12,7	15,4	2,6	1,3	0,5	0,3	40,3
3° trim.	42,9	42,5	10,9	12,4	15,2	2,4	0,7	0,3	0,3	38,9
4° trim.	48,4	47,7	13,2	13,5	16,4	2,7	1,0	0,7	0,3	43,3
2011 1° trim.	42,5	42,3	10,5	12,3	15,3	2,5	0,9	0,3	0,3	38,3
2° trim.	44,9	44,6	11,9	12,5	15,3	2,6	1,4	0,3	0,3	40,0

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

	Totale	Spese correnti							Spese in conto capitale			Disavanzo (-)/ avanzo (+)	Disavanzo (-)/ avanzo primario (+)
		Totale	Redditi da lavoro dipendente	Consumi intermedi	Interessi	Trasferimenti correnti	Pagamenti sociali	Sussidi	Investimenti	Trasferimenti in conto capitale			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2005 2° trim.	46,5	43,0	10,3	5,0	3,2	24,6	21,3	1,1	3,5	2,4	1,1	-1,8	1,4
3° trim.	45,7	42,2	9,9	4,8	3,0	24,5	21,2	1,2	3,5	2,6	1,0	-2,4	0,6
4° trim.	49,6	45,1	11,3	5,8	2,8	25,2	21,7	1,3	4,6	2,8	1,7	-0,9	1,8
2006 1° trim.	45,8	42,5	10,1	4,6	3,0	24,9	21,4	1,1	3,3	2,1	1,3	-3,3	-0,3
2° trim.	45,8	42,5	10,3	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,4	2,4	1,0	-0,2	2,9
3° trim.	45,3	41,7	9,8	4,7	2,9	24,3	20,9	1,2	3,5	2,6	1,0	-1,7	1,2
4° trim.	49,5	44,4	10,8	5,8	2,7	25,1	21,4	1,3	5,1	2,9	2,2	-0,4	2,3
2007 1° trim.	44,8	41,4	9,9	4,5	2,9	24,1	20,7	1,1	3,4	2,2	1,2	-2,6	0,3
2° trim.	45,1	41,7	10,0	4,9	3,2	23,6	20,6	1,0	3,3	2,5	0,9	0,8	4,0
3° trim.	44,6	41,1	9,6	4,8	3,0	23,8	20,6	1,1	3,6	2,6	0,9	-1,0	1,9
4° trim.	49,3	44,5	10,8	5,8	2,8	25,1	21,3	1,4	4,7	3,0	1,7	0,0	2,8
2008 1° trim.	45,4	41,9	9,9	4,7	3,0	24,4	20,7	1,2	3,5	2,2	1,2	-3,0	0,0
2° trim.	45,9	42,4	10,2	5,0	3,3	23,9	20,8	1,1	3,5	2,5	1,0	-0,7	2,6
3° trim.	45,7	42,1	9,8	4,9	3,1	24,4	21,2	1,1	3,6	2,6	1,0	-2,4	0,7
4° trim.	51,4	46,5	11,2	6,2	2,8	26,3	22,3	1,4	4,8	3,2	1,7	-2,6	0,3
2009 1° trim.	49,6	45,8	10,7	5,4	2,9	26,9	22,9	1,3	3,7	2,5	1,2	-7,1	-4,2
2° trim.	50,7	46,6	11,1	5,6	3,0	26,9	23,3	1,3	4,1	2,8	1,3	-5,6	-2,5
3° trim.	49,9	45,9	10,5	5,3	2,9	27,1	23,5	1,3	4,1	2,8	1,2	-7,2	-4,3
4° trim.	54,3	49,2	11,8	6,5	2,6	28,3	24,0	1,5	5,1	3,1	1,9	-5,7	-3,1
2010 1° trim.	50,5	46,7	10,7	5,3	2,8	27,9	23,6	1,4	3,8	2,2	1,5	-8,4	-5,6
2° trim.	49,6	46,1	10,9	5,6	2,9	26,7	23,2	1,3	3,5	2,5	1,2	-4,5	-1,5
3° trim.	50,3	45,1	10,2	5,3	2,8	26,9	23,2	1,3	5,2	2,5	2,6	-7,5	-4,7
4° trim.	53,2	48,3	11,4	6,4	2,7	27,7	23,7	1,5	5,0	2,8	2,1	-4,8	-2,1
2011 1° trim.	48,5	45,5	10,4	5,2	2,9	27,1	23,1	1,2	3,0	2,1	0,9	-6,0	-3,2
2° trim.	48,5	45,3	10,6	5,4	3,1	26,2	22,8	1,2	3,2	2,4	0,9	-3,7	-0,6

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
	1	2	3	4	5
2008 3° trim.	67,7	2,1	11,4	5,5	48,7
4° trim.	70,1	2,3	11,5	6,7	49,6
2009 1° trim.	73,8	2,3	11,8	7,9	51,8
2° trim.	77,0	2,4	12,2	8,4	54,0
3° trim.	78,9	2,4	12,4	9,2	54,9
4° trim.	79,8	2,5	12,6	8,6	56,2
2010 1° trim.	81,5	2,4	12,8	8,4	57,9
2° trim.	82,8	2,4	13,4	8,1	59,0
3° trim.	82,9	2,4	13,3	8,2	59,1
4° trim.	85,3	2,4	15,3	7,7	60,0
2011 1° trim.	86,1	2,4	15,1	7,6	60,9
2° trim.	86,9	2,4	14,9	7,6	62,0

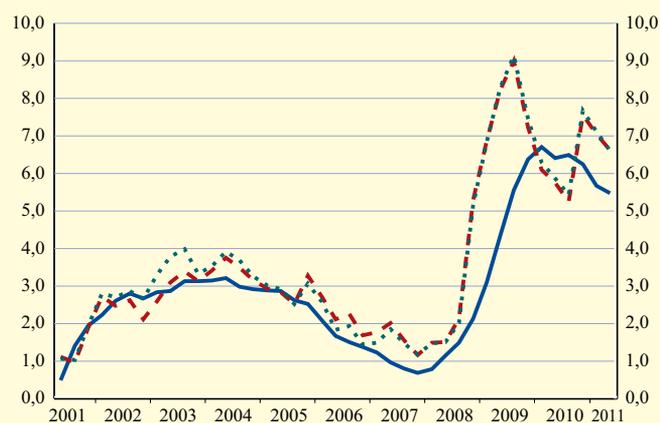
2. Area dell'euro: raccordo disavanzo-debito

	Variazione del debito	Disavanzo (-) / avanzo (+)	Raccordo disavanzo-debito							Per memoria: fabbisogno	
			Totale	Transazioni nelle principali attività finanziarie detenute dalle amministrazioni pubbliche				Effetti di rivalutazione e altre variazioni di volume	Altro		
				Totale	Banconote, monete e depositi	Prestiti	Titoli				Azioni e altri titoli di capitale
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2008 3° trim.	2,0	-2,4	-0,4	-0,6	-1,4	0,0	0,3	0,6	0,4	-0,2	1,6
4° trim.	9,2	-2,6	6,7	5,5	0,6	2,5	0,4	2,1	0,2	1,0	9,0
2009 1° trim.	12,8	-7,1	5,7	6,7	5,2	-0,1	0,9	0,7	-0,5	-0,5	13,3
2° trim.	9,1	-5,6	3,5	3,2	2,3	-0,6	0,2	1,2	-0,4	0,8	9,5
3° trim.	5,0	-7,2	-2,3	-2,9	-3,2	0,6	-0,1	-0,3	0,2	0,4	4,7
4° trim.	2,4	-5,7	-3,3	-2,8	-2,9	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3	2,6
2010 1° trim.	8,1	-8,4	-0,2	0,7	0,8	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,6	8,5
2° trim.	7,6	-4,5	3,2	3,3	2,0	1,1	-0,2	0,4	-0,1	0,0	7,7
3° trim.	3,0	-7,5	-4,5	-3,0	-2,3	-0,6	-0,1	0,1	0,0	-1,5	3,0
4° trim.	11,3	-4,8	6,5	5,9	-0,3	1,7	4,7	-0,2	0,0	0,7	11,3
2011 1° trim.	6,0	-6,0	0,0	0,7	1,8	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	6,3
2° trim.	5,9	-3,7	2,3	3,3	3,1	0,6	-0,4	-0,1	0,3	-1,3	5,7

F30 Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito

(somma mobile di quattro trimestri in percentuale del PIL)

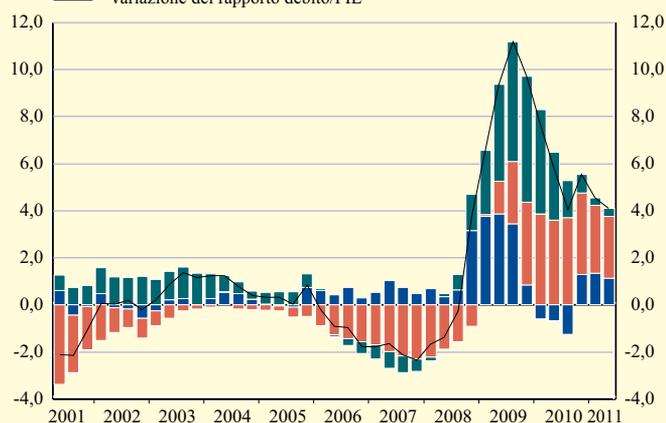
— disavanzo
- - - variazione del debito
... fabbisogno



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	-143,5	-21,8	42,1	-66,8	-97,0	10,0	-133,5	121,3	-231,1	261,4	-84,5	178,9	-3,4	12,2
2009	-25,9	36,0	35,1	-5,8	-91,2	7,3	-18,6	14,0	-102,8	261,4	21,1	-170,2	4,6	4,6
2010	-42,2	12,9	45,9	2,3	-103,3	5,5	-36,7	44,1	-49,9	148,0	17,4	-61,2	-10,3	-7,4
2010 3° trim.	-7,1	5,5	16,1	2,5	-31,2	0,8	-6,3	6,8	-52,2	11,0	6,3	46,8	-5,1	-0,5
4° trim.	3,4	5,5	10,5	4,3	-16,8	1,3	4,7	9,5	79,5	19,5	8,9	-96,8	-1,6	-14,2
2011 1° trim.	-30,2	-13,0	7,0	10,2	-34,5	2,4	-27,8	15,7	-9,9	128,5	-2,2	-89,1	-11,6	12,1
2° trim.	-20,8	-2,7	17,5	-14,4	-21,2	0,7	-20,1	20,6	-28,5	155,6	3,4	-114,3	4,3	-0,4
3° trim.	-11,7	1,0	15,4	-0,1	-28,1	2,6	-9,1	12,2	-6,8	31,5	-3,4	-13,0	3,9	-3,0
2010 set.	-4,9	3,8	5,5	-2,7	-11,4	-0,6	-5,5	6,3	-8,6	35,4	0,4	-20,5	-0,3	-0,8
ott.	3,9	5,7	3,2	3,9	-8,9	-1,3	2,6	2,0	-8,7	5,2	-0,3	5,9	-0,2	-4,6
nov.	-3,4	-0,8	3,4	0,3	-6,2	0,5	-2,9	13,4	45,4	18,4	3,1	-53,5	0,0	-10,5
dic.	3,0	0,6	3,9	0,1	-1,7	2,0	4,9	-5,8	42,7	-4,2	6,1	-49,2	-1,3	0,9
2011 gen.	-19,9	-14,7	2,6	1,1	-8,9	0,4	-19,6	13,5	11,7	-28,9	-1,0	37,7	-6,0	6,0
feb.	-9,3	-0,8	2,6	4,2	-15,2	2,1	-7,1	2,2	-27,9	93,6	0,8	-65,3	1,0	5,0
mar.	-1,0	2,5	1,8	5,0	-10,3	-0,1	-1,1	0,0	6,3	63,9	-2,1	-61,5	-6,6	1,1
apr.	-4,9	-3,7	4,0	1,4	-6,6	-0,1	-5,0	-1,8	-30,4	18,7	2,9	1,0	5,9	6,8
mag.	-16,1	0,6	5,4	-15,6	-6,4	0,4	-15,7	13,1	-5,9	43,2	-1,5	-19,6	-3,1	2,5
giu.	0,2	0,5	8,1	-0,2	-8,2	0,3	0,6	9,2	7,8	93,7	1,9	-95,7	1,5	-9,8
lug.	-2,0	3,3	5,5	-0,7	-10,2	0,5	-1,6	2,5	0,6	-21,1	-4,6	28,5	-0,9	-0,9
ago.	-7,2	-4,5	4,0	1,1	-7,8	2,2	-5,0	6,8	-0,3	31,9	-0,7	-27,4	3,2	-1,8
set.	-2,5	2,2	5,9	-0,6	-10,0	0,0	-2,5	2,8	-7,2	20,7	1,9	-14,1	1,6	-0,3
<i>flussi cumulati sui 12 mesi</i>														
2011 set.	-59,3	-9,2	50,4	0,0	-100,6	7,0	-52,4	58,0	34,3	335,1	6,7	-313,3	-4,8	-5,6
<i>flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL</i>														
2011 set.	-0,6	-0,1	0,5	0,0	-1,1	0,1	-0,6	0,6	0,4	3,6	0,1	-3,3	-0,1	-0,1

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

— 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

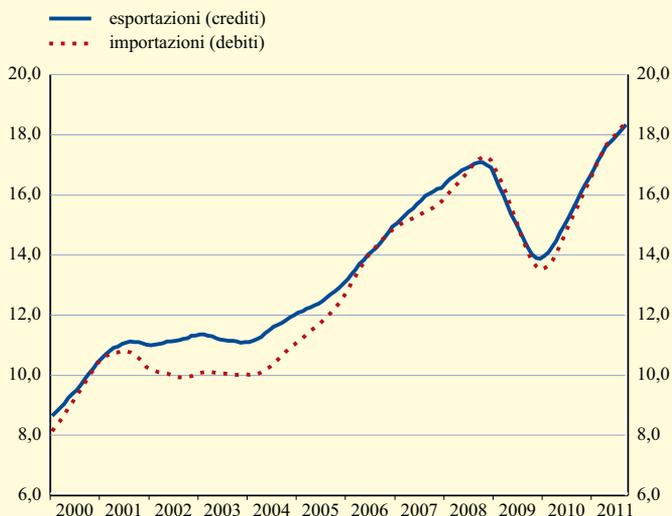
(miliardi di euro; transazioni)

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	2.717,2	2.860,8	-143,5	1.588,5	1.610,4	513,3	471,2	523,6	590,4	91,8	6,9	188,8	21,6	24,7	14,7
2009	2.292,4	2.318,3	-25,9	1.302,5	1.266,5	473,9	438,8	421,5	427,3	94,5	6,4	185,7	22,5	20,6	13,4
2010	2.617,1	2.659,3	-42,2	1.560,0	1.547,1	518,8	472,9	450,7	448,4	87,6	6,3	190,9	22,3	21,2	15,7
2010 3° trim.	666,8	674,0	-7,1	402,3	396,8	139,3	123,2	109,7	107,2	15,6	1,7	46,8	5,8	4,6	3,7
4° trim.	705,7	702,2	3,4	421,7	416,2	135,7	125,2	117,3	113,0	31,0	1,6	47,8	6,0	7,1	5,9
2011 1° trim.	684,5	714,7	-30,2	423,3	436,4	123,0	116,0	113,5	103,3	24,7	1,5	59,1	5,4	5,0	2,6
2° trim.	718,0	738,8	-20,8	438,0	440,6	133,3	115,8	127,1	141,5	19,6	1,6	40,8	5,6	3,8	3,1
3° trim.	709,6	721,4	-11,7	441,7	440,7	140,7	125,3	110,5	110,6	16,7	.	44,7	.	5,5	2,9
2011 lug.	236,6	238,7	-2,0	148,1	144,8	47,1	41,6	36,1	36,8	5,3	.	15,6	.	1,4	1,0
ago.	228,1	235,3	-7,2	139,9	144,4	46,4	42,5	35,9	34,7	5,9	.	13,7	.	3,1	1,0
set.	244,9	247,4	-2,5	153,7	151,6	47,2	41,3	38,6	39,1	5,4	.	15,4	.	0,9	1,0
	Dati destagionalizzati														
2011 1° trim.	707,4	717,6	-10,2	434,4	435,7	133,6	120,7	116,7	112,6	22,7	.	48,6	.	.	.
2° trim.	712,1	725,2	-13,1	436,2	440,8	132,7	118,4	120,5	118,0	22,6	.	48,0	.	.	.
3° trim.	714,1	726,3	-12,3	440,7	440,8	133,0	120,7	116,5	117,8	23,9	.	47,0	.	.	.
2011 lug.	235,7	242,5	-6,8	145,9	147,1	43,7	40,1	38,4	39,3	7,6	.	16,0	.	.	.
ago.	238,8	244,7	-5,9	147,9	148,9	44,1	40,3	38,7	39,9	8,1	.	15,6	.	.	.
set.	239,6	239,1	0,5	146,8	144,9	45,2	40,3	39,5	38,6	8,1	.	15,4	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi														
2011 set.	2.809,8	2.866,4	-56,5	1.718,0	1.727,7	531,7	481,0	467,9	466,4	92,2	.	191,4	.	.	.
	flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL														
2011 set.	30,0	30,6	-0,6	18,3	18,4	5,7	5,1	5,0	5,0	1,0	.	2,0	.	.	.

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

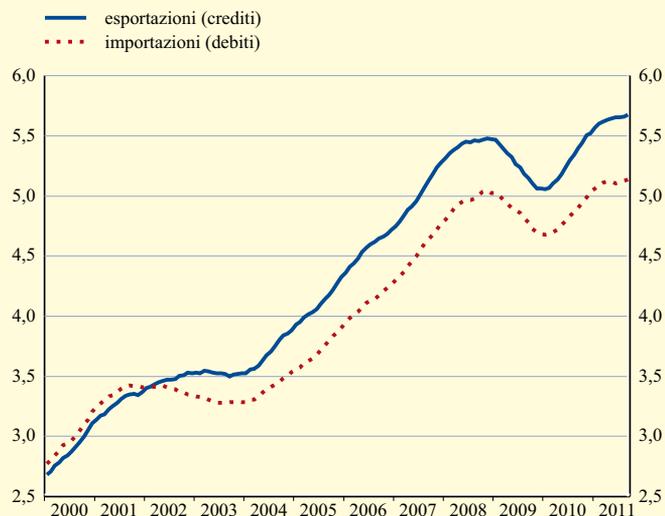
(dati destagionalizzati; flussi cumulati sui 12 mesi in percentuale del PIL)



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	Crediti	Debiti		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2008	21,1	13,1	502,5	577,3	140,5	-7,8	117,4	20,5	31,3	26,7	39,3	111,2	119,1	128,7	172,3	193,3
2009	21,7	13,8	399,9	413,5	148,8	16,1	100,4	14,9	24,7	23,5	24,5	77,3	101,0	122,1	100,8	90,2
2010	23,3	14,2	427,3	434,2	195,6	20,1	139,6	38,4	24,0	19,9	29,1	86,3	99,3	122,7	79,3	65,6
2010 2° trim.	5,7	3,4	110,2	126,4	50,5	-8,5	35,7	3,6	6,0	4,9	9,3	38,5	24,8	31,0	19,6	16,2
3° trim.	5,6	4,1	104,1	103,1	46,5	14,6	35,0	12,5	5,7	4,6	7,4	16,8	25,4	31,1	19,1	15,6
4° trim.	6,4	4,1	111,0	108,9	51,2	-2,0	36,0	6,4	6,7	6,2	6,4	18,5	25,5	30,0	21,2	18,2
2011 1° trim.	5,7	2,7	107,8	100,6	47,7	11,1	33,8	21,5	6,5	4,3	7,4	14,2	25,4	30,8	20,9	17,5
2° trim.	5,8	3,2	121,3	138,4	56,5	8,8	38,1	10,6	6,4	4,8	12,3	46,3	25,2	31,3	20,9	17,8

3. Scomposizione per area geografica
(transazioni cumulate)

dal 3° trim. 2010 al 2° trim. 2011	Totale	Stati membri dell'UE non appartenenti all'area dell'euro						Brasile	Canada	Cina	India	Giappone	Russia	Svizzera	Stati Uniti	Altri
	1	Totale	Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE	Istituzioni dell'UE	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		2	3	4	5	6	7									
	Crediti															
Conto corrente	2.775,0	916,7	51,1	87,3	424,1	295,6	58,7	53,1	38,3	131,5	39,9	60,3	103,8	208,5	352,9	869,9
Beni	1.685,3	539,3	32,6	57,8	219,4	229,4	0,2	28,3	19,5	106,3	29,9	36,9	76,3	110,8	193,0	544,8
Servizi	531,3	166,9	10,9	14,7	103,9	30,7	6,6	8,4	8,2	17,1	7,4	13,1	17,3	53,6	77,6	161,6
Redditi	467,6	150,1	6,5	13,1	90,6	31,7	8,3	15,9	9,8	7,5	2,4	9,3	9,6	35,8	75,8	151,4
Redditi da capitale	444,1	143,4	6,4	12,9	89,0	31,1	4,0	15,9	9,7	7,5	2,4	9,3	9,5	24,7	74,0	147,7
Trasferimenti correnti	90,8	60,4	1,2	1,6	10,2	3,7	43,7	0,4	0,8	0,5	0,3	0,9	0,6	8,3	6,5	12,1
Conto capitale	20,5	17,2	0,0	0,0	1,2	0,4	15,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4	0,4	1,9
	Debiti															
Conto corrente	2.829,7	861,0	43,9	84,2	366,3	262,6	104,0	-	31,9	-	-	93,5	-	180,6	364,8	-
Beni	1.690,0	465,8	29,0	50,6	173,8	212,4	0,0	29,5	14,2	215,1	26,8	52,7	121,6	91,0	140,3	533,1
Servizi	480,2	136,9	7,7	12,8	81,9	34,2	0,2	5,1	6,5	13,1	5,7	9,8	10,7	42,4	98,7	151,4
Redditi	465,0	141,5	6,6	19,2	98,9	11,4	5,4	-	9,3	-	-	30,5	-	39,5	118,8	-
Redditi da capitale	450,9	133,4	6,5	19,1	97,4	5,0	5,4	-	9,2	-	-	30,3	-	39,1	117,7	-
Trasferimenti correnti	194,5	116,7	0,6	1,5	11,7	4,5	98,4	1,5	1,9	3,8	0,7	0,5	0,7	7,8	7,0	53,8
Conto capitale	15,3	1,6	0,0	0,1	0,9	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	10,6
	Saldo															
Conto corrente	-54,7	55,7	7,2	3,0	57,8	33,0	-45,3	-	6,4	-	-	-33,2	-	27,9	-12,0	-
Beni	-4,7	73,5	3,6	7,2	45,5	17,0	0,2	-1,1	5,3	-108,7	3,1	-15,7	-45,3	19,8	52,8	11,7
Servizi	51,1	30,0	3,2	1,9	22,1	-3,5	6,3	3,3	1,7	4,0	1,7	3,3	6,7	11,2	-21,2	10,2
Redditi	2,6	8,6	-0,1	-6,2	-8,3	20,2	2,9	-	0,5	-	-	-21,2	-	-3,6	-43,1	-
Redditi da capitale	-6,8	10,0	-0,1	-6,2	-8,4	26,0	-1,3	-	0,5	-	-	-21,1	-	-14,4	-43,7	-
Trasferimenti correnti	-103,7	-56,4	0,6	0,1	-1,5	-0,8	-54,7	-1,2	-1,1	-3,2	-0,5	0,3	-0,1	0,5	-0,5	-41,7
Conto capitale	5,2	15,6	0,0	-0,1	0,2	0,0	15,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,9	-8,7

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

1. Conto finanziario: principali voci

	Totale ¹⁾			Totale in perc. del PIL			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio		Posizione netta in strumenti finanziari derivati	Altri investimenti		Riserve ufficiali
	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Saldo	Attività	Passività	Attività	Passività		Attività	Passività	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Consistenze (posizioni patrimoniali sull'estero)														
2007	13.992,8	15.266,8	-1.274,0	155,0	169,1	-14,1	3.726,7	3.221,9	4.631,1	6.538,1	-28,9	5.316,7	5.506,8	347,2
2008	13.377,1	14.961,4	-1.584,3	144,7	161,8	-17,1	3.878,4	3.247,8	3.834,9	5.976,8	-0,5	5.290,0	5.736,7	374,2
2009	13.764,1	15.170,3	-1.406,2	154,1	169,9	-15,7	4.287,2	3.403,0	4.341,3	6.781,9	0,2	4.675,9	4.985,4	459,6
2010 4° trim.	15.234,8	16.461,7	-1.226,9	166,3	179,7	-13,4	4.798,2	3.714,8	4.907,5	7.442,9	-61,6	5.002,9	5.304,0	587,8
2011 1° trim.	15.135,4	16.377,3	-1.241,9	163,7	177,1	-13,4	4.801,9	3.739,5	4.811,3	7.469,7	-31,6	4.977,1	5.168,1	576,6
2° trim.	15.241,6	16.591,9	-1.350,3	163,6	178,1	-14,5	4.861,2	3.765,7	4.768,0	7.681,2	-49,1	5.080,6	5.144,9	581,0
Variazioni nelle consistenze														
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	-615,7	-305,5	-310,3	-6,7	-3,3	-3,4	151,7	25,9	-796,2	-561,3	28,4	-26,7	229,9	27,0
2009	387,1	208,9	178,1	4,3	2,3	2,0	408,8	155,2	506,4	805,1	0,7	-614,1	-751,4	85,4
2010	1.470,7	1.291,5	179,3	16,1	14,1	2,0	511,0	311,8	566,2	661,0	-61,7	327,1	318,7	128,2
2011 1° trim.	-99,5	-84,5	-15,0	-4,3	-3,7	-0,7	3,8	24,6	-96,2	26,8	29,9	-25,8	-135,9	-11,2
2° trim.	106,2	214,6	-108,4	4,5	9,1	-4,6	59,3	26,2	-43,4	211,5	-17,5	103,4	-23,2	4,4
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	429,9	551,3	-121,3	4,7	6,0	-1,3	336,6	105,5	5,0	266,4	84,5	0,5	179,4	3,4
2009	-128,9	-114,9	-14,0	-1,4	-1,3	-0,2	334,7	231,9	94,0	355,3	-21,1	-531,9	-702,1	-4,6
2010	490,0	534,1	-44,1	5,3	5,8	-0,5	174,9	125,0	145,6	293,6	-17,4	176,7	115,5	10,3
2011 1° trim.	217,2	233,0	-15,7	9,5	10,2	-0,7	89,3	79,5	27,1	155,6	2,2	86,9	-2,2	11,6
2° trim.	203,9	224,4	-20,6	8,7	9,5	-0,9	59,5	31,0	33,5	189,1	-3,4	118,7	4,4	-4,3
3° trim.	58,3	70,5	-12,2	2,5	3,0	-0,5	24,6	17,8	-83,2	-51,7	3,4	117,4	104,4	-3,9
2011 mag.	143,8	156,9	-13,1	.	.	.	7,0	1,1	35,0	78,1	1,5	97,3	77,7	3,1
giu.	-99,3	-90,1	-9,2	.	.	.	-0,2	7,6	-19,3	74,4	-1,9	-76,4	-172,1	-1,5
lug.	-6,6	-4,1	-2,5	.	.	.	12,2	12,9	-5,6	-26,7	4,6	-18,7	9,7	0,9
ago.	40,0	46,8	-6,8	.	.	.	-6,0	-6,3	-65,9	-34,0	0,7	114,4	87,0	-3,2
set.	25,0	27,8	-2,8	.	.	.	18,4	11,2	-11,6	9,0	-1,9	21,7	7,6	-1,6
Altre variazioni														
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	-1.045,7	-856,7	-188,9	-11,3	-9,3	-2,0	-184,9	-79,5	-801,2	-827,7	-56,0	-27,2	50,5	23,7
2009	515,9	323,8	192,2	5,8	3,6	2,2	74,1	-76,7	412,4	449,7	21,7	-82,2	-49,3	89,9
2010	980,7	757,4	223,3	10,7	8,3	2,4	336,1	186,8	420,6	367,4	-44,3	150,4	203,1	117,9
Altre variazioni dovute a fluttuazioni del tasso di cambio														
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	-49,8	27,9	-77,7	-0,5	0,3	-0,8	-25,0	-34,0	6,6	41,9	.	-40,7	20,1	9,3
2009	-49,6	-55,2	5,5	-0,6	-0,6	0,1	-4,6	5,7	-30,5	-32,9	.	-11,9	-28,0	-2,7
2010	535,0	323,6	211,3	5,8	3,5	2,3	160,3	57,4	179,4	101,6	.	182,2	164,6	13,0
Altre variazioni dovute a oscillazioni dei prezzi														
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	-1.002,7	-975,7	-27,1	-10,8	-10,6	-0,3	-159,2	-60,7	-809,5	-915,0	-56,0	.	.	22,0
2009	635,3	483,4	151,9	7,1	5,4	1,7	142,5	28,4	425,3	455,0	21,7	.	.	45,8
2010	295,0	153,7	141,3	3,2	1,7	1,5	50,1	2,2	187,3	151,5	-44,3	.	.	102,0
Altre variazioni dovute ad altre rettifiche														
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	6,8	91,0	-84,1	0,1	1,0	-0,9	-0,7	15,2	1,8	45,4	.	13,4	30,4	-7,7
2009	-69,7	-104,4	34,7	-0,8	-1,2	0,4	-63,9	-110,8	17,6	27,7	.	-70,3	-21,3	46,8
2010	150,8	280,1	-129,3	1,6	3,1	-1,4	125,7	127,2	53,9	114,4	.	-31,8	38,5	2,9
Tassi di crescita delle consistenze														
2007	15,6	14,3	-	.	.	.	15,8	15,1	10,0	9,4	.	20,2	20,2	1,6
2008	3,0	3,6	-	.	.	.	9,2	3,3	-0,2	4,2	.	0,0	3,3	1,0
2009	-1,0	-0,8	-	.	.	.	8,6	7,3	2,4	5,9	.	-10,1	-12,2	-1,2
2010	3,5	3,4	-	.	.	.	3,9	3,5	3,2	4,2	.	3,7	2,3	2,0
2011 1° trim.	3,4	3,4	-	.	.	.	4,5	5,3	2,6	5,3	.	3,4	-0,4	2,9
2° trim.	3,8	3,8	-	.	.	.	3,8	4,6	3,1	6,4	.	4,9	-0,3	2,4
3° trim.	3,5	3,6	-	.	.	.	3,2	5,2	0,5	4,9	.	7,1	0,7	0,8

Fonte: BCE.

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

7.3 Conto finanziario

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

2. Investimenti diretti

	All'estero da residenti						Nell'area dell'euro da non residenti							
	Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)			Totale	Azioni, altre partecipazioni e utili reinvestiti			Debito (principalmente prestiti intersocietari)		
		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM		Totale	IFM	Non IFM	Totale	IFM	Non IFM
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
2009	4.287,2	3.305,5	236,2	3.069,3	981,7	14,8	966,9	3.403,0	2.501,9	74,2	2.427,7	901,1	18,1	883,0
2010	4.798,2	3.667,1	277,9	3.389,2	1.131,1	17,8	1.113,3	3.714,8	2.820,2	83,2	2.737,0	894,6	12,7	881,9
2011 1° trim.	4.801,9	3.680,2	273,8	3.406,4	1.121,7	17,1	1.104,6	3.739,5	2.853,3	84,4	2.768,9	886,2	11,1	875,1
2° trim.	4.861,2	3.732,0	281,1	3.450,9	1.129,2	14,5	1.114,7	3.765,7	2.875,9	85,1	2.790,8	889,8	9,5	880,3
Transazioni														
2008	336,6	193,8	9,3	184,5	142,8	-0,3	143,1	105,5	64,3	-8,2	72,5	41,1	1,6	39,6
2009	334,7	257,5	20,1	237,3	77,2	2,6	74,6	231,9	236,7	7,5	229,2	-4,8	-0,6	-4,2
2010	174,9	51,1	12,6	38,5	123,8	1,2	122,6	125,0	176,7	7,2	169,5	-51,7	-7,5	-44,2
2011 1° trim.	89,3	77,8	3,8	74,0	11,6	0,1	11,5	79,5	69,6	0,8	68,8	9,9	-1,5	11,4
2° trim.	59,5	55,4	8,9	46,4	4,1	-2,6	6,7	31,0	26,8	1,6	25,2	4,2	-1,5	5,7
3° trim.	24,6	11,3	1,6	9,7	13,3	-1,7	15,0	17,8	31,7	1,5	30,2	-13,9	0,2	-14,2
2011 mag.	7,0	0,1	0,4	-0,3	6,9	0,4	6,5	1,1	3,2	0,7	2,5	-2,1	0,0	-2,0
giu.	-0,2	8,2	3,7	4,5	-8,3	-3,7	-4,6	7,6	6,8	0,5	6,3	0,8	-1,0	1,8
lug.	12,2	10,3	0,0	10,3	1,9	-1,6	3,5	12,9	16,4	0,8	15,6	-3,6	-0,2	-3,4
ago.	-6,0	-7,1	1,3	-8,3	1,1	0,1	0,9	-6,3	7,8	0,2	7,6	-14,1	0,1	-14,1
set.	18,4	8,0	0,2	7,8	10,3	-0,2	10,6	11,2	7,5	0,5	7,0	3,7	0,3	3,4
Tassi di crescita														
2009	8,6	8,6	9,2	8,5	8,8	20,5	8,6	7,3	10,4	11,6	10,4	-0,5	-3,2	-0,5
2010	3,9	1,5	5,3	1,2	12,5	7,8	12,6	3,5	6,8	9,4	6,8	-5,7	-41,3	-5,0
2011 1° trim.	4,5	2,9	2,1	3,0	9,9	6,4	10,0	5,3	6,3	8,7	6,2	2,0	-48,1	3,1
2° trim.	3,8	3,5	5,4	3,3	4,8	-12,7	5,1	4,6	5,1	8,0	5,0	3,1	-47,9	4,1
3° trim.	3,2	2,6	5,4	2,3	5,4	-24,0	5,9	5,2	4,9	6,9	4,9	6,1	-46,4	7,2

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

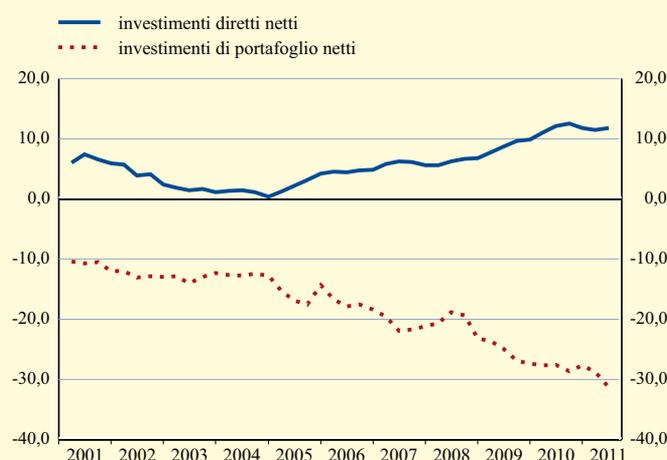
(importi in essere a fine periodo; in percentuale del PIL)



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			Totale	IFM					Euro-sistema		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)																	
2009	4.341,3	1.514,5	80,8	3,4	1.433,6	36,6	2.426,6	924,6	17,1	1.502,0	36,6	400,2	330,2	44,9	69,9	2,0	
2010	4.907,5	1.914,2	93,8	3,6	1.820,5	47,6	2.588,8	810,7	15,6	1.778,1	75,7	404,5	314,9	41,7	89,6	0,2	
2011 1° trim.	4.811,3	1.858,4	89,8	3,1	1.768,6	44,8	2.537,2	772,0	17,1	1.765,2	95,9	415,8	323,9	40,0	91,8	0,9	
2° trim.	4.768,0	1.835,0	94,8	3,5	1.740,2	41,6	2.561,6	762,2	17,7	1.799,4	93,4	371,3	278,1	45,7	93,2	0,4	
Transazioni																	
2008	5,0	-93,7	-34,3	0,7	-59,4	-0,1	72,1	37,7	3,2	34,4	2,7	26,5	49,6	13,1	-23,0	0,4	
2009	94,0	53,4	-1,3	0,0	54,8	2,5	45,7	-93,2	-3,8	138,9	17,5	-5,2	1,0	-12,9	-6,2	0,9	
2010	145,6	76,5	5,6	-0,2	70,9	1,7	109,3	-124,5	-0,8	233,8	52,8	-40,3	-55,5	-11,7	15,3	-1,9	
2011 1° trim.	27,1	-1,0	0,0	-0,4	-1,0	-1,8	5,3	-12,7	1,7	18,0	0,4	22,8	16,8	1,5	6,1	0,7	
2° trim.	33,5	17,0	3,2	0,1	13,9	-2,3	29,4	-4,4	0,4	33,9	-0,8	-13,0	-12,4	4,8	-0,6	-0,5	
3° trim.	-83,2	-48,7	-10,0	-0,1	-38,7	.	-50,3	-37,7	-1,4	-12,6	.	15,8	18,4	4,9	-2,6	.	
2011 mag.	35,0	4,6	3,4	0,0	1,2	.	20,0	7,3	-0,2	12,7	.	10,3	3,9	4,5	6,4	.	
giu.	-19,3	1,4	-4,3	0,0	5,7	.	4,4	-9,5	0,4	13,8	.	-25,0	-9,6	3,0	-15,5	.	
lug.	-5,6	1,6	1,3	0,0	0,3	.	-4,8	-9,2	0,2	4,5	.	-2,5	-6,7	-3,9	4,2	.	
ago.	-65,9	-38,9	-10,3	0,0	-28,5	.	-24,9	-17,4	-1,4	-7,5	.	-2,2	-2,8	8,3	0,7	.	
set.	-11,6	-11,5	-1,0	0,0	-10,4	.	-20,6	-11,1	-0,2	-9,5	.	20,4	27,9	0,6	-7,5	.	
Tassi di crescita																	
2009	2,4	3,9	-2,4	-0,6	4,3	8,5	1,9	-9,5	-19,0	10,7	93,4	-2,0	-0,8	-22,3	-7,9	67,2	
2010	3,2	4,8	7,0	-5,2	4,7	4,8	4,4	-13,5	-4,9	14,9	127,8	-9,5	-16,0	-25,4	21,1	-91,9	
2011 1° trim.	2,6	2,6	1,7	-16,4	2,6	-3,2	2,9	-14,0	2,5	12,4	131,9	0,8	-6,5	-10,2	34,8	65,6	
2° trim.	3,1	3,4	4,8	-9,8	3,3	-14,1	3,7	-12,4	9,7	12,3	126,5	-0,8	-4,4	9,2	13,7	93,4	
3° trim.	0,5	0,5	-4,0	-10,5	0,8	.	-0,6	-17,0	1,5	8,0	.	7,9	4,2	3,7	24,5	.	

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	Totale	IFM							Euro-sistema	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)												
2009	6.781,9	2.781,9	686,2	2.095,7	3.493,1	1.093,2	2.399,9	1.481,2	506,9	66,2	440,7	409,3
2010	7.442,9	3.150,7	658,0	2.492,7	3.823,0	1.165,4	2.657,5	1.680,3	469,2	77,2	392,0	352,6
2011 1° trim.	7.469,7	3.206,3	651,6	2.554,8	3.760,6	1.113,4	2.647,2	1.698,3	502,8	109,0	393,7	360,0
2° trim.	7.681,2	3.127,4	636,2	2.491,3	4.010,3	1.169,6	2.840,7	1.827,9	543,4	140,1	403,3	354,9
Transazioni												
2008	266,4	-108,6	78,1	-186,7	175,5	-15,6	191,0	159,4	199,5	-25,0	224,6	191,0
2009	355,3	121,6	10,7	110,9	143,2	-15,6	158,8	103,7	90,5	-18,3	108,9	144,3
2010	293,6	128,9	-14,2	143,1	174,2	57,3	116,9	189,2	-9,5	28,9	-38,4	-34,8
2011 1° trim.	155,6	88,2	6,9	81,4	22,1	28,8	-6,8	31,7	45,4	35,4	10,0	20,8
2° trim.	189,1	-12,3	-5,3	-7,0	174,8	46,0	128,9	98,3	26,5	21,9	4,6	-1,3
3° trim.	-51,7	-16,9	5,4	-22,3	-39,1	12,6	-51,7	.	4,3	2,8	1,4	.
2011 mag.	78,1	-14,3	-3,3	-11,0	63,4	14,6	48,8	.	29,1	13,0	16,0	.
giu.	74,4	1,8	-5,8	7,6	67,8	24,8	43,0	.	4,9	0,9	3,9	.
lug.	-26,7	8,6	-15,8	24,4	-30,7	2,3	-33,0	.	-4,6	-4,0	-0,6	.
ago.	-34,0	-19,7	19,4	-39,1	-5,6	5,9	-11,5	.	-8,6	-1,0	-7,6	.
set.	9,0	-5,7	1,9	-7,6	-2,8	4,4	-7,1	.	17,5	7,8	9,7	.
Tassi di crescita												
2009	5,9	5,2	1,6	6,6	4,2	-1,3	7,2	7,4	23,0	-28,7	33,0	53,5
2010	4,2	4,5	-2,1	6,7	4,9	5,0	4,8	12,6	-1,9	42,9	-8,9	-8,7
2011 1° trim.	5,3	7,1	1,1	8,9	3,4	5,9	2,3	8,6	9,0	68,9	-1,5	0,9
2° trim.	6,4	6,1	1,5	7,5	5,5	10,1	3,5	7,5	16,7	151,2	-1,8	2,9
3° trim.	4,9	3,5	0,0	4,5	5,4	10,2	3,4	.	10,5	77,3	-2,0	.

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)															
2009	4.675,9	30,2	29,8	0,4	2.834,7	2.804,2	30,5	122,1	8,4	74,9	15,9	1.688,9	201,4	1.344,7	402,6
2010	5.002,9	32,6	32,0	0,7	2.972,3	2.939,9	32,4	166,3	7,6	117,6	21,0	1.831,8	214,4	1.468,5	428,6
2011 1° trim.	4.977,1	35,3	35,1	0,2	2.963,5	2.923,3	40,2	153,1	7,5	104,7	16,8	1.825,3	223,8	1.449,8	434,7
2° trim.	5.080,6	40,4	40,2	0,2	3.043,7	2.994,0	49,7	147,4	7,5	99,5	19,2	1.849,1	224,4	1.480,1	443,6
Transazioni															
2008	0,5	-9,5	-9,5	0,0	-42,6	-59,2	16,6	-5,7	-1,1	-5,9	-4,7	58,3	-1,1	48,0	-22,0
2009	-531,9	0,1	0,0	0,1	-420,5	-399,9	-20,5	10,7	-0,4	9,3	1,2	-122,2	7,5	-128,0	-34,6
2010	176,7	-2,9	-2,9	0,0	8,5	-0,4	8,9	40,0	-0,3	39,4	4,9	131,2	7,0	100,9	46,3
2011 1° trim.	86,9	3,6	3,6	0,0	63,3	55,2	8,1	-7,8	-0,1	-8,2	-4,2	27,8	11,2	-0,7	2,6
2° trim.	118,7	4,6	4,6	0,0	61,3	54,7	6,6	1,0	0,0	0,6	2,4	51,8	0,6	49,5	22,6
3° trim.	117,4	-2,9	.	.	88,5	.	.	-6,5	.	.	-1,6	38,4	.	.	15,1
2011 mag.	97,3	-1,5	.	.	65,5	.	.	-1,9	.	.	-0,2	35,2	.	.	10,5
giu.	-76,4	0,6	.	.	-87,4	.	.	1,4	.	.	2,7	9,1	.	.	4,9
lug.	-18,7	-0,1	.	.	-19,5	.	.	-5,4	.	.	-1,7	6,2	.	.	4,3
ago.	114,4	0,5	.	.	103,8	.	.	-3,6	.	.	-3,0	13,8	.	.	0,0
set.	21,7	-3,3	.	.	4,2	.	.	2,5	.	.	3,1	18,4	.	.	10,9
Tassi di crescita															
2008	-10,1	-0,4	-1,4	23,4	-12,8	-12,4	-36,9	9,8	-3,5	15,3	7,9	-6,7	3,8	-8,6	-8,1
2009	3,7	-13,1	-13,0	-9,9	0,4	0,1	27,8	31,9	-3,1	50,8	30,6	7,6	3,4	7,3	11,1
2011 1° trim.	3,4	26,3	27,3	-10,9	0,5	0,1	44,7	32,3	-3,3	53,5	36,0	5,9	10,7	4,8	10,0
2° trim.	4,9	65,6	67,1	-1,3	2,8	2,4	37,8	18,2	-3,2	27,6	3,6	6,6	6,7	6,3	14,9
3° trim.	7,1	45,1	.	.	6,2	.	.	16,3	.	.	8,5	7,3	.	.	14,2

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)															
2009	4.985,4	251,7	251,3	0,4	3.399,7	3.360,7	39,0	85,2	0,0	80,8	4,4	1.248,8	177,8	929,3	141,7
2010	5.304,0	268,8	265,7	3,1	3.508,6	3.462,6	46,0	153,9	0,0	147,2	6,6	1.372,8	200,8	1.016,2	155,8
2011 1° trim.	5.168,1	272,3	271,8	0,5	3.365,9	3.310,5	55,4	174,1	0,0	168,6	5,4	1.355,8	207,5	984,5	163,8
2° trim.	5.144,9	277,7	274,9	2,8	3.326,5	3.270,6	55,9	186,2	0,0	180,9	5,3	1.354,5	207,2	990,5	156,8
Transazioni															
2008	179,4	280,9	280,9	0,0	-174,7	-186,0	11,3	9,5	0,0	10,9	-1,3	63,6	9,4	44,4	9,8
2009	-702,1	-233,2	-233,4	0,2	-352,7	-341,5	-11,2	17,8	0,0	17,8	0,0	-134,0	0,8	-126,1	-8,7
2010	115,5	8,9	6,3	2,6	-10,8	-16,8	6,0	64,6	0,0	63,8	0,8	52,8	15,5	13,5	23,8
2011 1° trim.	-2,2	9,6	12,1	-2,6	-62,9	-73,7	10,8	27,1	0,0	28,3	-1,2	24,0	6,3	-0,4	18,0
2° trim.	4,4	7,2	4,9	2,4	-17,9	-19,2	1,3	12,2	0,0	12,3	-0,1	2,8	-0,2	0,1	2,9
3° trim.	104,4	29,9	.	.	7,3	.	.	23,5	.	.	.	43,7	.	.	.
2011 mag.	77,7	5,4	.	.	54,7	.	.	11,1	.	.	.	6,6	.	.	.
giu.	-172,1	1,3	.	.	-168,4	.	.	3,2	.	.	.	-8,2	.	.	.
lug.	9,7	14,2	.	.	-24,3	.	.	6,9	.	.	.	13,0	.	.	.
ago.	87,0	7,1	.	.	53,0	.	.	-2,5	.	.	.	29,4	.	.	.
set.	7,6	8,6	.	.	-21,4	.	.	19,0	.	.	.	1,3	.	.	.
Tassi di crescita															
2008	-12,2	-48,1	-48,2	.	-9,3	-9,2	-19,8	25,7	.	27,4	-0,9	-9,4	0,3	-11,5	-5,8
2009	2,3	3,4	2,4	.	-0,2	-0,4	15,8	74,2	.	78,3	11,7	4,0	8,6	1,2	15,8
2011 1° trim.	-0,4	9,4	9,6	.	-4,9	-5,3	26,8	99,8	.	106,7	-2,7	3,5	14,2	-0,2	14,6
2° trim.	-0,3	12,6	11,8	.	-5,2	-5,6	23,3	93,6	.	101,8	-18,8	4,0	8,6	0,8	19,5
3° trim.	0,7	25,9	.	.	-4,8	.	.	102,6	.	.	.	2,5	.	.	.

Fonte: BCE.

7.3 Conto finanziario

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

7. Riserve ufficiali¹⁾

	Riserve ufficiali													Per memoria				
	Totale	Oro monetario		DSP	Posizione di riserva nell'FMI	Valuta estera							Altre attività	Altre attività in valuta estera	Deflussi previsti netti a breve termine di valuta estera	Assegnazione di DSP		
		in miliardi di euro	in milioni di once			Totale	Banconote, monete e depositi		Titoli			Strumenti finanziari derivati						
		1	2				3	4	5	6	7						8	9	10	11	12
	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 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	
2° trim.	580,8	361,4	346,989	50,4	22,4	146,5	5,1	13,0	128,2	0,5	108,3	19,3	0,2	0,0	20,4	-18,1	52,2	
2011 set. ott.	646,7 651,7	416,3 426,6	346,990 346,844	52,9 51,8	26,0 25,6	151,4 147,7	5,5 5,1	11,2 8,7	135,2 133,8	- -	- -	- -	-0,4 0,0	0,0 0,0	31,4 30,4	-24,5 -22,7	54,5 53,4	
	Transazioni																	
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	10,3	0,0	-	-0,1	4,9	5,4	-5,4	6,7	4,1	0,0	10,6	-6,5	0,0	0,0	-	-	-	
2011 1° trim.	11,6	0,0	-	-1,2	6,7	6,1	-1,8	3,1	4,8	0,0	4,0	0,7	0,0	0,0	-	-	-	
2° trim.	-4,3	0,0	-	-0,2	0,9	-5,1	-0,5	-5,4	0,9	0,0	0,4	0,5	-0,1	0,0	-	-	-	
3° trim.	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Tassi di crescita																	
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,3	6,3	15,0	6,4	5,7	1,1	18,6	-27,6	-	-	-	-	-	
2008	1,0	-1,3	-	-2,5	105,5	1,7	67,8	-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	46,4	3,6	-43,3	76,2	3,4	-5,2	10,3	-25,5	-	-	-	-	-	
2011 1° trim.	2,9	0,0	-	-1,9	77,7	5,3	-44,7	68,6	4,0	-4,3	12,0	-27,9	-	-	-	-	-	
2° trim.	2,4	0,0	-	-2,4	49,8	4,6	-36,6	5,3	7,4	1,9	12,4	-15,3	-	-	-	-	-	
3° trim.	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

8. Debito estero lordo

	Totale	Per strumento					Per settore (esclusi gli investimenti diretti)					
		Prestiti, banconote, monete e depositi	Strumenti di mercato monetario	Obbligazioni e note	Crediti commerciali	Altre passività	Investimenti diretti: prestiti intersocietari	Amministrazioni pubbliche	Eurosistema	IFM (escluso l'Eurosistema)	Altri settori	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)											
2007	9.991,0	5.144,6	240,5	2.996,3	172,6	189,6	1.247,3	1.235,4	202,1	5.228,6	2.077,6	
2008	10.914,5	5.340,8	398,1	3.377,9	184,1	211,8	1.401,7	1.747,0	482,7	5.006,5	2.276,5	
2009	10.391,3	4.622,0	506,9	3.493,1	177,8	185,6	1.405,9	1.975,7	251,7	4.559,1	2.198,9	
2010 4° trim.	11.016,4	4.891,7	469,2	3.823,0	200,8	211,5	1.420,2	2.186,8	268,8	4.751,3	2.389,4	
2011 1° trim.	10.855,2	4.735,4	502,8	3.760,6	207,6	225,1	1.423,7	2.232,3	272,3	4.588,4	2.338,5	
2° trim.	11.126,4	4.716,9	543,4	4.010,3	207,3	220,8	1.427,7	2.369,0	277,7	4.636,2	2.415,7	
	Consistenze (in percentuale del PIL)											
2007	110,6	56,9	2,7	33,2	1,9	2,1	13,8	13,7	2,2	57,9	23,0	
2008	118,2	57,8	4,3	36,6	2,0	2,3	15,2	18,9	5,2	54,2	24,6	
2009	116,4	51,8	5,7	39,1	2,0	2,1	15,7	22,1	2,8	51,1	24,6	
2010 4° trim.	120,3	53,4	5,1	41,8	2,2	2,3	15,5	23,9	2,9	51,9	26,1	
2011 1° trim.	117,5	51,3	5,4	40,7	2,2	2,4	15,4	24,2	2,9	49,7	25,3	
2° trim.	119,6	50,7	5,8	43,1	2,2	2,4	15,3	25,5	3,0	49,8	26,0	

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
2010	Consistenze (posizione patrimoniale sull'estero)														
Investimenti diretti	1.083,3	116,9	3,8	-6,6	-170,8	291,8	-1,3	50,4	57,1	-3,9	178,9	-23,2	42,7	-0,3	664,8
All'estero	4.798,2	1.490,8	36,2	141,7	994,2	318,7	0,0	154,7	61,5	87,2	479,5	899,7	586,7	0,0	1.037,9
Azioni/utili reinvestiti	3.667,1	1.114,0	32,2	88,8	733,5	259,4	0,0	121,4	49,5	65,8	374,0	637,1	501,8	0,0	803,6
Debito	1.131,1	376,8	4,0	52,9	260,7	59,2	0,0	33,3	12,0	21,4	105,6	262,7	85,0	0,0	234,3
Nell'area dell'euro	3.714,8	1.374,0	32,5	148,4	1.165,0	26,9	1,3	104,3	4,4	91,1	300,6	922,9	544,1	0,4	373,1
Azioni/utili reinvestiti	2.820,2	1.121,1	22,5	133,9	958,4	4,9	1,3	91,7	3,4	73,5	201,8	702,5	387,3	0,1	238,8
Debito	894,6	252,9	10,0	14,4	206,6	21,9	0,0	12,6	1,0	17,6	98,8	220,4	156,7	0,2	134,3
Investimenti di portafoglio: attività	4.907,5	1.550,5	84,0	189,3	1.054,9	103,5	118,9	110,8	59,5	203,6	134,6	1.557,4	460,8	30,8	799,6
Azioni	1.914,2	379,4	13,7	46,0	300,5	18,1	1,1	44,6	57,2	106,3	117,5	574,9	243,0	1,4	390,1
Strumenti di debito	2.993,3	1.171,1	70,3	143,3	754,4	85,3	117,8	66,3	2,2	97,3	17,1	982,5	217,8	29,4	409,6
Obbligazioni e note	2.588,8	1.031,4	63,0	121,3	646,1	83,8	117,2	61,8	1,4	44,3	11,7	836,1	208,6	29,0	364,5
Strumenti di mercato monetario	404,5	139,7	7,3	21,9	108,3	1,6	0,6	4,5	0,8	53,0	5,5	146,4	9,2	0,4	45,1
Altri investimenti	-301,1	-241,1	54,8	1,5	-202,0	85,9	-181,2	-7,3	-8,0	19,9	-34,4	-94,6	-5,0	-25,2	94,7
Attività	5.002,9	2.295,1	112,6	96,9	1.869,7	198,5	17,4	28,5	38,7	103,7	275,2	713,1	588,7	48,8	911,2
Amministrazioni pubbliche	166,3	55,0	0,8	6,5	34,6	2,1	11,0	1,9	3,2	2,6	1,2	13,7	3,6	31,8	53,2
IFM	3.004,9	1.576,0	90,7	52,9	1.268,2	160,9	3,3	15,6	12,1	72,6	136,3	375,8	367,6	16,5	432,4
Altri settori	1.831,8	664,0	21,1	37,5	566,9	35,5	3,1	11,0	23,4	28,5	137,7	323,6	217,4	0,6	425,5
Passività	5.304,0	2.536,1	57,9	95,4	2.071,7	112,6	198,6	35,8	46,7	83,8	309,6	807,8	593,6	74,0	816,5
Amministrazioni pubbliche	153,9	92,1	0,2	0,5	57,1	0,2	34,1	0,1	0,1	0,1	0,8	27,3	1,7	27,6	4,1
IFM	3.777,4	1.855,6	45,5	63,8	1.555,6	84,5	106,1	27,6	22,1	50,4	233,4	491,5	475,5	43,4	577,9
Altri settori	1.372,8	588,4	12,2	31,1	458,9	27,9	58,3	8,2	24,6	33,2	75,4	289,0	116,5	3,0	234,5
dal 3° trim. 2010 al 2° trim. 2011	Transazioni cumulate														
Investimenti diretti	11,1	22,6	0,6	-8,6	15,7	14,9	0,0	-29,0	6,7	1,6	-24,9	-15,3	8,0	-0,1	41,5
All'estero	179,9	47,7	1,6	2,1	25,2	18,7	0,0	1,8	6,6	1,4	-3,2	21,3	26,8	0,0	77,4
Azioni/utili reinvestiti	127,3	38,3	1,7	3,5	14,6	18,5	0,0	1,9	3,7	2,1	-4,8	20,1	7,0	0,0	59,0
Debito	52,6	9,4	0,0	-1,4	10,6	0,2	0,0	0,0	2,9	-0,6	1,6	1,3	19,7	0,0	18,4
Nell'area dell'euro	168,9	25,1	1,0	10,7	9,5	3,8	0,0	30,9	-0,1	-0,1	21,7	36,6	18,8	0,1	36,0
Azioni/utili reinvestiti	142,2	34,2	-0,2	8,1	26,1	0,2	0,0	31,7	0,4	0,4	1,3	29,1	17,5	0,0	27,6
Debito	26,6	-9,2	1,2	2,6	-16,5	3,6	0,0	-0,8	-0,5	-0,6	20,4	7,5	1,3	0,1	8,4
Investimenti di portafoglio: attività	148,8	31,3	-2,8	16,8	-0,7	6,0	11,9	-2,5	12,1	3,3	1,3	48,9	-24,8	0,6	78,6
Azioni	58,4	12,7	0,7	4,7	6,5	0,8	0,1	5,4	11,3	1,2	-3,3	20,2	-7,2	-0,4	18,5
Strumenti di debito	90,3	18,5	-3,5	12,1	-7,2	5,3	11,9	-8,0	0,8	2,1	4,7	28,7	-17,6	1,0	60,1
Obbligazioni e note	94,1	42,1	-1,9	12,4	14,7	4,9	12,0	-9,0	0,7	0,8	3,3	20,2	-19,8	1,2	54,5
Strumenti di mercato monetario	-3,7	-23,5	-1,6	-0,3	-21,9	0,4	-0,1	1,0	0,0	1,2	1,4	8,6	2,2	-0,2	5,6
Altri investimenti	253,4	148,4	1,3	8,7	168,8	2,4	-32,7	-1,0	1,8	4,2	44,0	-4,7	126,0	-43,7	-21,6
Attività	242,2	119,0	1,6	20,4	89,8	6,3	0,9	-0,2	9,3	15,0	13,9	20,6	49,4	-11,1	26,4
Amministrazioni pubbliche	24,1	9,7	0,8	0,9	6,8	1,4	-0,3	1,0	0,0	2,3	0,7	7,4	0,4	0,8	1,9
IFM	98,6	30,9	-1,8	13,7	15,0	4,0	-0,1	-1,8	7,9	11,4	0,1	9,4	38,7	-11,9	14,1
Altri settori	119,5	78,5	2,6	5,8	68,0	0,9	1,3	0,6	1,4	1,3	13,1	3,8	10,3	0,1	10,5
Passività	-11,2	-29,3	0,3	11,8	-79,0	3,9	33,7	0,8	7,4	10,8	-30,1	25,3	-76,6	32,6	48,0
Amministrazioni pubbliche	90,1	51,9	0,0	0,0	32,6	0,0	19,3	0,0	0,0	-0,2	-0,9	16,2	1,2	22,7	-0,7
IFM	-157,0	-110,9	0,4	5,2	-125,5	1,8	7,3	-2,0	4,6	12,0	-35,7	20,8	-79,4	9,9	23,6
Altri settori	55,7	29,7	0,0	6,5	13,9	2,1	7,1	2,7	2,9	-1,0	6,5	-11,8	1,6	0,0	25,1

Fonte: BCE.

7.4 Presentazione monetaria della bilancia dei pagamenti ¹⁾

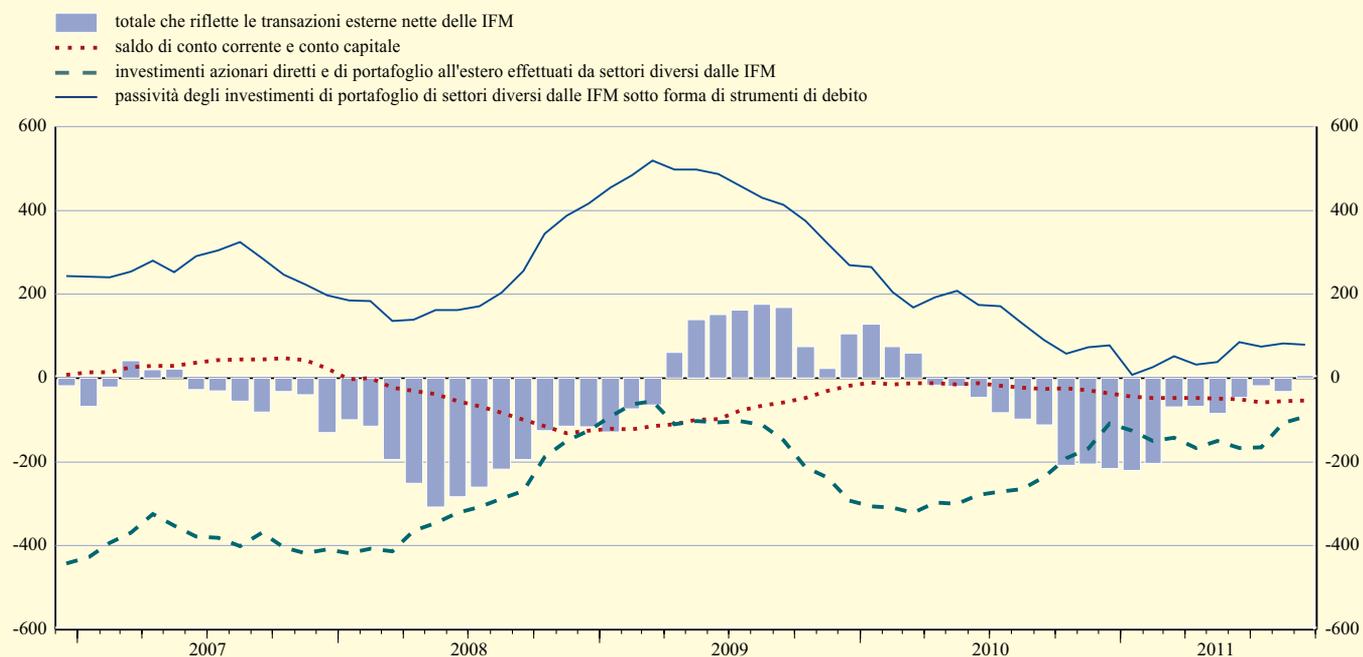
(miliardi di euro; transazioni)

Voci di bilancia dei pagamenti che riflettono le transazioni nette delle IFM

	Totale	Saldo di conto corrente e conto capitale	Transazioni di istituzioni diverse dalle IFM								Strumenti finanziari derivati	Errori e omissioni
			Investimenti diretti		Investimenti di portafoglio				Altri investimenti			
			All'estero da residenti	Nell'area dell'euro da non residenti	Attività		Passività		Attività	Passività		
					Azioni	Strumenti di debito	Azioni	Strumenti di debito				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2008	-116,9	-125,2	-327,9	112,0	59,2	-11,0	-186,9	416,4	-53,1	73,5	-84,4	10,6
2009	105,7	-19,1	-311,9	224,8	-54,8	-132,8	111,0	268,8	111,5	-115,9	21,1	3,0
2010	-216,3	-37,3	-161,3	125,2	-70,7	-249,1	143,2	77,8	-170,3	117,2	17,4	-8,4
2010 3° trim.	-59,5	-6,4	-49,0	-3,8	-3,8	-44,6	41,0	-43,9	-23,2	68,6	6,3	-0,6
4° trim.	-57,3	4,2	20,2	63,1	-37,6	-113,2	54,6	-7,4	-46,9	11,1	8,9	-14,4
2011 1° trim.	69,3	-27,8	-85,5	80,2	1,0	-24,0	81,4	3,2	-20,0	51,1	-2,2	12,1
2° trim.	2,1	-20,1	-53,2	30,8	-13,9	-33,2	-7,0	133,4	-52,8	15,0	3,4	-0,4
3° trim.	-7,6	-9,1	-24,8	16,0	38,7	15,2	-22,3	-50,2	-31,9	67,2	-3,4	-3,0
2010 set.	-26,0	-5,5	-12,3	3,7	-4,1	-15,6	15,1	6,6	-27,7	14,2	0,3	-0,8
ott.	-84,2	2,5	5,2	-16,2	-17,2	-87,7	44,7	7,3	-26,8	9,2	-0,2	-4,9
nov.	-7,0	-3,0	7,8	39,5	-9,4	-23,4	-15,1	30,4	-23,3	-2,9	3,1	-10,6
dic.	33,8	4,7	7,1	39,9	-11,0	-2,0	25,1	-45,1	3,1	4,8	6,1	1,0
2011 gen.	-23,6	-19,6	-29,4	37,4	0,2	-12,3	10,3	-37,0	-21,4	43,2	-1,0	6,0
feb.	3,2	-7,1	-25,6	0,5	-1,1	-12,2	43,8	10,6	0,8	-12,3	0,8	5,0
mar.	89,7	-1,1	-30,4	42,2	1,9	0,5	27,2	29,6	0,6	20,2	-2,1	1,1
apr.	-31,3	-5,0	-47,1	22,3	-6,9	-15,7	-3,6	21,7	-9,0	2,4	2,9	6,8
mag.	-2,4	-15,7	-6,2	0,5	-1,2	-19,1	-11,0	64,8	-33,3	17,7	-1,5	2,5
giu.	35,8	0,6	0,1	8,1	-5,7	1,6	7,6	46,9	-10,5	-5,0	1,9	-9,8
lug.	-7,9	-1,6	-13,8	12,2	-0,3	-8,6	24,4	-33,7	-0,9	19,9	-4,6	-0,9
ago.	-12,7	-5,0	7,4	-6,6	28,5	6,8	-39,1	-19,1	-10,2	27,0	-0,7	-1,8
set.	13,0	-2,5	-18,4	10,4	10,4	17,0	-7,6	2,5	-20,8	20,4	1,9	-0,3
<i>transazioni cumulate sui dodici mesi</i>												
2011 set.	6,5	-52,8	-143,2	190,2	-11,8	-155,2	106,7	79,0	-151,6	144,5	6,7	-5,8

F38 Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM ¹⁾

(miliardi di euro; transazioni cumulate sui dodici mesi)



Fonte: BCE.

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

7.5 Commercio di beni
1. Esportazioni e importazioni in valore e in volume, per categoria merceologica¹⁾
(dati destagionalizzati, salvo diversa indicazione)

	Totale (non dest.)		Esportazioni (f.o.b.)					Importazioni (c.i.f.)					
	Esporta- zioni	Importa- zioni	Totale			Per memoria: Settore manifatturiero	Totale			Per memoria: Settore mani- fatturiero	Petrolio		
			Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo		Beni intermedi	Beni di investi- mento	Beni di consumo				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Valore (miliardi di euro; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-18,0	-21,8	1.279,7	628,0	264,3	355,3	1.063,2	1.266,8	734,4	193,9	316,8	841,0	182,1
2010	20,0	22,5	1.531,8	764,8	311,3	419,8	1.268,5	1.546,0	945,7	229,9	348,1	1.017,0	247,3
2010 4° trim.	22,2	25,6	404,0	201,6	84,2	109,5	332,8	407,1	253,6	59,2	89,5	265,6	66,4
2011 1° trim.	21,7	24,2	427,2	214,5	86,1	116,1	350,3	435,3	275,9	59,6	91,7	277,2	74,2
2° trim.	13,0	12,8	429,2	215,7	86,7	116,3	350,5	435,6	279,7	58,3	89,8	274,8	77,1
3° trim.	9,4	8,9	436,4	217,7	87,1	119,5	357,8	438,6	278,5	58,5	92,6	274,8	.
2011 apr.	14,6	17,8	144,4	72,3	28,3	39,4	116,0	146,9	94,5	20,2	29,7	91,7	26,9
mag.	22,4	17,8	146,2	73,2	30,3	40,1	121,2	147,4	94,4	19,5	30,5	93,8	25,3
giu.	3,4	3,7	138,7	70,2	28,1	36,8	113,2	141,4	90,8	18,6	29,6	89,3	24,8
lug.	5,2	7,4	142,1	71,4	28,1	38,2	115,9	145,2	93,0	19,3	29,9	90,8	27,3
ago.	13,8	11,7	147,9	73,6	29,8	40,5	123,0	149,1	94,6	20,0	31,1	95,2	26,3
set.	9,7	7,9	146,4	72,6	29,3	40,9	119,0	144,3	90,9	19,2	31,7	88,9	.
Indici di volume (2000 = 100; variazioni percentuali sul periodo corrispondente per le colonne 1 e 2)													
2009	-16,5	-13,7	119,5	114,8	119,0	128,0	116,0	109,7	101,0	115,7	136,3	111,0	101,7
2010	14,8	10,7	136,6	132,3	138,4	143,5	133,9	120,7	112,9	131,2	143,1	127,7	100,7
2010 3° trim.	16,0	12,7	139,8	134,8	143,7	145,5	137,4	122,2	114,0	134,1	143,9	130,6	101,4
4° trim.	15,1	10,3	142,5	137,3	149,4	148,0	139,3	123,6	116,3	134,5	145,0	131,7	102,7
2011 1° trim.	13,5	7,9	146,1	141,2	149,8	152,5	143,2	125,0	117,9	132,6	144,8	133,6	96,8
2° trim.	8,2	2,8	146,8	140,6	152,0	154,2	143,9	123,8	116,3	132,9	143,4	134,0	92,4
2011 mar.	8,9	1,5	147,4	142,9	154,0	154,7	145,5	124,0	116,9	129,2	146,5	135,2	95,6
apr.	8,1	5,0	147,8	141,0	149,7	156,1	142,8	124,5	116,9	138,7	142,6	134,2	95,1
mag.	17,3	8,1	150,2	143,4	159,3	159,6	149,2	126,8	119,0	134,8	147,2	138,4	90,7
giu.	0,2	-4,3	142,3	137,4	146,8	147,0	139,5	120,0	113,1	125,3	140,4	129,6	91,2
lug.	1,6	1,1	144,8	139,1	146,7	150,1	141,6	124,2	117,1	133,3	140,9	132,5	100,6
ago.	9,1	3,9	150,4	142,8	155,3	158,8	150,2	126,0	117,7	136,7	144,1	137,6	96,4

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			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
in perc. del totale	100,0	100,0	33,1	44,5	17,9	4,5	99,2	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2009	101,5	-2,7	-4,0	0,5	0,5	-23,7	-2,6	100,1	-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
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
3° trim.	110,5	4,0	5,0	0,9	1,8	25,5	3,9	118,8	7,1	2,5	-3,5	2,7	28,4	1,5
2011 mag.	110,2	4,0	5,9	0,8	1,6	22,1	3,9	118,5	7,1	2,4	-3,0	3,0	28,3	1,2
giu.	110,1	3,4	5,1	0,6	1,2	18,8	3,3	117,8	5,9	2,6	-4,2	2,0	24,8	0,7
lug.	110,5	4,0	5,3	0,8	1,7	25,9	4,0	119,0	7,5	3,6	-4,0	2,7	29,5	1,5
ago.	110,3	3,8	4,8	0,8	1,8	23,4	3,7	118,1	6,2	2,0	-3,4	2,4	25,5	1,3
set.	110,6	4,0	4,8	1,1	1,9	27,2	4,0	119,2	7,4	2,0	-3,0	3,2	30,2	1,6
ott.	110,4	4,1	4,4	1,7	2,5	24,4	4,0	121,6	10,0	3,2	-0,5	4,7	29,9	3,7

Fonte: Eurostat.

- I raggruppamenti dei prodotti seguono la classificazione per destinazione economica (*Broad Economic Categories - BEC*). A differenza dei raggruppamenti della tavola 2, i beni intermedi e i beni di consumo comprendono i prodotti agricoli ed energetici.
- I raggruppamenti di prodotti seguono la classificazione dei "Raggruppamenti principali di industrie". A differenza dei raggruppamenti della tavola 1, i beni intermedi e di consumo non includono i prodotti agricoli ed energetici. Il settore manifatturiero ha una composizione diversa rispetto ai dati indicati nelle colonne 7 e 12 della tavola 1. I dati riportati sono indici dei prezzi che indicano variazioni pure dei prezzi per un paniere di prodotti e non sono semplici rapporti dei valori e dei volumi indicati nella tavola 1, i quali risentono delle variazioni della composizione e della qualità dei beni scambiati. Questi indici differiscono dai deflatori del PIL per le importazioni e le esportazioni (cfr. tavola 3 della sezione 5.1), poichè questi ultimi comprendono tutti i beni e i servizi nonché anche il commercio transfrontaliero all'interno dell'area dell'euro.
- I prezzi alla produzione nell'industria per le esportazioni si riferiscono agli scambi diretti tra produttori interni e clienti non nazionali. A differenza dei dati riportati nella tavola 1 per i valori e i volumi, non sono incluse le esportazioni da parte di grossisti e le reimportazioni.

7.5 Commercio di beni

(miliardi di euro, salvo diversa indicazione; dati destagionalizzati)

3. Scomposizione per area geografica

	Totale	Stati membri dell'UE esterni all'area dell'euro				Russia	Svizzera	Turchia	Stati Uniti	Asia		Africa	America Latina	Altri paesi	
		Danimarca	Svezia	Regno Unito	Altri paesi dell'UE					Cina	Giappone				
															1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Esportazioni (f.o.b.)															
2009	1.279,7	27,3	41,5	175,3	174,6	50,1	78,8	34,8	152,4	284,4	68,9	28,6	92,0	54,3	29,4
2010	1.531,8	30,1	52,5	194,1	208,3	63,4	92,7	47,4	180,6	355,9	94,8	34,6	104,9	73,4	17,7
2010 2° trim.	378,9	7,3	13,2	47,9	51,0	15,4	22,8	11,5	45,2	88,7	23,6	8,7	25,7	18,6	4,8
3° trim.	397,0	7,6	13,4	50,0	53,9	17,2	23,9	12,2	47,7	92,0	23,9	8,9	26,8	19,0	3,9
4° trim.	404,0	8,1	14,0	50,1	55,9	17,2	24,7	13,2	46,2	93,5	25,6	9,0	27,5	19,2	3,9
2011 1° trim.	427,2	8,0	15,0	53,2	59,0	18,7	25,8	15,3	50,0	99,4	28,9	9,3	28,1	20,2	0,4
2° trim.	429,2	8,2	15,4	52,1	60,3	20,1	26,5	14,3	48,1	98,4	27,3	9,5	27,0	21,0	3,5
3° trim.	436,4	.	.	.	.	20,9	28,6	13,6	48,2	101,3	28,5	10,1	27,7	21,2	.
2011 apr.	144,4	2,7	5,0	17,0	19,7	6,5	9,0	4,9	16,2	32,4	8,9	3,2	9,2	7,0	3,4
mag.	146,2	2,8	5,3	18,0	20,5	7,1	9,3	4,8	16,3	33,9	9,5	3,2	9,1	7,4	-0,5
giu.	138,7	2,7	5,0	17,1	20,0	6,5	8,2	4,5	15,5	32,1	8,9	3,1	8,7	6,6	0,5
lug.	142,1	2,7	5,2	17,2	19,9	6,6	8,5	4,5	15,5	33,0	9,2	3,2	9,0	6,9	1,8
ago.	147,9	2,8	5,3	18,3	20,9	7,1	10,0	4,5	17,0	34,4	9,8	3,5	9,2	7,3	-0,5
set.	146,4	.	.	.	.	7,2	10,0	4,5	15,7	33,9	9,5	3,4	9,5	7,0	.
<i>percentuale delle esportazioni totali</i>															
2010	100,0	2,0	3,4	12,7	13,6	4,1	6,0	3,1	11,8	23,2	6,2	2,3	6,9	4,8	1,2
Importazioni (c.i.f.)															
2009	1.266,8	27,1	38,2	127,1	161,9	84,3	65,4	26,5	116,2	380,2	157,7	43,9	94,8	59,5	-25,3
2010	1.546,0	27,2	47,3	146,9	194,9	112,7	73,5	30,9	129,8	494,6	208,6	51,4	119,2	75,3	-49,8
2010 2° trim.	385,2	6,7	11,9	36,3	48,2	28,5	19,5	7,6	32,0	125,0	53,0	13,1	29,9	18,2	-14,8
3° trim.	401,2	6,9	12,5	37,6	50,0	28,2	18,8	7,8	34,3	130,5	55,7	13,2	29,7	19,5	-10,5
4° trim.	407,1	7,0	12,6	38,4	52,2	30,2	18,3	8,3	34,2	128,4	54,1	13,1	32,6	20,9	-14,4
2011 1° trim.	435,3	7,3	13,2	41,7	55,5	34,7	19,4	9,0	35,4	135,7	54,8	13,7	35,7	21,4	-17,3
2° trim.	435,6	7,5	13,3	41,4	56,2	34,6	20,0	8,9	34,0	138,4	55,9	12,7	30,9	21,9	-15,0
3° trim.	438,6	.	.	.	.	31,8	22,2	8,5	34,1	137,0	54,2	13,3	30,9	23,4	.
2011 apr.	146,9	2,4	4,3	13,9	18,5	12,1	6,6	3,0	11,6	46,7	18,7	4,4	10,3	7,3	-5,0
mag.	147,4	2,7	4,7	13,9	19,0	12,6	6,8	3,0	11,4	46,4	18,8	4,2	9,8	7,5	-5,9
giu.	141,4	2,4	4,3	13,6	18,6	9,8	6,7	2,9	11,0	45,4	18,5	4,1	10,8	7,1	-4,1
lug.	145,2	2,4	4,5	14,1	18,7	11,8	6,7	2,9	11,0	46,4	18,1	4,5	9,7	7,7	-5,3
ago.	149,1	2,4	4,7	14,1	19,1	9,7	8,0	2,9	11,5	46,7	18,9	4,5	10,9	8,1	-1,7
set.	144,3	.	.	.	.	10,4	7,5	2,8	11,6	43,8	17,2	4,3	10,4	7,6	.
<i>percentuale delle importazioni totali</i>															
2010	100,0	1,8	3,1	9,5	12,6	7,3	4,8	2,0	8,4	32,0	13,5	3,3	7,7	4,9	-3,2
Saldo															
2009	13,0	0,2	3,3	48,2	12,7	-34,2	13,3	8,3	36,2	-95,8	-88,8	-15,2	-2,8	-5,2	54,7
2010	-14,2	2,9	5,2	47,2	13,4	-49,3	19,2	16,5	50,8	-138,7	-113,8	-16,8	-14,4	-1,8	67,5
2010 2° trim.	-6,4	0,6	1,3	11,5	2,8	-13,1	3,3	3,9	13,2	-36,3	-29,5	-4,4	-4,2	0,4	19,6
3° trim.	-4,2	0,7	0,9	12,5	4,0	-11,0	5,1	4,4	13,4	-38,5	-31,7	-4,4	-2,8	-0,5	14,3
4° trim.	-3,1	1,2	1,5	11,7	3,6	-13,0	6,4	4,9	12,1	-34,9	-28,6	-4,1	-5,1	-1,8	18,3
2011 1° trim.	-8,1	0,8	1,8	11,5	3,5	-16,0	6,4	6,4	14,5	-36,2	-25,9	-4,4	-7,6	-1,3	17,7
2° trim.	-6,3	0,7	2,1	10,7	4,1	-14,4	6,5	5,4	14,0	-40,0	-28,6	-3,2	-3,9	-0,9	18,5
3° trim.	-2,2	.	.	.	.	-10,9	6,3	5,0	14,1	-35,7	-25,7	-3,1	-3,2	-2,2	.
2011 apr.	-2,5	0,4	0,7	3,1	1,2	-5,7	2,4	1,9	4,6	-14,2	-9,8	-1,2	-1,1	-0,3	8,4
mag.	-1,2	0,1	0,6	4,1	1,5	-5,5	2,6	1,9	4,9	-12,4	-9,2	-1,0	-0,7	-0,1	5,4
giu.	-2,7	0,3	0,7	3,5	1,4	-3,3	1,5	1,6	4,5	-13,4	-9,6	-1,0	-2,0	-0,5	4,7
lug.	-3,1	0,3	0,7	3,1	1,2	-5,1	1,8	1,7	4,5	-13,4	-9,0	-1,2	-0,7	-0,7	7,1
ago.	-1,2	0,3	0,6	4,2	1,8	-2,7	2,0	1,6	5,5	-12,3	-9,1	-1,1	-1,6	-0,8	1,2
set.	2,1	.	.	.	.	-3,2	2,5	1,7	4,1	-9,9	-7,6	-0,9	-0,8	-0,6	.

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

F39 Tassi di cambio effettivi

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

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



F40 Tassi di cambio bilaterali

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

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



Fonte: BCE.

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

8.2 Tassi di cambio bilaterali

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

	Lev bulgaro	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 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
ott.	1,9558	24,841	7,4442	0,7061	3,4528	296,79	4,3516	4,3244	9,1138	0,87036	7,4849	2,5089
nov.	1,9558	25,464	7,4412	0,7015	3,4528	309,15	4,4324	4,3560	9,1387	0,85740	7,4923	2,4565
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 nov.	0,0	2,5	0,0	-0,6	0,0	4,2	1,9	0,7	0,3	-1,5	0,1	-2,1
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 nov.	0,0	3,4	-0,2	-1,1	0,0	12,2	12,2	1,4	-1,9	0,3	1,5	24,6
	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 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	
ott.	1,3525	2,4336	1,3981	8,7308	10,6616	-	67,5519	12.150,54	5,0253	105,06	4,2963	
nov.	1,3414	2,4210	1,3897	8,6154	10,5495	-	68,8330	12.214,99	5,0521	105,02	4,2756	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 nov.	-0,8	-0,5	-0,6	-1,3	-1,1	-	1,9	0,5	0,5	0,0	-0,5	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 nov.	-2,9	3,5	0,5	-5,2	-0,4	-	12,0	-0,1	1,5	-6,8	0,4	
	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 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	
ott.	18,4315	1,7361	7,7474	59,412	42,8569	1,7493	10,9188	1.578,17	1,2295	42,297	1,3706	
nov.	18,5646	1,7584	7,7868	58,743	41,8082	1,7476	11,0547	1.537,42	1,2307	41,969	1,3556	
<i>variazione percentuale sul mese precedente</i>												
2011 nov.	0,7	1,3	0,5	-1,1	-2,4	-0,1	1,2	-2,6	0,1	-0,8	-1,1	
<i>variazione percentuale sull'anno precedente</i>												
2011 nov.	10,3	-0,7	-4,4	-1,2	-1,2	-1,5	16,0	-0,4	-8,4	2,8	-0,8	

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 2° trim.	3,4	1,8	2,9	4,6	4,7	3,9	4,0	8,3	1,7	4,4
3° trim.	3,1	2,0	2,6	4,4	4,6	3,4	3,7	4,2	1,6	4,7
2011 ago.	3,1	2,1	2,4	4,6	4,4	3,5	4,0	4,3	1,6	4,5
set.	2,9	2,1	2,4	4,5	4,7	3,7	3,5	3,5	1,5	5,2
ott.	3,0	2,6	2,7	4,3	4,2	3,8	3,8	3,6	1,1	5,0
Disavanzo (-) o avanzo (+) delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	1,7	-2,2	3,2	-4,2	-3,3	-3,7	-3,7	-5,7	2,2	-5,0
2009	-4,3	-5,8	-2,7	-9,7	-9,5	-4,6	-7,3	-9,0	-0,7	-11,5
2010	-3,1	-4,8	-2,6	-8,3	-7,0	-4,2	-7,8	-6,9	0,2	-10,3
Debito lordo delle amministrazioni pubbliche, in percentuale del PIL										
2008	13,7	28,7	34,5	19,8	15,5	72,9	47,1	13,4	38,8	54,8
2009	14,6	34,4	41,8	36,7	29,4	79,7	50,9	23,6	42,7	69,6
2010	16,3	37,6	43,7	44,7	38,0	81,3	54,9	31,0	39,7	79,9
Rendimento dei titoli di Stato a lungo termine, espresso in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 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
set.	5,30	3,00	2,07	5,60	5,09	7,64	5,74	7,43	1,83	2,41
ott.	5,27	3,14	2,23	5,62	5,06	7,88	5,71	7,48	1,90	2,52
Tasso d'interesse a 3 mesi in ragione d'anno; media nel periodo										
2011 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
set.	3,67	1,17	1,44	0,87	1,85	6,19	4,75	5,77	2,53	0,92
ott.	3,68	1,17	1,40	0,99	1,88	6,18	4,80	5,96	2,52	0,97
PIL a prezzi costanti										
2009	-5,5	-4,1	-5,8	-17,7	-14,8	-6,8	1,6	-7,1	-5,2	-4,4
2010	0,2	2,3	1,3	-0,3	1,4	1,3	3,9	-1,3	5,6	1,8
2011 1° trim.	3,3	2,8	2,1	3,0	5,4	1,9	4,5	1,3	5,8	1,6
2° trim.	2,0	2,2	1,8	5,1	6,5	1,7	4,6	1,9	4,8	0,6
3° trim.	1,6	.	-0,3	5,3	7,3	1,5	4,2	4,4	4,6	0,5
Saldo della bilancia dei pagamenti in percentuale del PIL										
2009	-7,6	-1,0	3,3	11,1	7,8	1,0	-2,2	-3,6	6,9	-1,5
2010	-0,5	-2,3	5,6	4,9	4,2	2,9	-2,8	-3,8	6,5	-2,3
2011 1° trim.	2,0	2,5	5,5	1,2	2,1	3,7	-1,7	-2,6	8,0	-1,1
2° trim.	1,5	-5,2	7,3	1,3	-2,2	4,1	-2,2	-6,3	6,7	-0,2
3° trim.	12,8	.	7,7	.	3,0	.	-4,9	-2,7	9,2	.
Debito estero lordo in percentuale del PIL										
2008	105,1	50,6	176,3	130,0	70,9	122,2	56,8	56,0	205,7	445,0
2009	108,3	53,2	188,5	156,5	87,0	142,3	59,4	69,0	210,8	416,9
2010 4° trim.	102,8	57,4	190,7	165,4	87,4	141,4	66,0	77,2	190,4	418,8
2011 1° trim.	98,5	56,9	185,6	158,1	85,6	135,1	68,3	74,6	188,5	421,4
2° trim.	96,0	56,9	181,6	154,7	86,0	134,7	68,5	78,1	189,3	422,4
Costo del lavoro per unità di prodotto										
2009	12,7	3,5	5,7	-7,9	-1,4	2,0	2,2	-1,3	4,6	5,7
2010	0,8	0,6	-1,0	-10,2	-7,3	-1,2	4,7	0,8	-1,7	1,7
2011 1° trim.	1,7	0,1	-0,5	2,5	-3,0	0,7	2,6	-1,3	-2,4	-0,9
2° trim.	5,3	0,2	-1,1	2,3	-0,7	.	0,6	9,4	-0,7	0,3
3° trim.	.	.	1,2	.	.	.	.	9,3	-1,0	1,9
Tasso di disoccupazione standardizzato in percentuale della forza lavoro (dest.)										
2009	6,8	6,7	6,0	17,1	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 2° trim.	11,3	6,9	7,5	16,2	15,5	10,9	9,6	7,4	7,5	7,9
3° trim.	11,7	6,7	7,5	.	15,0	10,3	9,7	7,5	7,3	.
2011 ago.	11,7	6,7	7,5	.	15,0	10,3	9,7	7,5	7,4	8,3
set.	11,9	6,6	7,6	.	15,0	9,9	9,8	7,7	7,3	.
ott.	12,1	6,7	7,7	.	.	9,8	9,9	7,3	7,5	.

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

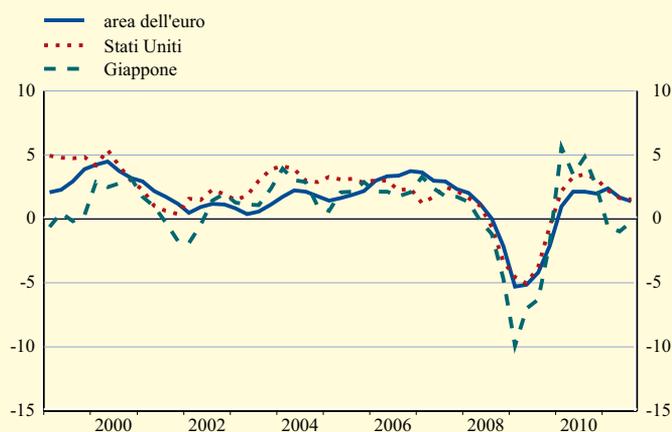
9.2 Indicatori economici e finanziari negli Stati Uniti e in Giappone

(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 ²⁾ (dest.)	Aggregato monetario ampio ³⁾	Tasso sui depositi interbancari a 3 mesi ⁴⁾	Rendimento sui titoli di Stato decennali a cedola zero; ⁵⁾ dati di fine periodo	Tasso di cambio ⁶⁾ (unità di valuta nazionale per euro)	Disavanzo (-)/Avanzo (+) di bilancio in percentuale del PIL	Debito pubblico lordo ⁶⁾ 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	1,0	1,6	4,4	9,1	5,4	0,26	3,46	1,4391	-10,2	79,0
3° trim.	3,8	0,4	1,5	4,1	9,1	9,4	0,30	2,18	1,4127	-	-
2011 lug.	3,6	-	-	4,0	9,1	8,0	0,25	3,08	1,4264	-	-
ago.	3,8	-	-	4,1	9,1	10,2	0,29	2,51	1,4343	-	-
set.	3,9	-	-	4,2	9,1	10,1	0,35	2,18	1,3770	-	-
ott.	3,5	-	-	4,5	9,0	9,9	0,41	2,37	1,3706	-	-
nov.	-	-	-	-	8,6	-	0,48	2,30	1,3556	-	-
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	1,2	-1,2	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,21	152,45	-2,2	162,0
2009	-1,3	2,8	-6,3	-21,9	5,1	2,7	0,47	1,42	130,34	-8,7	180,4
2010	-0,7	-2,6	4,1	16,6	5,1	2,8	0,23	1,18	116,24	-	-
2010 3° trim.	-1,0	-3,2	4,9	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	1,2	-0,6	-2,6	4,7	2,5	0,19	1,33	112,57	-	-
2° trim.	-0,4	1,2	-1,0	-6,9	4,6	2,8	0,20	1,18	117,41	-	-
3° trim.	0,1	-	-0,2	-2,1	4,4	2,8	0,19	1,04	109,77	-	-
2011 lug.	0,2	-	-	-3,0	4,7	3,0	0,20	1,09	113,26	-	-
ago.	0,2	-	-	0,4	4,3	2,7	0,19	1,05	110,43	-	-
set.	0,0	-	-	-3,3	4,1	2,7	0,19	1,04	105,75	-	-
ott.	-0,2	-	-	0,3	-	2,7	0,19	1,04	105,06	-	-
nov.	-	-	-	-	-	-	0,20	1,10	105,02	-	-

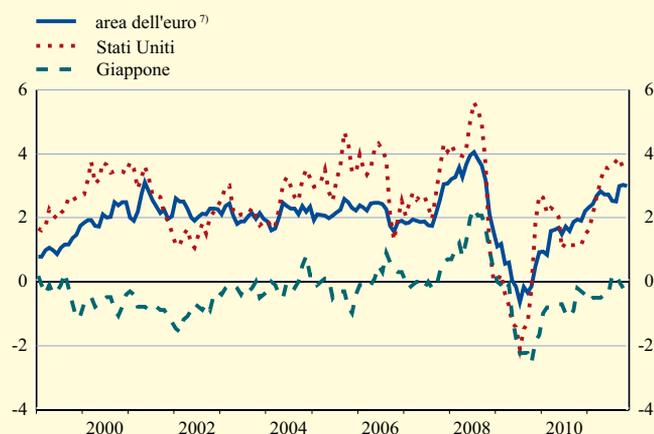
F41 PIL a prezzi costanti

(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) I dati riferiti al Giappone nel periodo da marzo ad agosto 2011 non includono le tre prefetture che più hanno risentito del terremoto che ha colpito il paese. Di esse si tiene nuovamente conto a partire da settembre 2011.
- 3) Medie di periodo; M2 per gli Stati Uniti, M2 + CD per il Giappone.

- 4) Percentuali in ragione d'anno. Per ulteriori informazioni sul tasso sui depositi interbancari a 3 mesi, cfr. la sezione 4.6.
- 5) Per ulteriori informazioni, cfr. la sezione 8.2.
- 6) Debito lordo consolidato delle amministrazioni pubbliche (dati di fine periodo).
- 7) I dati si riferiscono alla composizione evolutiva dell'area dell'euro. Per ulteriori dettagli, cfr. le Note generali.



LISTA DELLE FIGURE

F1	Aggregati monetari	S12
F2	Contropartite	S12
F3	Componenti degli aggregati monetari	S13
F4	Componenti delle passività finanziarie a lungo termine	S13
F5	Prestiti ad altri intermediari finanziari e società non finanziarie	S14
F6	Prestiti alle famiglie	S14
F7	Prestiti alle amministrazioni pubbliche	S16
F8	Prestiti a non residenti nell'area dell'euro	S16
F9	Depositi totali per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F10	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>intermediari finanziari</i>)	S17
F11	Depositi totali per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F12	Depositi totali e depositi inclusi in M3 per settore (<i>società non finanziarie e famiglie</i>)	S18
F13	Depositi delle amministrazioni pubbliche e dei non residenti nell'area dell'euro	S19
F14	Disponibilità in titoli delle IFM	S20
F15	Consistenze totali ed emissioni lorde di titoli non azionari di residenti nell'area dell'euro	S35
F16	Emissioni nette di titoli non azionari, dati stagionalizzati e non stagionalizzati	S37
F17	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a lungo termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S38
F18	Tassi di crescita sui dodici mesi dei titoli di debito a breve termine emessi in tutte le valute distinti per settore dell'emittente	S39
F19	Variazioni percentuali sui dodici mesi di azioni quotate emesse da residenti nell'area dell'euro	S40
F20	Emissioni lorde di azioni quotate distinte per settore dell'emittente	S41
F21	Nuovi depositi con durata prestabilita	S43
F22	Nuovi prestiti a tasso variabile e determinazione iniziale del tasso fino a 1 anno	S43
F23	Tassi di interesse del mercato monetario nell'area dell'euro	S44
F24	Tassi di interesse del mercato monetario a 3 mesi	S44
F25	Curve dei rendimenti a pronti dell'area dell'euro	S45
F26	<i>Spread</i> e tassi di interesse a breve dell'area dell'euro	S45
F27	Dow Jones Euro Stoxx (definizione ampia), S&P 500 e Nikkei 225	S46
F28	Occupazione: occupati e ore lavorate	S55
F29	Tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti	S55
F30	Disavanzo, fabbisogno e variazione del debito	S60
F31	Debito (definizione di Maastricht)	S60
F32	B.d.p. dell'area dell'euro: conto corrente	S61
F33	B.d.p. dell'area dell'euro: investimenti diretti e di portafoglio	S61
F34	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei beni	S62
F35	B.d.p. dell'area dell'euro: conto dei servizi	S62
F36	Posizione patrimoniale sull'estero dell'area dell'euro	S65
F37	Posizione patrimoniale dell'area dell'euro per investimenti diretti e di portafoglio	S65
F38	Principali transazioni di bilancia dei pagamenti che riflettono gli andamenti delle transazioni esterne nette delle IFM	S70
F39	Tassi di cambio effettivi	S73
F40	Tassi di cambio bilaterali	S73
F41	PIL a prezzi costanti	S76
F42	Indici dei prezzi al consumo	S76



NOTE TECNICHE

TAVOLA RIASSUNTIVA SULL'AREA DELL'EURO

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER GLI ANDAMENTI MONETARI

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

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

dove I_t è l'indice delle consistenze corrette al mese t (vedi parte seguente). Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

SEZIONE I.3

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

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

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

SEZIONI DA 2.1 A 2.6

CALCOLO DELLE TRANSAZIONI

Le transazioni mensili sono calcolate come differenze mensili nelle consistenze corrette per

tenere conto di riclassificazioni, altre rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni.

Indicando con L_t le consistenze alla fine del mese t , con C_t^M la correzione dovuta a riclassificazione alla fine del mese t , con E_t^M la correzione per la variazione del tasso di cambio e con V_t^M gli aggiustamenti per le ulteriori rivalutazioni, le transazioni F_t^M nel mese t sono definite come:

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

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

$$(e) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

dove L_{t-3} rappresenta le consistenze alla fine del mese $t-3$ (la fine del trimestre precedente) e, ad esempio, C_t^Q è la correzione dovuta a riclassificazione nel trimestre che termina nel mese t .

Per quelle serie trimestrali per le quali sono ora disponibili dati mensili (vedi la nota successiva) le transazioni trimestrali possono essere derivate come somma delle tre transazioni mensili nel trimestre.

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE MENSILI

I tassi di crescita possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze corrette. Utilizzando per F_t^M e L_t le definizioni fornite in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(f) I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Attualmente, l'indice (per le serie non destagionalizzate) è calcolato con base dicembre 2008 = 100. Serie storiche dell'indice delle consistenze corrette sono disponibili sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics" della sezione "Statistics".

Il tasso di crescita sui dodici mesi a_t – ovvero la variazione nei dodici mesi che termina nel mese t – può essere calcolato utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(g) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(h) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Salvo diversa indicazione, i tassi di crescita sui dodici mesi si riferiscono alla fine del periodo indicato. Per esempio, la variazione percentuale sui dodici mesi per il 2002 è calcolata in (h) dividendo il valore dell'indice in dicembre 2002 per quello in dicembre 2001.

I tassi di crescita su periodi infra-annuali possono essere ottenuti mediante un adattamento della formula (h). Ad esempio, il tasso di crescita sul mese precedente a_t^M può essere calcolato come:

$$(i) \quad a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Infine, la media mobile (centrata) su tre mesi del tasso di crescita sui dodici mesi di M3 viene ottenuta come $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ dove a_t è definito come nelle precedenti formule (g) oppure (h).

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI

Definendo F_t^Q e L_{t-3} come in precedenza, l'indice I_t delle consistenze corrette riferito al trimestre che termina nel mese t è definito come:

$$(j) \quad I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Il tasso di crescita sui quattro trimestri che terminano nel mese t (cioè a_t), può essere calcolato utilizzando la formula (h).

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE MONETARIE PER L'AREA DELL'EURO ¹⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA ²⁾. La destagionalizzazione può includere una correzione per tenere conto del giorno della settimana con cui termina il mese ed è effettuata, per alcune serie, in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti. Questo è il caso di M3, ottenuta mediante aggregazione delle serie destagionalizzate di M1, M2 meno M1 e M3 meno M2.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze corrette ³⁾. Le stime ottenute dai fattori stagionali vengono poi applicate ai livelli e alle correzioni derivanti da riclassificazioni e rivalutazioni per ottenere conseguentemente transazioni destagionalizzate. I fattori stagionali (e di correzione per il numero delle giornate di apertura dei mercati) vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

SEZIONI DA 3.1 A 3.5

UGUAGLIANZA DI IMPIEGHI E RISORSE

Nella sezione 3.1 i dati sono conformi a una identità contabile elementare. Per le transazioni non finanziarie il totale degli impieghi è pari al totale delle risorse per ciascuna categoria di transazioni. Questa identità contabile si riflette anche nel conto finanziario, ovvero per ogni categoria di strumento finanziario, così il totale delle transazioni nelle attività finanziarie è uguale a quello delle transazioni nelle

- 1) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione "Monetary and financial statistics".
- 2) Per ulteriori dettagli cfr. D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto e B. C. Chen, *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program*, *Journal of Business and Economic Statistics*, vol. 16, n. 2, 1998, pagg. 127-152, oppure *X-12-ARIMA Reference Manual e*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C. Per fini interni viene utilizzata anche la metodologia *model-based* di TRAMO-SEATS. Per dettagli su TRAMO-SEATS, cfr. V. Gomez, e A. Maravall *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper n. 9628 (1996), Madrid.
- 3) Di conseguenza, per le serie destagionalizzate il livello dell'indice per il periodo base (ovvero dicembre 2008) generalmente non è pari a 100 in quanto incorpora gli effetti stagionali di quel mese.

passività. Nel conto delle altre variazioni e nel bilancio finanziario, il totale delle attività finanziarie risulta pari al totale delle passività per ciascuna categoria di strumento finanziario, con la sola eccezione dell'oro monetario e dei diritti speciali di prelievo che, per definizione, non sono una passività per alcun settore.

CALCOLO DEI SALDI

I saldi alla fine di ciascun conto nelle sezioni 3.1, 3.2 e 3.3 sono calcolati nei modi seguenti.

Il saldo commerciale è pari alle importazioni meno le esportazioni di beni e servizi nei confronti del resto del mondo relativamente all'area dell'euro.

Il margine operativo netto e reddito misto è definito solo per i settori residenti e viene calcolato come valore aggiunto lordo (prodotto interno lordo a prezzi di mercato per l'area dell'euro) meno redditi da lavoro dipendente (impieghi) meno altre imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti (impieghi) meno consumo di capitale fisso (impieghi).

Il reddito nazionale netto è definito solo per i settori residenti. È calcolato come somma di margine operativo netto e reddito misto più i redditi da lavoro dipendente (risorse) più imposte sulla produzione al netto dei trasferimenti più i redditi da capitale netti (risorse meno impieghi).

Anche il reddito netto disponibile è definito solo per i settori residenti ed è pari al reddito nazionale netto più imposte correnti nette sul reddito e sul patrimonio (risorse meno impieghi) più i contributi sociali netti (risorse meno impieghi) più le prestazioni sociali nette diverse dai trasferimenti sociali in natura (risorse meno impieghi) più gli altri trasferimenti correnti netti (risorse meno impieghi).

Il risparmio netto è definito per i settori residenti ed è calcolato come il reddito netto disponibile più la correzione per i diritti fissi delle famiglie sulle riserve dei fondi pensione (risorse meno impieghi) meno le spese per consumi

finali (impieghi). Per il resto del mondo, il conto corrente verso l'estero viene compilato come somma del saldo commerciale più tutti i redditi netti (risorse meno impieghi).

L'accredito netto/indebitamento netto viene calcolato a partire dal conto capitale come risparmio netto più trasferimenti netti in conto capitale (risorse meno impieghi) meno gli investimenti fissi lordi meno le acquisizioni al netto delle cessioni di attività non finanziarie non prodotte (impieghi) più il consumo di capitale fisso (risorse). Esso può risultare anche dal conto finanziario come saldo fra totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle passività (noto anche come variazione della ricchezza finanziaria netta dovuta a transazioni). Per i settori delle famiglie e delle società non finanziarie esiste una discrepanza statistica fra i saldi calcolati a partire dal conto capitale e dal conto finanziario.

Le variazioni nella ricchezza finanziaria netta dovute a transazioni sono calcolate come totale delle transazioni nelle attività finanziarie meno totale delle transazioni nelle passività, laddove le altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono calcolate come il totale delle altre variazioni nelle attività finanziarie meno il totale delle altre variazioni nelle passività.

La ricchezza finanziaria netta è calcolata come differenza fra il totale delle attività finanziarie e il totale delle passività, laddove le variazioni nella ricchezza finanziaria netta sono pari alla somma delle variazioni nella ricchezza finanziaria dovute a transazione (accredito/indebitamento netto dal conto finanziario) e delle altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta.

Le variazioni nella ricchezza netta sono calcolate come variazioni nella ricchezza netta dovute a risparmi e a trasferimenti di capitale più altre variazioni nella ricchezza finanziaria netta e altre variazioni nelle attività non finanziarie.

Per le famiglie, la ricchezza netta è calcolata come somma delle attività non finanziarie e della ricchezza finanziaria netta.

SEZIONI 4.3 E 4.4

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER I TITOLI DI DEBITO E LE AZIONI QUOTATE

I tassi di crescita sono calcolati sulla base delle transazioni finanziarie e non includono, dunque, riclassificazioni, rivalutazioni, variazioni dei tassi di cambio e ogni altra variazione che non tragga origine da transazioni. Essi possono essere calcolati, alternativamente, dalle transazioni o dai numeri indice delle consistenze nozionali. Indicando con N_t^M le transazioni (emissioni nette) nel mese t e con L_t il livello delle consistenze nozionali alla fine del mese t , l'indice I_t delle consistenze corrette nel mese t è definito come:

$$(k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Come base, l'indice è posto uguale a 100 nel dicembre 2008. Il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei dodici mesi che terminano nel mese t – può essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(l) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(m) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Il metodo per calcolare i tassi di crescita per i titoli diversi dalle azioni è identico a quello utilizzato per gli aggregati monetari con la sola differenza che, nel caso in questione, si utilizza “N” anziché “F”. Tale differenza intende indicare che il metodo utilizzato per ottenere le “emissioni nette” nelle statistiche sulle emissioni di titoli differisce da quello impiegato per calcolare le equivalenti “transazioni” nel caso degli aggregati monetari.

Il tasso medio di crescita per il trimestre che termina nel mese t è calcolato come:

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

dove I_t è l'indice delle consistenze nozionali al mese t . Analogamente, per l'anno che termina nel mese t , il tasso medio di crescita è calcolato come:

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

La formula di calcolo adoperata per la Sezione 4.3 viene usata anche per la Sezione 4.4 ed è parimenti basata su quella utilizzata per gli aggregati monetari. La Sezione 4.4 si riferisce a valori di mercato ed effettua i calcoli sulla base delle transazioni finanziarie, che escludono riclassificazioni, rivalutazioni ed ogni altra variazione non riconducibile a transazioni. Le variazioni del tasso di cambio non vengono incluse in quanto tutte le azioni quotate cui ci si riferisce sono denominate in euro.

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLE STATISTICHE SULLE EMISSIONI DI TITOLI ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione per le emissioni totali di titoli è effettuata in maniera indiretta mediante una combinazione lineare di componenti per settore e per scadenza.

Le procedure di destagionalizzazione vengono prima applicate all'indice delle consistenze nozionali. Le stime ottenute dei fattori stagionali vengono poi applicate alle consistenze, dalle quali si derivano le emissioni nette destagionalizzate. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

Come nelle formule l) e m), il tasso di crescita a_t per il mese t – ovvero, la variazione intervenuta nei sei mesi che terminano nel mese t – può

4) Per ulteriori dettagli, cfr. la pubblicazione della BCE *Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area*, dell'agosto 2000 e la sezione “Statistics” del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu) nella sottosezione “Monetary and financial statistics”.

essere calcolata utilizzando alternativamente una delle due formule seguenti:

$$(p) \quad a_t = \left[\prod_{i=0}^5 \left(1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$(q) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

TAVOLA 1 DELLA SEZIONE 5.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DELLO IAPC ⁴⁾

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando X-12-ARIMA (cfr. nota 2). La destagionalizzazione dello IAPC complessivo per l'area dell'euro viene effettuata indirettamente aggregando le serie destagionalizzate per l'area dell'euro relative agli alimentari trasformati, agli alimentari non trasformati, ai beni industriali non energetici e ai servizi. La componente dei beni energetici viene aggiunta come serie grezza in quanto non vi è evidenza di un andamento stagionale. I fattori stagionali vengono rivisti con frequenza annuale o qualora ritenuto necessario.

TAVOLA 2 DELLA SEZIONE 7.1

DESTAGIONALIZZAZIONE DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

La metodologia utilizzata si basa su una scomposizione moltiplicativa ottenuta utilizzando

X-12-ARIMA oppure TRAMO-SEATS a seconda della voce. I dati grezzi sui beni, sui servizi, sui redditi e sui trasferimenti correnti vengono preliminarmente corretti per tener conto degli effetti del numero delle giornate lavorative. La correzione per il numero di giornate lavorative nel conto corrente dei beni e in quello dei servizi tiene conto delle festività nazionali dei singoli paesi. La destagionalizzazione di queste voci viene effettuata utilizzando tali serie preliminarmente corrette. La destagionalizzazione del conto corrente totale viene effettuata aggregando le serie destagionalizzate relative ai beni, ai servizi, ai redditi e ai trasferimenti correnti dell'area dell'euro. I fattori stagionali (e quelli relativi alle giornate lavorative) vengono rivisti con frequenza semestrale o qualora ritenuto necessario.

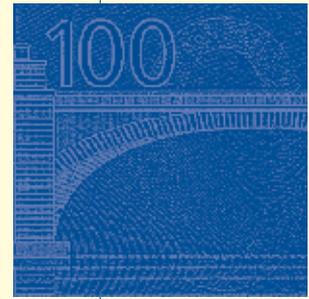
SEZIONE 7.3

CALCOLO DEI TASSI DI CRESCITA PER LE SERIE TRIMESTRALI E ANNUALI

Il tasso di crescita sui dodici mesi per il trimestre t si calcola sulla base delle posizioni (L_t) e delle transazioni trimestrali (F_t), utilizzando la seguente formula:

$$(r) \quad a_t = \left(\prod_{i=t-3}^t \left(1 + \frac{F_i}{L_{i-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Il tasso di crescita per le serie annuali equivale al tasso di crescita dell'ultimo trimestre dell'anno.



NOTE GENERALI

La sezione *Statistiche dell'area dell'euro* del Bollettino mensile contiene statistiche riguardanti l'area dell'euro nel suo insieme. Serie temporali più dettagliate e più lunghe, con ulteriori note esplicative, sono disponibili nella sezione "Statistics" del sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu). È possibile consultare i dati nello *Statistical Data Warehouse* della BCE (<http://sdw.ecb.europa.eu/>), predisposto con strumenti di ricerca e di *download*. Ulteriori strumenti sono disponibili nella sottosezione "Data services", fra i quali l'abbonamento a diversi set di dati e un archivio di *file* compressi in formato *Comma Separated Value* (CSV). Per ulteriori informazioni è possibile contattarci all'indirizzo di posta elettronica statistics@ecb.europa.eu.

In generale, le statistiche riportate nel Bollettino mensile sono aggiornate al giorno precedente la prima riunione del Consiglio direttivo della BCE. Per la presente edizione, esse sono aggiornate al 7 dicembre 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 sulle 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 ope-

razioni 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.

3 NOVEMBRE 2011

Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base all'1,25 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 9 novembre 2011. Decide inoltre di ridurre 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, entrambi con effetto dal 9 novembre 2011.

8 DICEMBRE 2011

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 14 dicembre 2011. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi presso la banca centrale di 25 punti base, rispettivamente al 1,75 e allo 0,25 per cento, entrambi con effetto dal 14 dicembre 2011. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare (a) di effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza di circa tre anni; (b) di accrescere la disponibilità del collaterale; (c) di ridurre l'obbligo di riserva all'1 per cento e infine (d) di sospendere per il momento le operazioni di *fine-tuning* condotte nell'ultimo giorno di ciascun periodo di mantenimento.

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



Target2¹⁾ è uno strumento determinante per favorire l'integrazione del mercato monetario dell'area dell'euro – presupposto per la conduzione efficace della politica monetaria unica – e fornisce altresì un contributo all'integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro. Oltre 4.400 banche commerciali, nonché 23 banche centrali nazionali, fanno ricorso a Target2 per eseguire pagamenti per conto proprio o per conto della clientela. Considerando le filiali e le controllate, quasi 60.000 banche in tutto il mondo, e quindi i loro clienti, sono raggiungibili tramite Target2. I partecipanti si avvalgono di Target2 per i pagamenti urgenti di importo rilevante, inclusi quelli effettuati per il regolamento in altri sistemi interbancari di trasferimento fondi, ad esempio il Continuous Linked Settlement ed Euro1, nonché per il regolamento delle operazioni di mercato monetario, in valuta e in titoli. È inoltre utilizzato per pagamenti di minore importo disposti dalla clientela. Target2 garantisce la definitività del regolamento su base giornaliera delle transazioni, rendendo i fondi accreditati sul conto di un partecipante immediatamente disponibili per altri pagamenti.

I FLUSSI DI PAGAMENTO IN TARGET2

Nel terzo trimestre 2011 su Target2 sono state regolate 22.362.239 operazioni, per un valore totale di 154.799 miliardi di euro, che corrispondono, in termini di media giornaliera, a 338.822 operazioni per un valore di 2.345 miliardi di euro. Il picco di traffico del trimestre si è registrato il 30 settembre, giorno in cui sono stati trattati in totale 512.437 pagamenti. Con una quota di mercato del 59 per cento in termini di volume e del 90 per cento in termini di valore, Target2 ha mantenuto la propria posizione di predominio nel mercato dei sistemi di pagamento di importo rilevante in euro. La stabilità della quota di mercato di Target2 conferma il forte interesse delle banche per il regolamento in moneta di banca centrale, in particolar modo in periodi di turbolenza dei mercati. La quota media dei pagamenti interbancari si è collocata al 41 per cento in termini di volume e al 93 per cento in termini di valore. Per i pagamenti interbancari trattati il valore medio è ammontato a 15,9 milioni di euro, mentre per i pagamenti per

la clientela è stato pari a 0,8 milioni di euro. Per il 66 per cento dei pagamenti l'importo unitario è risultato inferiore a 50.000 euro e per il 12 per cento superiore a 1 milione di euro. Su base media giornaliera, 274 pagamenti hanno superato il valore di 1 miliardo di euro.

ANDAMENTO INFRAGIORNALIERO DEI VOLUMI E DEI VALORI

La figura mostra la distribuzione infragiornaliera di Target2, vale a dire la percentuale dei volumi e dei valori gestiti allo scadere di ciascuna ora della giornata operativa, per il terzo trimestre 2011. In termini di volume, la curva è ampiamente al di sopra della distribuzione lineare, con il 70 per cento del volume già scambiato entro le 13.00 (ora dell'Europa centrale) e il 99,6 per cento un'ora prima della chiusura di Target2. Alle 13.00 il 55 per cento del valore scambiato in Target2 era già stato regolato, raggiungendo il 93 per cento un'ora prima della chiusura del sistema. In termini di valore, la curva è molto vicina alla distribuzione lineare; questo indica che le operazioni sono distribuite in maniera uniforme nel corso della giornata e che la liquidità circola in modo adeguato tra i partecipanti, assicurando il regolare svolgimento delle operazioni in Target2.

1) Target2, operativo dal 2007, è il sistema di seconda generazione subentrato a Target.

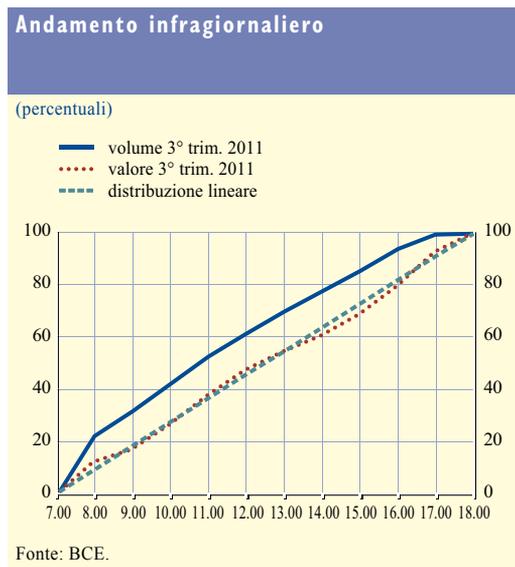


Tavola 1 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: volume delle transazioni

(numero dei pagamenti)	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.
Target2					
Volume totale	21.568.091	22.790.133	21.856.960	22.410.17	22.362.239
Media giornaliera	326.789	349.305	341.515	355.717	338.822
Euro1 (EBA)					
Volume totale	14.755.175	15.445.811	14.829.518	15.372.628	15.482.902
Media giornaliera	223.563	230.124	231.711	244.010	234.589

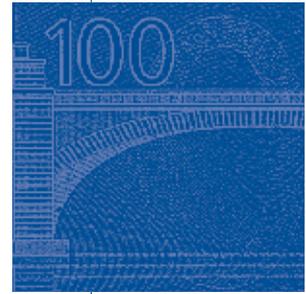
Tavola 2 Pagamenti gestiti da Target2 e da Euro1: valore delle transazioni

(miliardi di euro)	2010 3° trim.	2010 4° trim.	2011 1° trim.	2011 2° trim.	2011 3° trim.
Target2					
Valore totale	150.349	150.795	146.071	144.109	154.799
Media giornaliera	2.278	2.285	2.282	2.287	2.345
Euro1 (EBA)					
Valore totale	15.199	15.563	15.261	15.222	16.322
Media giornaliera	230	241	238	242	247

DISPONIBILITÀ OPERATIVA E PERFORMANCE DI TARGET2

Per calcolare la disponibilità di Target2, si prendono in considerazione gli incidenti che impediscono l'esecuzione dei pagamenti per un intervallo pari o superiore a dieci minuti tra le 7.00 e le 18.45 dei giorni feriali. Il 25 luglio si è verificato il primo incidente che ha avuto un impatto sulla funzionalità complessiva di Target2, ritardando

l'avvio della fase di operatività giornaliera fino alle ore 9.58. Nel terzo trimestre 2011, Target2 ha pertanto registrato una disponibilità del 99,59 per cento. In tale periodo, il tempo di regolamento è risultato inferiore a cinque minuti per il 99,15 per cento dei pagamenti, ha richiesto tra cinque e 15 minuti per lo 0,56 per cento dei pagamenti, mentre solo lo 0,29 di tutti i pagamenti ha richiesto un tempo di regolamento superiore a 15 minuti.



PUBBLICAZIONI PRODOTTE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La BCE produce numerose pubblicazioni che forniscono informazioni sulle sue competenze principali: la politica monetaria, le statistiche, i sistemi di pagamento e di regolamento, la stabilità finanziaria e la vigilanza, la cooperazione europea e internazionale, e le questioni giuridiche.

PUBBLICAZIONI STATUTARIE

- Rapporto annuale
- Rapporto sulla convergenza
- Bollettino mensile

LAVORI DI RICERCA

- *Legal Working Paper Series*
- *Occasional Paper Series*
- *Research Bulletin*
- *Working Paper Series*

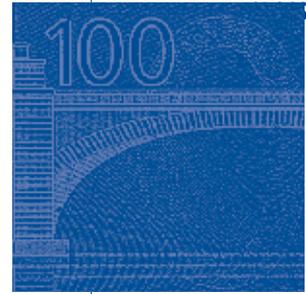
ALTRE PUBBLICAZIONI

- *Enhancing monetary analysis*
- *Financial integration in Europe*
- *Financial Stability Review*
- *Statistics Pocket Book*
- *La Banca centrale europea: storia, ruolo e funzioni*
- *The international role of the euro*
- *L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro ("General Documentation")*
- *La politica monetaria della BCE*
- *The payment system*

La BCE pubblica anche *brochure* e materiale informativo su un'ampia varietà di tematiche, ad esempio le banconote e le monete in euro, nonché atti di seminari e conferenze.

Per una lista completa dei documenti (in formato PDF) pubblicati dalla BCE e dall'Istituto monetario europeo, predecessore della BCE dal 1994 al 1998, si prega di visitare il sito Internet della BCE all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/pub/>. I codici della lingua indicano in quali versioni ciascuna pubblicazione è disponibile.

Salvo diversa indicazione, le copie a stampa possono essere ottenute a titolo gratuito singolarmente o in abbonamento, fino a esaurimento delle scorte, contattando l'indirizzo e-mail info@ecb.europa.eu.



GLOSSARIO

Il presente glossario contiene alcune voci utilizzate frequentemente nel Bollettino mensile. Un glossario più esaustivo e dettagliato è consultabile sul sito Internet della BCE (www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html).

Altri investimenti [*other investment*]: voce della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero nella quale confluiscono le transazioni/posizioni finanziarie nei confronti di non residenti relative a crediti commerciali, depositi e prestiti, altri conti attivi e passivi.

Amministrazioni pubbliche [*general government*]: in base alla definizione del SEC 95, il settore comprende gli enti residenti primariamente impegnati nella produzione di beni e servizi non di mercato, fruibili dal singolo individuo e dalla collettività, e/o nella redistribuzione del reddito e della ricchezza nazionali. Vi sono inclusi le amministrazioni centrali, quelle regionali e locali, nonché gli enti di previdenza e assistenza sociale, mentre sono esclusi gli enti di proprietà statale che svolgono operazioni commerciali, quali le aziende pubbliche.

Area dell'euro [*euro area*]: l'area costituita dagli Stati membri dell'UE che hanno introdotto l'euro come moneta unica, conformemente al Trattato sul funzionamento dell'Unione europea

Asta a tasso fisso [*fixed rate tender*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito in anticipo dalla banca centrale e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi al tasso di interesse predefinito.

Asta a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo [*fixed rate full allotment tender procedure*]: procedura d'asta in cui il tasso di interesse viene stabilito dalla banca centrale (tasso fisso) e le controparti presentano richiesta degli importi che intendono aggiudicarsi a quel tasso, sapendo in anticipo che tutte le richieste saranno soddisfatte (piena aggiudicazione dell'importo).

Asta a tasso variabile [*variable rate tender*]: procedura d'asta in cui le controparti presentano un'offerta relativa sia all'importo sia al tasso di interesse che saranno oggetto della transazione con la banca centrale.

Attività nette sull'estero delle IFM [*MFI net external assets*]: le attività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali oro, banconote e monete in valuta estera, titoli emessi da non residenti nell'area e prestiti concessi a non residenti nell'area) al netto delle passività sull'estero del settore delle IFM dell'area dell'euro (quali depositi detenuti da non residenti nell'area, operazioni pronti contro termine, quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e titoli di debito emessi dalle IFM con scadenza non superiore a due anni).

Azioni [*equities*]: titoli che rappresentano la proprietà di una quota societaria, come ad esempio le azioni scambiate in borsa (azioni quotate), le azioni non quotate e altre partecipazioni. Le azioni di norma producono un reddito sotto forma di dividendi.

Bilancia dei pagamenti (b.d.p.) [*balance of payments (b.o.p.)*]: prospetto statistico che riepiloga le transazioni economiche avvenute fra un'economia e il resto del mondo in un determinato periodo di tempo.

Bilancio consolidato del settore delle IFM [*consolidated balance sheet of the MFI sector*]: bilancio aggregato delle IFM al netto delle posizioni fra le IFM stesse (ad esempio, prestiti e depositi tra IFM). Fornisce informazioni statistiche sulle attività e passività di questo settore nei confronti dei residenti nell'area dell'euro che non ne fanno parte (amministrazioni pubbliche e altri

soggetti) e dei non residenti. Il bilancio consolidato costituisce la principale fonte statistica per il calcolo degli aggregati monetari, nonché la base per l'analisi periodica delle contropartite di M3.

Cancellazione [*write-off*]: rimozione del valore di un prestito dal bilancio di una IFM, quando si reputa che tale prestito sia divenuto interamente irrecuperabile.

Cartolarizzazione [*securitisation*]: operazione o insieme di operazioni mediante le quali una attività o un *pool* di attività che producono flussi di cassa, prevalentemente crediti (mutui ipotecari, prestiti al consumo, ecc.), vengono trasferiti da un *originator* (di norma un ente creditizio) a una società veicolo finanziaria (SVF). La SVF di fatto converte queste attività in titoli negoziabili, emettendo strumenti di debito nei quali il servizio del capitale e degli interessi viene effettuato mediante i flussi di cassa prodotti dal *pool* di attività sottostanti.

Commercio con l'estero in beni [*external trade in goods*]: esportazioni e importazioni di beni con i paesi non appartenenti all'area dell'euro, misurate in termini di valore e come indici di volume e valore unitario. Le statistiche sul commercio con l'estero non sono comparabili con le esportazioni e importazioni rilevate nei dati di contabilità nazionale, in quanto queste ultime includono sia le transazioni fra i paesi dell'area sia quelle con il resto del mondo e, inoltre, combinano beni e servizi. Tali statistiche non sono neppure pienamente comparabili con la voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti. Al di là degli aggiustamenti metodologici, la differenza principale è che nelle statistiche sul commercio estero le importazioni comprendono i servizi di assicurazione e di nolo, mentre sono riportate franco a bordo nella voce beni delle statistiche della bilancia dei pagamenti.

Conti capitale [*capital accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che riporta le variazioni nette della ricchezza, del risparmio, dei trasferimenti in conto capitale e delle acquisizioni nette di attività non finanziarie.

Conto capitale [*capital account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutti i trasferimenti di capitale e le acquisizioni/dismissioni di attività non prodotte e non finanziarie fra residenti e non residenti.

Conto corrente [*current account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono tutte le transazioni relative a beni e servizi, redditi e trasferimenti correnti fra residenti e non residenti.

Conti finanziari [*financial accounts*]: parte del sistema dei conti, nazionali o dell'area dell'euro, che presenta le posizioni finanziarie (consistenze o bilanci), le transazioni finanziarie e altre variazioni dei diversi settori istituzionali di un'economia per tipologia di attività finanziaria.

Conto finanziario [*financial account*]: un conto della b.d.p. su cui confluiscono le transazioni fra residenti e non residenti relative a investimenti diretti e di portafoglio, altri investimenti, prodotti finanziari derivati e attività di riserva.

Costo del lavoro per unità di prodotto [*unit labour costs*]: indice del costo totale del lavoro per unità di prodotto calcolato per l'area dell'euro come rapporto fra l'insieme dei redditi per occupato e la produttività del lavoro (definita come PIL, in volume, a prezzi costanti per persona occupata).

Credito delle IFM ai residenti nell'area dell'euro [*MFI credit to euro area residents*]: prestiti delle IFM concessi ai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM (ivi incluse le amministrazioni).

ni pubbliche e il settore privato) e i titoli detenuti dalle IFM (azioni, altri titoli di capitale e titoli di debito) emessi dai residenti nell'area dell'euro diversi dalle IFM.

Curva dei rendimenti [*yield curve*]: rappresentazione grafica della relazione esistente, a una certa data, fra il tasso di interesse o il rendimento e la vita residua di titoli di debito con pari rischio di credito ma con differenti scadenze. L'inclinazione della curva può essere misurata come differenza fra i tassi di interesse o rendimenti per coppie di scadenze.

Debito (conti finanziari) [*debt (financial accounts)*]: i prestiti alle famiglie, nonché i prestiti, i titoli di debito emessi e le riserve dei fondi pensione delle società non finanziarie (risultanti dagli impegni assunti dai datori di lavoro nei confronti dei propri dipendenti finalizzati all'erogazione della pensione), valutati ai prezzi di mercato di fine periodo.

Debito (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*debt (general government)*]: il debito lordo (banconote, monete e depositi, prestiti e titoli di debito) al valore nominale in essere alla fine dell'esercizio e consolidato tra e nei settori delle amministrazioni pubbliche.

Debito estero lordo [*gross external debt*]: consistenze delle passività correnti effettive (ossia non potenziali) di un'economia che implicano, in una data futura, il pagamento del capitale o degli interessi a non residenti.

Deflazione [*deflation*]: un calo generalizzato e persistente, che si autoalimenta, di una ampia gamma dei prezzi, derivante da una caduta della domanda aggregata, che viene incorporato nelle aspettative degli operatori.

Depositi presso la banca centrale [*deposit facility*]: operazioni attivabili su iniziativa delle controparti messe a disposizione dall'Eurosistema. Le controparti idonee possono farvi ricorso per effettuare depositi a vista presso la propria BCN. Tali depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito, che di norma rappresenta il limite minimo dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Disavanzo (riferito alle amministrazioni pubbliche) [*deficit (general government)*]: l'indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche, vale a dire la differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche.

Disinflazione [*disinflation*]: processo di rallentamento dell'inflazione che può condurre a tassi di inflazione temporaneamente negativi.

Eonia [EONIA (*euro overnight index average*)]: misura del tasso di interesse effettivo prevalente nel mercato interbancario *overnight* dell'euro. Si calcola come media ponderata dei tassi di interesse sulle operazioni di prestito *overnight* non coperte da garanzie denominate in euro, sulla base delle segnalazioni di un gruppo selezionato di banche.

Euribor [EURIBOR (*euro interbank offered rate*)]: tasso applicato ai prestiti denominati in euro tra banche considerate di primario *standing*; viene calcolato quotidianamente, per scadenze varie, non superiori ai dodici mesi, sulla base dei tassi di un campione di banche selezionate.

Eurosistema [Eurosistem]: 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.

